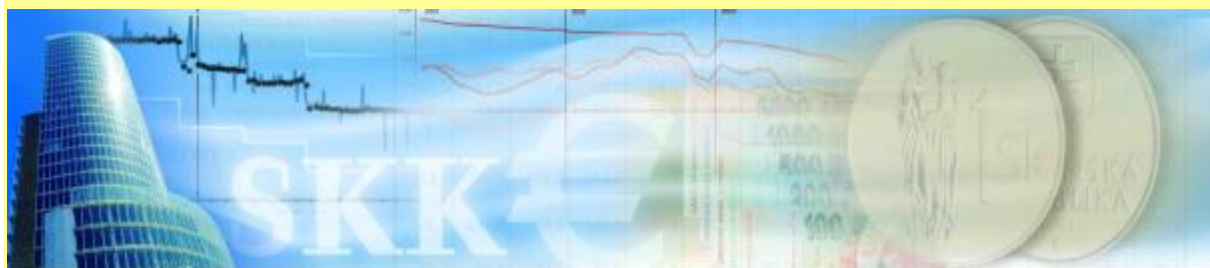




NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

# STREDNODOBÁ PREDIKCIA (P2Q - 2006)

Apríl 2006



## Rovnovážne premenné, vývoj potenciálu ekonomiky

Strednodobá predikcia je založená na predpoklade konvergujúcej ekonomiky, čomu zodpovedajú rovnovážne trajektórie základných makroekonomických ukazovateľov. Základný rámec predikcie predstavujú rovnovážne reálne úrokové sadzby, rovnovážny reálny kurz a neinflačne pôsobiaci rast ekonomiky (potenciálny produkt). V porovnaní s januárovou predikciou P1Q-2006 nedošlo k výraznejšiemu prehodnoteniu dlhodobých trendov použitých v aktuálnej aprílovej strednodobej predikcii P2Q-2006.

Aktuálny vývoj ekonomiky a predikcia tvorby hrubých fixných investícií dávajú predpoklad postupného zvyšovania produkčných schopností ekonomiky. V dôsledku prílevu priamych zahraničných investícií (PZI), ale aj domácich investícií sa v strednodobej predikcii predpokladá mierne rýchlejší rast potenciálu ekonomiky. Naďalej pretrváva priestor pre dlhodobú rovnovážnu reálnu apreciaciu výmenného kurzu, ktorá zodpovedá charakteru konvergujúcej ekonomiky.

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

Reálny ekonomický rast v 4. štvrťroku 2005 dosiahol 7,6%, čím prevýšil očakávania januárovej predikcie P1Q-2006, ktorá predpokladala zrýchlenie dynamiky rastu HDP na úroveň 6,7%. V rámci štruktúry HDP bola predikcia P1Q-2006 založená na predpoklade spolupôsobenia domáceho i zahraničného dopytu na celkový rast ekonomiky, pričom z hľadiska relatívnych príspevkov rast HDP mal byť tvorený predovšetkým domácim dopytom. Medziročné zrýchlenie reálneho rastu ekonomiky bolo zapríčinené predovšetkým tvorbou hrubého kapitálu, ktorá medziročne vzrástla o 33,5%. Nárast tvorby hrubého kapitálu bol spôsobený 15,1% nárastom fixných investícií a zvýšením stavu zásob, čo bolo spojené s vyšším objemom dovozu, najmä v závere roku 2005. V náraste fixných investícií sa prejavili nielen priame zahraničné investície, ale i domáce investície, predovšetkým stavebného charakteru. Vývoj konečnej spotreby v 4. štvrťroku 2005 bol v súlade s očakávaniami NBS, keď k dynamike celkovej spotreby prispela súkromná spotreba i spotreba verejnej správy.

Z hľadiska domáceho dopytu bude v 1. štvrťroku 2006 pravdepodobne najvýznamnejším faktorom očakávané pokračovanie rozsiahlejšej investičnej aktivity, ktorá bude akcelerovať reálny rast ekonomiky. Konečná spotreba sa bude pravdepodobne vyvíjať v intenciách roka 2005, pričom z hľadiska relatívnych príspevkov je možné očakávať mierne zvýšenie vplyvu verejnej spotreby na úkor spotreby domácností. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou predpokladaný vyšší prorastový efekt domáceho dopytu by mal byť v 1. štvrťroku 2006 tlmený vplyvom čistého exportu, kde je zohľadnený predpoklad zhoršovania salda výrobkov a služieb vplyvom očakávaných vyšších dovozov surovín a technologických celkov. Z hľadiska celkového reálneho rastu ekonomiky v 1. štvrťroku 2006 je možné na základe predbežných informácií z konjunkturálnych prieskumov očakávať zmiernenie dynamiky ekonomickej aktivity v porovnaní so 4. štvrťrokom 2005, avšak jej zrýchlenie v porovnaní s P1Q-2006, keď indikátory sentimentu naznačujú rast HDP približne na úrovni 6,5% v stálych cenách. Vyšší rast ekonomiky v 1. polroku 2006 bude čiastočne ovplyvnený aj bázou porovnateľného obdobia roka 2005.

---

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

Rast nominálnej i reálnej mzdy bol vo 4. štvrtroku 2005 takmer v súlade s očakávaniami NBS v P1Q-2006. Podľa predpokladov NBS nominálne mzdy mali v tomto období vzrásť o 8,2% (skutočnosť 8,4%) a reálne mzdy o 4,6% (skutočnosť 4,7%). Na mierne vyššom ako predpokladanom medziročnom raste nominálnej mzdy v národnom hospodárstve vo štvrtom štvrtroku 2005 sa odrazil najmä rýchlejší rast miezd v doprave, nehnuteľnostiach, prenájme a obchodných službách a v priemysle. Rast reálnej mzdy bol vo 4. štvrtroku 2005 podporovaný rastom produktivity práce, ktorá v tomto štvrtroku presiahla rast reálnej mzdy. Zrýchlením dynamiky produktivity práce v závere roka 2005 a pokračujúcim rastom ziskovosti v nefinančných organizáciách sa pre 1. štvrtrok 2006 vytvoril priestor pre mierne vyšší rast nominálnych miezd v porovnaní s P1Q-2006. Dynamika reálnych miezd by však mala zostať v 1. štvrtroku 2006, vzhľadom na vyššiu infláciu, takmer nezmenená.

V 1. štvrtroku 2006 sa naďalej zrýchľovalo medziročné tempo rastu spotrebiteľských cien vplyvom zvyšovania regulovaných cien (cien energií a cien v oblasti zdravotníctva), ako aj pomalšieho poklesu cien potravín. Okrem regulovaných cien a cien potravín mali na takýto vývoj vplyv aj ceny pohonných hmôt, ktoré na medziročnej báze rástli rýchlejšie ako v predchádzajúcom štvrtroku. Naopak, medziročná dynamika cien služieb sa v tomto období spomalila.

V porovnaní s predikciou P1Q-2006 dosiahla inflácia v 1. štvrtroku 2006 vyššiu hodnotu, čo súviselo predovšetkým s vyššími cenami priemyselných tovarov, kde rástli regulované ceny. Zároveň došlo, v rámci reťazenia cenových indexov, na základe výdavkov domácností k prehodnoteniu váh jednotlivých reprezentantov v spotrebnom koši. Zmeny váh spôsobili nárast podielu energií (regulovaných cien) a následne aj ich väčší dopad (príspevok) na celkovú infláciu. Rast cien energií (tepla, plynu a vodného) bol v porovnaní s predikciou dynamickejší. Vyšší ako očakávaný rast cien, ako aj zvýšenie ich váhy v spotrebnom koši, bol zaznamenaný tiež v zdravotníctve.

#### Očakávaný vývoj regulovaných cien v 1. štvrtroku 2006 a ich skutočný rast

(rast v %, príspevok v p.b.)

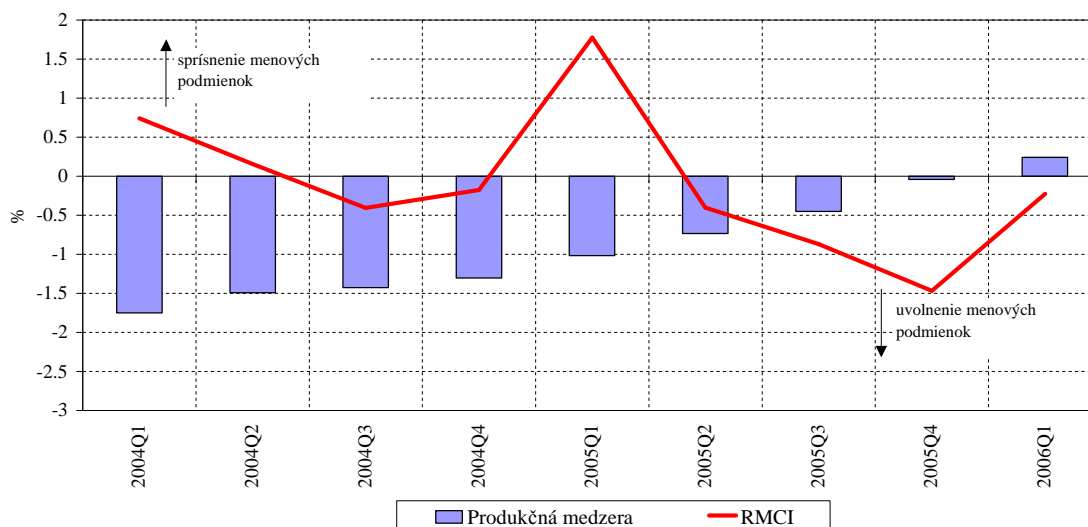
	P1Q-2006		Skutočnosť	
	Očakávaný rast	Očakávaný príspevok	Rast	Príspevok
Plyn	5,84	0,26	5,94	0,30
Elektrina	5,02	0,20	4,71	0,21
Teplo	5-7	0,22-0,31	8,73	0,49
Vodné	14,2	0,09	17,78	0,15
Stočné	35,9	0,17	31,57	0,18
Zdravotníctvo	3	0,09	4,44	0,16

Vyššia dynamika cien energií sa prejavila aj v cenách služieb, predovšetkým v cenách služieb spojených s bývaním. Koncom roku 2005 a začiatkom roku 2006 dynamicky rástli poplatky do fondu opráv (v inflácii CPI podľa národnej metodiky následne rástlo aj tzv. imputované nájomné), čo môže byť považované za snahu domácností kumulovať väčšie finančné prostriedky na opravy bytových domov a ich zateplenie (zníženie energetickej náročnosti), alebo tieto prostriedky použiť na splácanie úverov, ktoré boli na takéto rekonštrukcie využité. Januárová strednodobá predikcia P1Q-2006 neuvažovala s takýmto dynamickým nárastom poplatkov v rámci služieb spojených s bývaním.

Aktuálny odhad pôsobenia menovej politiky naznačuje pretrvávajúce mierne uvoľnené nastavenie menových podmienok prostredníctvom indexu reálnych menových podmienok (RMCI). Miera uvoľnenia sa však v priemere za prvý štvrt'rok 2006 znížila. Zhodnotenie nominálneho kurzu na konci roka 2005 a na začiatku roka 2006 prispelo k sprísneniu kurzovej zložky menových podmienok. Nastavenie úrokovej zložky bolo protichodne ovplyvnené zvýšením krátkodobých nominálnych sadzieb vo februári 2006 (s účinnosťou od 1.marca) o 0,5 percentuálneho bodu a zvýšením inflačných očakávaní. Vzhľadom na to, že k zmene úrokových sadzieb NBS došlo v marci, plný efekt sprísnenia úrokovej zložky sa v rámci RMCI prejaví až v druhom štvrt'roku 2006.

Popri zvyšovaní produkčných možností ekonomiky dynamický rast HDP v druhom polroku 2005 naznačuje rýchlejšie ako predpokladané uzatvorenie zápornej produkčnej medzery. Uvoľnenie menovej politiky v roku 2005 a oživenie zahraničného dopytu (predpokladaný rýchlejší rast HDP eurozóny v roku 2006) predstavujú faktory, ktoré môžu stimulovať ekonomický rast aj v priebehu prvého polroka 2006, čím by produkčná medzera mala dosiahnuť mierne kladné hodnoty.

**Produkčná medzera a index reálnych menových podmienok RMCI**



## Strednodobá predikcia

### Vstupné exogénne ukazovatele

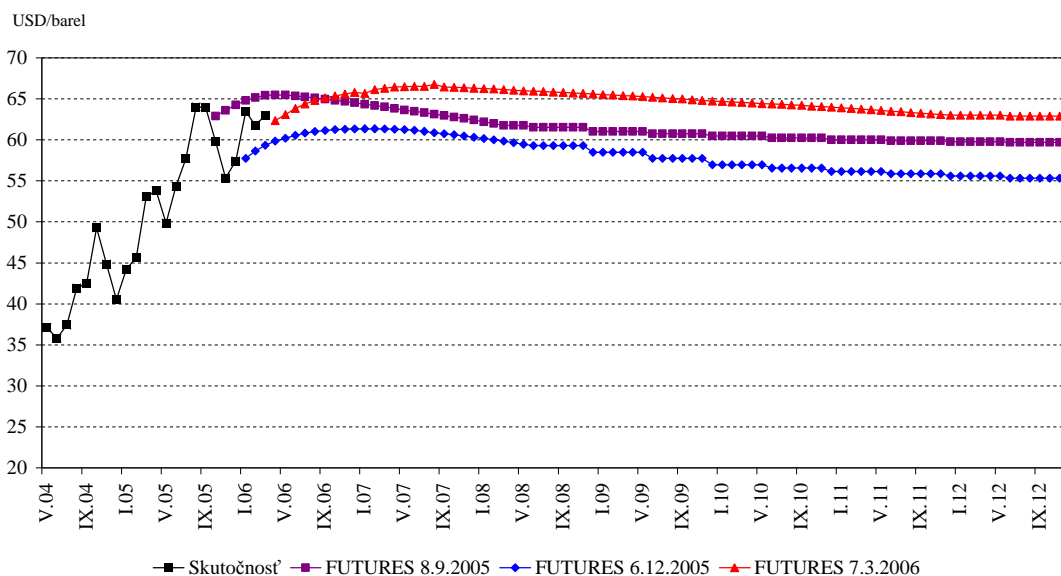
Predikcia za oblasť exogénnych ukazovateľov vychádzala z marcovej publikácie Consensus Forecasts (CF)<sup>2</sup>. Očakávaný vývoj cien ropy vychádzal z cien futures zo 7. marca 2006.

V porovnaní s predpokladmi vývoja externého prostredia z januárovej predikcie došlo k zmenám hlavne v očakávanom vývoji cien ropy, ktorej predikovaná hodnota sa odhaduje na

<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 marca 2006 a na týchto úrovniach zafixované počas celého prognostického procesu. Všetky nové informácie budú zohľadnené v ďalších strednodobých predikciách.

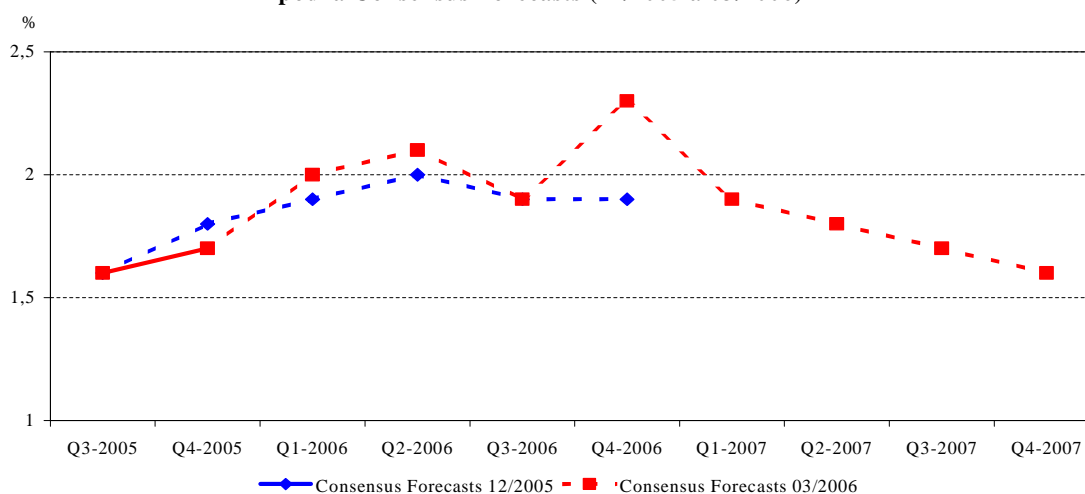
vyššej úrovni v porovnaní s predchádzajúcou predikciou. Priemerná cena ropy v roku 2006 by mala dosiahnuť približne 64 USD/barel a v roku 2007 by sa mala dostať až na úroveň 66,3 USD/barel. Očakávaný vývoj krížového kurzu USD/EUR naznačuje mierne slabšiu úroveň USD voči EUR.

Očakávaná cena ropy



Ekonomický rast eurozóny v 4. štvrtroku 2005 mierne zaostal za očakávaniami. V roku 2006 však predikcia Consensus Forecasts naznačuje v porovnaní s minulou prognózou mierne zrýchlenie rastu (o 0,2 percentuálneho bodu). Marcový Consensus Forecasts uvádza predikciu rastu ekonomiky eurozóny aj na rok 2007, ktorá naznačuje spomaľovanie ekonomickej aktivity.

Porovnanie prognózy rastu HDP eurozóny podľa Consensus Forecasts (12/2005 a 03/2006)



Napriek vyššej predikcii cien ropy Consensus Forecasts nepredpokladá zrýchlenie dynamiky inflácie v eurozóne. Odhad inflácie však uvažuje aj s vyššími očakávanými úrokovými sadzbami ECB, čo je ovplyvnené aj ich nedávnym zvýšením o 0,25 percentuálneho bodu (marec 2006).

	2006	2007
<b>Inflácia eurozóna rast v %</b>		
CF 12/05 (priemer roka)	2,0	
CF 03/06 (priemer roka)	2,0	2,0
<b>HDP eurozóna rast v %</b>		
CF 12/05	1,9	
CF 03/06	2,1	1,8
<b>Ceny ropy v USD/barel, resp. EUR/barel (priemer za rok)</b>		
6. december 2005	60,3 / 49,7	61,0 / 48,6
7. marec 2006	64,0 / 52,7	66,3 / 52,6
<b>Výmenný kurz USD/EUR (koniec príslušného štvrťroka)</b>		
CF 12/05	1,192 (1Q)	1,248 (4Q)
CF 03/06	1,209 (2Q)	1,259 (1Q)

Spomalenie ekonomickej aktivity v eurozóne v roku 2007 by nemalo výraznejšie ovplyvniť výkonnosť slovenskej ekonomiky. Vyššia cena ropy v porovnaní s januárovou prognózou môže mať nepriaznivý dopad na domácu cenovú hladinu, pričom vplyv krížového kurzu USD/EUR by mal pôsobiť mierne tlmiaco. Avšak v prípade pretrvávania vysokej cenovej úrovne energetických surovín existuje riziko ďalšej novej úpravy regulovaných cien.

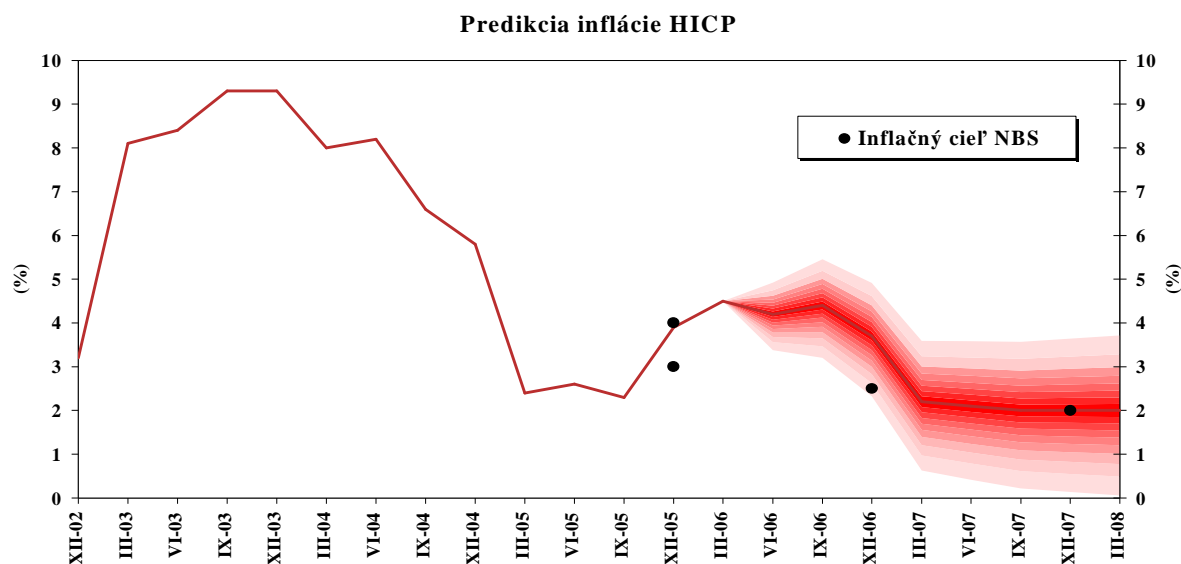
### Predikcia na roky 2006 až 2008

V porovnaní s predikciou PIQ-2006 sa očakáva na konci roka 2006 vyššia miera inflácie. Posun v predikcii k vyšším úrovňam oproti januárovej predikcii spôsobil, oproti očakávaniam NBS, predovšetkým výraznejšie zvyšovanie regulovaných cien (cien energií a cien v zdravotníctve) od začiatku roka 2006, čo by sa malo prejavíť v cenách priemyselných tovarov. Ďalej boli zmenené predpoklady ohľadne načasovania zvyšovania cien cigariet vplyvom vyšších spotrebných daní. Z dôvodu predzásobeni sa lacnejšími cigaretami zo strany predajcov by sa zmena spotrebných daní mala prejavíť v náraste cien cigariet až v druhom štvrťroku 2006 (s príspevkom 0,28 p.b. k celkovej inflácii).

#### Ceny cigariet a spotrebná daň

Rizikom v predikcii inflácie je čas a rozsah zvýšenia cien cigariet (v dôsledku vyšších spotrebných daní), čo sa doposiaľ v spotrebiteľských cenách neprejavilo, nakoľko došlo k predzásobeni sa distribútorov a predajcov cigaretami s nižšími cenami. V aprílovej predikcii sa predpokladá, že k zvýšeniu cien cigariet dôjde od mája 2006. Rozsah zvýšenia cien cigariet (a tým aj príspevok k celkovej inflácii) závisí od stanovenia spotrebiteľských cien cigariet ich výrobcami a dovozcami. Spotrebná daň na cigarety je stanovená ako dvojzložková daň, ktorú tvorí fixná a variabilná zložka. Fixná časť dane je určená hodnotou v Sk na kus cigarety a variabilná časť je určená ako percento z predajnej ceny. To znamená, že ak výrobca (dovozca) sa rozhodne zachovať pôvodnú maržu, tak by mal stanoviť ceny podľa predpokladov NBS (aj s rovnakým príspevkom k celkovej inflácii). V prípade, ak sa rozhodne znížiť svoju maržu a stanoví novú cenu na nižších úrovniach, bude to znamenať nižší dopad (aj príspevok) na celkovú infláciu. Vzhľadom na konkurenciu (legálnu aj nelegálnu) a skúsenosti z Českej republiky, takýto vývoj (nižší ako očakávaný nárast cien) je možné predpokladať aj na Slovensku. To znamená, že tento faktor predstavuje riziko predikcie smerom nadol.

V rokoch 2007 a 2008 by mal pokračovať, podobne ako v januárovej predikcii, proces dezinflácie. Na spotrebiteľské ceny by mali aj naďalej pôsobiť faktory, ako stabilný vývoj importných cien a konkurenčné prostredie na maloobchodnom trhu, udržateľný rast reálnych miezd v súlade s vývojom produktivity práce, ako aj inflačné očakávania.



Rizikom predikcie inflácie je vyššia cena ropy, ktorá by sa mohla prejaviť vo vyšších cenách pohonných hmôt, ako aj vo vyšších regulovaných cenách v porovnaní s aktuálnou predikciou.

Medzi riziká predikcie inflácie patria aj ceny potravín, kde sa môže prejaviť zánik efektu konkurencie pri vstupe nového maloobchodného reťazca na slovenský trh koncom roka 2004 a začiatkom roka 2005, nové prísnejšie predpisy týkajúce sa obsahu mäsových výrobkov, ako aj vyššie ceny energií. Obavy z vtácej chrípky na jednej strane môžu stlačiť ceny predovšetkým hydiny, avšak na druhej strane môžu vyvolať dopyt po iných druhoch mäsa s následným rastom ich cien.

Ďalším faktorom, ktorý môže posunúť predikciu inflácie k vyšším hodnotám, je vývoj cien služieb, kde by sa mohli prejaviť sekundárne efekty zvyšovania regulovaných cien vo výraznejšej ako odhadovanej miere, predovšetkým v cenách služieb spojených s bývaním. Vyšší rast poplatkov spojených s bývaním môže byť prejavom snahy obyvateľov, v dôsledku vysokých cien energií, sústrediť čo najviac prostriedkov na potrebnú rekonštrukciu a zateplovanie bytových domov.

Riziko predikcie inflácie smerom nahor predstavuje aj odlišný vývoj importovanej inflácie v dôsledku dynamického rasu cien producentov v eurozóne, čo zatiaľ nebolo premietnuté do predikcie inflácie eurozóny.

Vyššia dynamika spotrebiteľských cien v súčasnosti môže znamenať aj posun v inflačných očakávaniach a riziko pre infláciu a splnenie cieľa zo strednodobého pohľadu.

Porovnanie predikcií HICP		(priemer za obdobie)			
		2005	2006	2007	2008
ÚHRN (HICP)	P4Q 05	2,9	3,4	1,9	1,9
	P1Q 06	2,8*	3,6	1,9	2,0
	P2Q 06	2,8*	<b>4,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>

Porovnanie predikcií HICP		(koniec roka)			
		2005	2006	2007	2008
ÚHRN (HICP)	P4Q 05	4,4	2,4	1,9	2,0
	P1Q 06	3,9*	2,8	2,0	2,0
	P2Q 06	3,9*	<b>3,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>

Pozn. \* - skutočnosť

V predikcii P2Q-2006 v porovnaní s januárovou predikciou predpokladá NBS rýchlejšiu rast nominálnych miezd v roku 2006 i v roku 2007. V roku 2008 by si nominálne mzdy mali zachovať dynamiku na úrovni z P1Q-2006.

Napriek predpokladanému vyššiemu rastu nominálnych miezd reálne mzdy by mali v roku 2006 rásť pomalšie oproti januárovej predikcii, čo by malo súvisieť predovšetkým s vyššou ako očakávanou infláciou. V roku 2007 by sa dynamika reálnych miezd mala oproti P1Q-2006 zvýšiť, v roku 2008 by mala dosiahnuť rovnakú úroveň ako v januárovej predikcii.

Možný vyšší rast nominálnych miezd v roku 2006 vyplýva z viacerých faktorov. Na jednej strane je to medziročný rast reálnej produktivity práce<sup>3</sup>, ktorý v roku 2005 vo všetkých produkčných odvetviach presiahol 10%, pričom sa zrýchlil najmä v druhej polovici roka. V priemysle a stavebníctve sa v roku 2005 navyše pozitívne vyvíjala aj ziskovosť (obdobne ako v roku 2004), keď medziročný rast zisku v priemysle presiahol 9% a v stavebníctve dosiahol takmer 20%.

Priestor pre vyšší rast miezd si vytvorila i časť odvetví služieb. Odvetvie doprava, skladovanie, pošty a telekomunikácie dynamickým rastom produktivity práce (o viac ako 11%) a vysokou ziskovosťou, ktorá presiahla 60%. Ostatné spoločenské sociálne a osobné služby najmä rastom zisku (presiahol 35%) pri miernom raste produktivity práce a odvetvie nehnuteľnosti, prenájom a ostatné služby najmä rastom zisku, ktorého dynamika v roku 2005 presiahla 40%.

Vo vyššom očakávanom raste nominálnych miezd boli tiež zohľadnené vyššie inflačné očakávania ako v P1Q-2006, ktoré by mohli zrýchlíť rast miezd v roku 2006 o 0,3 percentuálneho bodu.

V roku 2007 bol do zvýšenia rastu nominálnych miezd premietnutý tak predpokladaný mzdový vývoj v roku 2006, ako aj pozitívne očakávania spojené s rastom ekonomiky a pokračujúcim prílevom zahraničných investícií. Určitý vplyv na rast miezd môže mať aj nesúlad medzi ponukou a dopytom po vybraných pracovných profesiách.

Priaznivý ekonomický vývoj v roku 2005, založený na kvalitatívnych zmenách charakterizovaných rastom produktivity práce a priaznivými hospodárskymi výsledkami,

<sup>3</sup> Produktivita práce v metodike ESA



vytvára predpoklady pre rýchlejšiu rast zamestnanosti v strednodobom výhľade rokov 2006 – 2008 v porovnaní s prognózou P1Q-2006.

Vývoj zamestnanosti by mal byť dôsledkom zvýšeného dopytu po práci najmä vplyvom akcelerácie investícií, ako aj priaznivo sa vyvíjajúceho exportu, v súvislosti s vyššou exportnou výkonnosťou priemyselných odvetví. Prorastový vplyv na zamestnanosť by mali mať aj investície v oblasti infraštruktúry, ako aj možnosť čerpania prostriedkov z európskych fondov, ktoré pomôžu k tvorbe pracovných miest v stavebníctve a vzhľadom na jeho multiplikačné efekty aj v iných odvetviach. V roku 2008 by rast zamestnanosti mali podporiť aj ďalšie investície do automobilového priemyslu a nadväzujúcich odvetví.

Vývoj na trhu práce bude ovplyvňovať aj ponuka práce. Oproti P1Q-2006 by mal byť počet ekonomicky aktívneho obyvateľstva vyšší, najmä v dôsledku rastu počtu pracujúcich. Táto okolnosť by sa mala prejavovať aj vo vyššej miere participácie oproti predpokladom predchádzajúcej strednodobej prognózy.

Bežný účet platobnej bilancie dosiahol v roku 2005 deficit vo výške 126,1 mld. Sk, pričom medziročne vzrástol o viac ako 80 mld. Sk. Vyššie, ako očakávané, medziročné prehlbenie salda bolo zapríčinené vývojom deficitu bežného účtu koncom roka. V porovnaní s predikciou P1Q-2006 mal na zhoršení deficitu bežného účtu najväčší podiel vyšší deficit obchodnej bilancie a vyššie platby dividend zahraničným investorom prehlbujúce deficit bilancie výnosov ako aj, v porovnaní s očakávaniami, nižší dosiahnutý prebytok bilancie bežných transferov a bilancie služieb. Uvedený vývoj v roku 2005 bol východiskom pre zmeny predikcie položiek bežného účtu platobnej bilancie v ďalších rokoch.

Prognóza vývoja zahraničného obchodu na roky 2006 až 2008 zohľadňuje vývoj obchodnej bilancie koncom roku 2005, ako aj doterajší vývoj v roku 2006. Na strane vývozu došlo v posledných dvoch mesiacoch roku 2005 k zrýchleniu medziročného tempa rastu, pričom tento trend pokračuje aj začiatkom tohto roku. Táto skutočnosť je premietnutá do nárastu objemu vývozu v ďalších rokoch. Vzhľadom na to, že koncom roka 2005 pretrvávalo zlepšovanie exportnej výkonnosti väčšieho počtu malých podnikov, je táto skutočnosť premietnutá v raste vývozu všetkých skupín tovarov. Vyšší vývoz sa premietol do nárastu dovozu polotovarov. Na základe najnovších informácií bola upravená dovozná náročnosť novoprichádzajúcich automobiliek PSA a KIA, čo viedlo k dodatočnému navýšeniu dovozu v porovnaní s januárovou predikciou. Táto skutočnosť ovplyvnila najmä úroveň dovozu v rokoch 2007 a 2008 (keďže v roku 2006 sa očakáva iba začiatok produkcie oboch automobiliek). Prehlbenie salda zahraničného obchodu v roku 2008 oproti predchádzajúcemu roku bolo zapríčinené zahrnutím investičných dovozov na výstavbu nového závodu automobilky PSA, čo predikcia P1Q-2006 neobsahovala.

Celkový prírastok vývozu vyplývajúci z vyššej exportnej výkonnosti ekonomiky je prevýšený prírastkom dovozu, vzhľadom na vyššiu dovoznú náročnosť ekonomiky a v roku 2008 aj novými investíciami automobilky PSA. Negatívny vplyv uvedených zmien na obchodnú bilanciu je zosilnený najnovšími odhadmi cien ropy, ktoré sú vyššie ako v predchádzajúcej predikcii, čím tiež prehlbujú deficit zahraničného obchodu. Celkovo dochádza v predikcii obchodnej bilancie k prehlbeniu salda v roku 2006 o viac ako 10 mld. Sk, v roku 2007 o viac ako 14 mld. Sk a v roku 2008 o viac ako 22 mld. Sk.

Vývoj bilancie služieb koncom roku 2005, keď dochádzalo k zhoršovaniu vývoja položky „iné služby celkom“, bol hlavnou príčinou nižšieho odhadu (o 1,5 mld. Sk) prebytku bilancie

služieb v roku 2006, v porovnaní s predchádzajúcou predikciou. Naopak v strednodobom horizonte bol prehodnotený odhad vývoja bilancie služieb cestovného ruchu, čo viedlo k mierne vyššiemu prebytku v roku 2008.

Prognóza celkového deficitu bilancie výnosov bola v porovnaní s januárovou predikciou zmenená najmä vplyvom prehodnotenia vyplácaných dividend a čiastočne tiež vyšším odhadom reinvestovaného zisku. Celkové zhoršenie deficitu bilancie výnosov predstavuje približne 20 mld. Sk ročne počas celého odhadovaného horizontu a je výsledkom doterajšieho vývoja v roku 2005, ako aj najnovších údajov získaných z ročného výkazu o priamych zahraničných investíciách. Časť prehĺbeného deficitu týkajúca sa reinvestovaného zisku má protipoložku vo finančnom účte platobnej bilancie a nespôsobuje prehlbovanie externej rovnováhy, ani tlak na vývoj výmenného kurzu.

V najnovších odhadoch došlo k zvýšeniu prebytku bilancie transferov v rokoch 2006 - 2008 o 5 až 7 mld. Sk. Rizikom pre očakávaný prebytok bilancie transferov môže byť výška čerpania prostriedkov z EÚ, ktoré pri pevných realizovaných platbách do rozpočtu EÚ môžu ovplyvniť dosiahnuté saldo bežných transferov (podobne ako v roku 2005).

Zmeny odhadov jednotlivých položiek bežného účtu viedli k prehĺbeniu jeho deficitu o 22 – 25 mld. Sk. Deficit bežného účtu platobnej bilancie bude v súlade s predchádzajúcou predikciou v priebehu rokov 2006 – 2008 klesať, avšak jeho podiel na HDP bude vyšší o 1,5 až 1,7 p. b.

V súlade s nenaplnenými očakávaniami v oblasti prílevu PZI v roku 2005 bol prílev majetkového kapitálu (bez privatizácie) znížený aj v roku 2006 a v menšej miere aj v ďalších rokoch. V predikcii bol tiež prehodnotený rozsah prílevu privatizačných zdrojov v roku 2006, keďže na základe uznesenia vlády došlo v predvolebnom období k zastaveniu privatizácie. Na základe tejto skutočnosti sa predpokladá, že časť privatizačných rozhodnutí, pôvodne naplánovaných na rok 2006, sa zrealizuje až v priebehu roku 2007. Nižší prílev PZI vo forme majetkovej účasti je čiastočne kompenzovaný vyšším odhadom reinvestovaného zisku. Celkový prílev PZI je v porovnaní s predchádzajúcimi odhadmi (z P4Q-2005) v roku 2006 nižší, čo je čiastočne vykompenzované mierne vyšším prílevom v roku 2007 (presun príjmov z privatizácie) a v roku 2008.

V porovnaní s predpokladmi NBS vyšší rast fixných investícií technologického a infraštruktúrneho charakteru v roku 2005 nesúvisel iba s pôvodne uvažovaným zvýšeným investovaním v odvetví výroby dopravných prostriedkov, nakoľko investičná činnosť akcelerovala v širšom spektre odvetví. Táto skutočnosť indikuje zvyšovanie produkčných možností a výkonnosti ekonomiky v roku 2006 i v nasledujúcich rokoch. Na základe skúseností z predchádzajúceho vývoja je možné očakávať zvyšovanie vplyvu tvorby hrubého kapitálu na rast HDP, pričom očakávané vyššie dovozy technologického charakteru sa premietnu do nárastu fixných investícií, resp. najprv do stavu zásob.

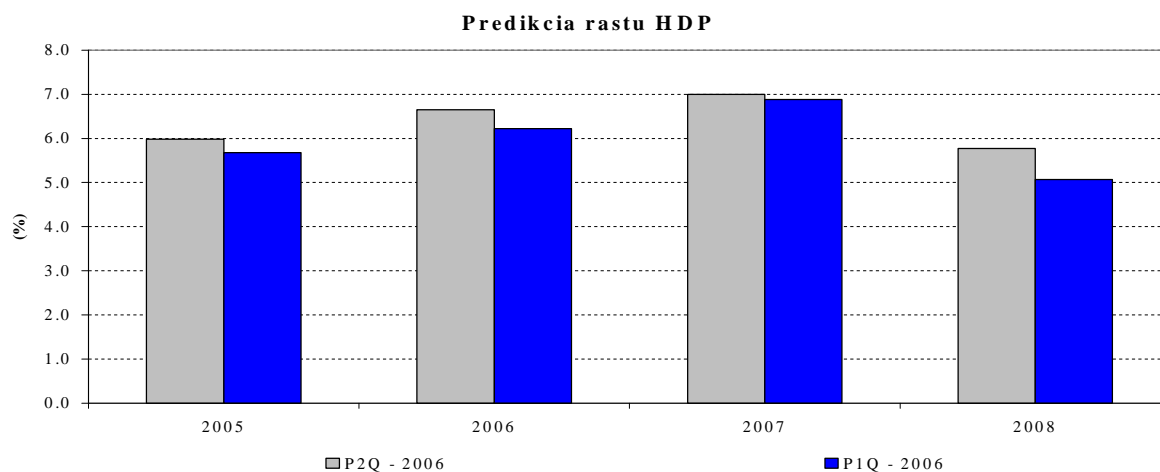
Vývoj konečnej spotreby domácností bude na jednej strane tlmený mierne nižším rastom reálnych miezd, vplyvom vyššej očakávanej miery inflácie, na druhej strane bude stimulovaný vyšším rastom zamestnanosti. Prognóza predpokladá, že podiel konečnej spotreby domácností na celkovom objeme HDP sa v roku 2006 mierne zníži z 50,3 na 49,7% v stálych cenách. Nenaplnenie tohto predpokladu by znamenalo dosahovanie vyšších reálnych rastov ekonomiky v porovnaní s prognózou.

V súvislosti s naplnením očakávaní NBS týkajúcich sa vývoja konečnej spotreby verejnej správy v roku 2005 a po zohľadnení efektu volebného cyklu sa nepredpokladá zmiernenie dynamiky verejnej spotreby v roku 2006. V porovnaní s januárovou predikciou reálny rast verejných výdavkov preto ostáva na nezmenenej úrovni.

Rast exportnej výkonnosti i vyššie objemy dovozov výrobkov a služieb prostredníctvom vyšších nepriamych daní môžu pozitívne ovplyvňovať dynamiku rastu HDP v roku 2006. Prognóza P2Q-2006 očakáva odlišný vývoj čistého exportu v jednotlivých štvrtrokoch. Kým jeho zhoršenie v 1. štvrtroku 2006 v porovnaní s januárovou strednodobou predikciou by malo byť premietnuté do nárastu hrubého kapitálu, očakávané zlepšenie bilancie výrobkov a služieb v 4. štvrtroku súvisí s predpokladaným nábehom výroby PSA s pozitívnym vplyvom na rast HDP.

Okrem prorastového vplyvu automobilového priemyslu vplyv investičnej aktivity z predchádzajúceho obdobia sa pravdepodobne prejaví vo zvýšenej tvorbe pridanej hodnoty aj v ostatných odvetviach ekonomiky, ktorá by mala slúžiť na uspokojovanie vyššieho domáceho i zahraničného dopytu. V rámci domáceho dopytu NBS v porovnaní s januárovou prognózou P1Q-2006 očakáva mierne rýchlejšiu rast konečnej spotreby domácností vplyvom rýchlejšieho rastu zamestnanosti i reálnych miezd. Okrem prorastového pôsobenia spotrebných výdavkov je možné očakávať pokračovanie rastu fixných investícií, predovšetkým infraštruktúrneho charakteru (finančná perspektíva), ktoré budú stimulovať ekonomický rast aj v ďalšom období.

Vývojové trendy jednotlivých komponentov HDP v strednodobom horizonte ostávajú v porovnaní s P1Q-2006 takmer nezmenené. V súvislosti so zvýšenou investičnou aktivitou v predchádzajúcich rokoch je možné očakávať rozšírenie kapacitných možností domácej ekonomiky s následným stimulujúcim efektom na domáci dopyt i celkový ekonomický rast. V rámci domáceho dopytu sa predpokladá kladný príspevok konečnej spotreby domácností, verejnej správy a predovšetkým tvorby hrubého fixného kapitálu, ktorá bude i naďalej významným faktorom rastu.



V roku 2007 NBS predpokladá akceleráciu reálneho rastu HDP na úroveň 7%, k čomu bude prispievať najmä kumulácia efektu nábehu výroby v automobilovom priemysle. V súvislosti s nábehom nových výrobných prostriedkov je možné očakávať pokles stavu zásob, ktoré by mali tmiť dynamiku celkového rastu HDP, keď ich určitá časť bude alokovaná do výrobného procesu vo forme medzispotreby s následným zvýšením pridanej hodnoty určenej

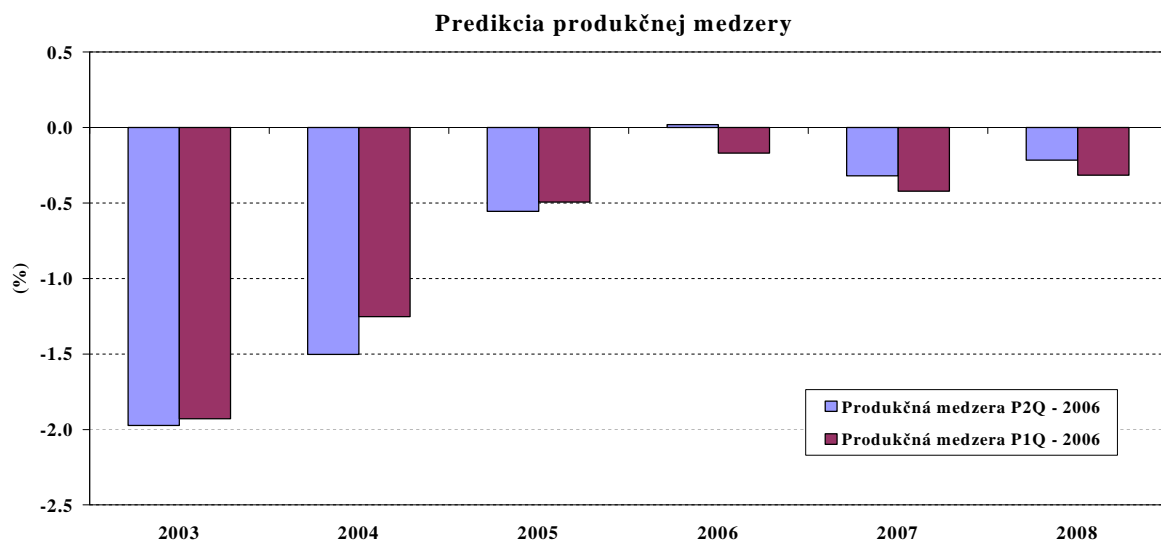
na export. Ďalšia časť zásob z rokov 2005-2006 sa pravdepodobne preklasifikuje na prírastok tvorby hrubého fixného kapitálu.

V roku 2008 je možné v porovnaní s predchádzajúcou predikciou očakávať vyššiu rast ekonomiky v súvislosti s ohlásenou dodatočnou investíciou PSA, čo sa na jednej strane čiastočne premietne do vyšších dovozov výrobkov a služieb, ale na druhej strane vyššia tvorba hrubého fixného kapitálu bude akcelerovať rast HDP, predovšetkým v 2. polroku 2008.

### Očakávaná revízia národných účtov

Na základe informácií ŠÚ SR je v priebehu 2. štvrťroka 2006 možné očakávať revíziu údajov národných účtov. Predmetom revízie HDP bude zmena bázičného obdobia (z roku 1995 na rok 2000), reťazenie indexov i alokácia produkcie nepriamo meraných služieb finančného sprostredkovania (FISIM) do príslušných odvetví, v ktorých sa vytvára, s následným vplyvom i na stránke použitia HDP. Podľa vyjadrení predstaviteľov ŠÚ SR tieto zmeny neovplyvnia výraznejším spôsobom dynamiku reálneho rastu HDP v jednotlivých rokoch, avšak zmeny komponentov HDP budú zásadnejšieho charakteru. Aktuálna predikcia (P2Q-2006) bola pripravovaná na základe pôvodných a zatiaľ jediných dostupných údajov. Vývoj jednotlivých komponentov vychádzal z väzieb, ktoré boli identifikované na časovom rade 1995-2005, v cenách roku 1995. Revízia údajov, v závislosti od rozsahu zmien, môže v budúcnosti ovplyvniť konkrétne hodnoty prognózovaných ukazovateľov.

Nastavenie menovej politiky v rokoch 2006 a 2007 bude naďalej zamerané na eliminovanie existujúcich rizík vo vývoji inflácie, ktoré sa v porovnaní s P1Q-2006 zvyšujú. Očakávané uzavretie produkčnej medzery spolu s vyššou infláciou v roku 2006 tak potvrdzujú predpoklady z predchádzajúcej strednodobej predikcie o nutnosti postupného sprísňovania menových podmienok. Reštriktívny charakter menovej politiky by mal zabrániť vzniku nežiaducich dopytových tlakov a v priebehu roka 2006 zabezpečiť obrat vo vývoji cyklickej zložky ekonomiky. Predpokladá sa, že ekonomika bude v roku 2006 produkovať na úrovni svojich produkčných možností. Jednoznačný záväzok splnenia inflačného cieľa si prostredníctvom menovej politiky môže vyžadovať opätovne mierne otvorenie zápornej produkčnej medzery v rokoch 2007 a 2008.



## Tabuľková príloha

### Strednodobá predikcia (P2Q-2006) základných makroekonomických ukazovateľov

Ukazovateľ	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
	Skutočnosť	Predikcia			Rozdiel oproti P1Q-2006			
<b>Ceny (medziročná dynamika)</b>								
Inflácia meraná HICP (koniec roka)	3.9	3.7	2.0	2.1	-	0.9	0.0	0.1
Inflácia meraná HICP (priemer)	2.8	4.1	2.0	2.0	-	0.5	0.1	0.0
Inflácia meraná CPI (koniec roka)	3.7	3.9	1.9	2.1	-	1.4	0.0	0.1
Inflácia meraná CPI (priemer)	2.7	4.2	2.0	2.0	-	1.1	0.1	0.0
Ceny priemyselných výrobcov (priemer)	4.7	6.5	2.2	1.6	0.1	4.1	0.8	0.3
<b>HDP (medziročná dynamika, ak nie je uvedené inak)</b>								
HDP nominálny (mld. Sk)	1439.8	1582.8	1722.7	1854.6	-	-	-	-
HDP nominálny	8.6	9.9	8.8	7.7	-0.1	1.0	0.1	0.8
HDP reálny	6.0	6.6	7.0	5.8	0.3	0.4	0.1	0.7
Domáci dopyt	7.3	4.8	2.4	5.2	1.8	-0.4	0.4	0.4
Konečná spotreba domácností	5.8	5.4	5.5	5.3	0.1	0.1	0.3	0.2
Konečná spotreba verejnej správy	2.0	3.2	2.4	2.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
Konečná spotreba nezisk. inštitúcií	3.2	5.0	5.0	5.0	-0.6	0.0	0.0	0.0
Tvorb. hrubého fixného kapitálu	12.4	9.9	5.9	8.0	1.7	1.0	0.4	2.5
Vývoz tovarov a služieb	10.9	12.7	15.5	10.1	1.4	-0.7	0.3	1.2
Dovoz tovarov a služieb	11.2	11.3	11.2	9.8	3.0	-1.5	0.2	0.9
<b>Trh práce</b>								
Priemerná mesačná mzda nominálna (medziročná dynamika)	9.2	7.8	6.5	6.0	0.2	0.8	0.5	0.1
Priemerná mesačná mzda reálna (medziročná dynamika)	6.3	3.5	4.4	3.9	0.2	-0.3	0.4	0.1
Zamestnanosť podľa VZPS (medziročná dynamika)	2.1	1.4	1.2	1.0	0.4	0.5	0.4	0.3
Zamestnanosť podľa štat. výkazníctva (medziročná dynamika)	2.2	1.4	1.2	1.0	0.4	0.5	0.3	0.3
Miera nezamestnanosti podľa VZPS (%)	16.2	15.6	15.3	14.9	-0.2	-0.3	-0.5	-0.6
Produktivita práce (HDP s.c./zamestnanosť) (medziročná dynamika)	3.7	5.1	5.7	4.8	-0.1	-0.2	-0.2	0.4
<b>Platebná bilancia</b>								
Otvorenosť ekonomiky (% HDP)	161.6	164.1	167.0	167.6	3.6	3.0	3.6	3.4
Obchodná bilancia (mld. Sk)	-76.0	-77.3	-37.5	-42.5	-21.0	-10.5	-14.6	-22.1
Obchodná bilancia (% HDP)	-5.3	-4.9	-2.2	-2.3	-1.5	-0.6	-0.9	-1.2
Bilancia služieb (mld. Sk)	9.9	12.4	15.0	17.0	-2.9	-1.5	0.0	1.0
Bilancia služieb (% HDP)	0.7	0.8	0.9	0.9	-0.2	-0.1	0.0	0.0
Bežný účet (mld. Sk)	-126.1	-112.6	-69.8	-73.7	-47.1	-24.5	-25.8	-31.8
Bežný účet (% HDP)	-8.8	-7.1	-4.1	-4.0	-3.3	-1.5	-1.5	-1.7
Bežný a kapitálový účet (mld. Sk)	-126.7	-107.6	-64.3	-68.5	-53.7	-26.5	-27.3	-32.6
Bežný a kapitálový účet (% HDP)	-8.8	-6.8	-3.7	-3.7	-3.7	-1.6	-1.5	-1.7

Ukazovateľ	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
	Skutočnosť	Predikcia			Rozdiel oproti P4Q-2005			
<b>Trh práce</b>								
Kompenzácie na zamestnanca (ESA 95, b.c., medz. dynamika)	8.2	7.4	6.4	6.0	0.1	1.0	0.4	0.0
Hrubý disponibil. dôchodok domácností reálny (medz. dynamika)	5.5	4.6	5.0	4.6	0.0	0.1	0.3	0.3
Miera úspor domácností (% z disponibilného dôchodku)	6.9	7.2	6.9	6.6	0.5	1.0	0.9	0.6
Zamestnanosť podľa ESA 95 (medziročná dynamika)	1.4	0.9	0.8	0.7	0.3	0.3	0.1	0.3
Produktivita práce ESA 95 (HDP s.c./zamestnanosť ESA 95) (medz. dynamika)	4.6	5.6	6.1	5.1	0.7	0.8	0.2	0.6
ULC (kompen. na zamestnanca v b.c./prod. práce ESA 95 v s.c.) (medz. dynamika)	3.5	1.7	0.3	0.8	-0.5	0.2	0.1	-0.6
<b>Platebná bilancia</b>								
Bilancia výnosov a bežných transferov (mld. Sk)	-60.1	-47.7	-47.3	-48.2	-23.3	-12.5	-11.2	-10.7
Bilancia výnosov a bežných transferov (% HDP)	-4.2	-3.0	-2.7	-2.6	-1.6	-0.7	-0.5	-0.5
Prílev PZI (mld. Sk)	54.6	108.5	95.0	82.5	-40.4	-22.0	9.6	0.9
Prílev PZI (% HDP)	3.8	6.9	5.5	4.4	-2.9	-1.6	0.3	-0.2
Portfoliové investície (mld. Sk)	-31.4	3.0	-1.0	-3.0	-41.0	-2.5	7.4	13.2
Portfoliové investície (% HDP)	-2.2	0.2	-0.1	-0.2	-2.9	-0.2	0.4	0.7
Ostatné dlhodobé investície (mld. Sk)	-6.9	45.2	38.6	37.4	22.8	19.8	4.1	3.7
Ostatné krátkodobé investície (mld. Sk)	160.9	25.4	5.6	15.7	46.6	21.1	26.5	23.8
Finančný účet (mld. Sk)	177.2	182.1	138.2	132.6	-12.0	16.4	47.6	41.6
Finančný účet (% HDP)	12.3	11.5	8.0	7.2	-1.0	0.7	2.5	2.0

