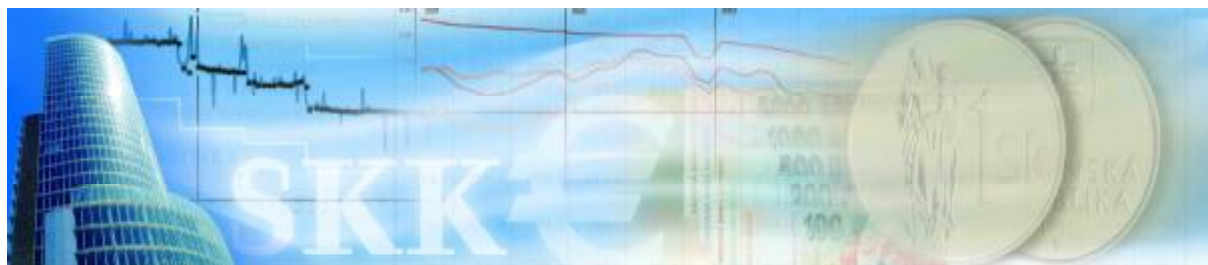




NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

# STREDNODOBÁ PREDIKCIA (P4Q - 2006)

Október 2006



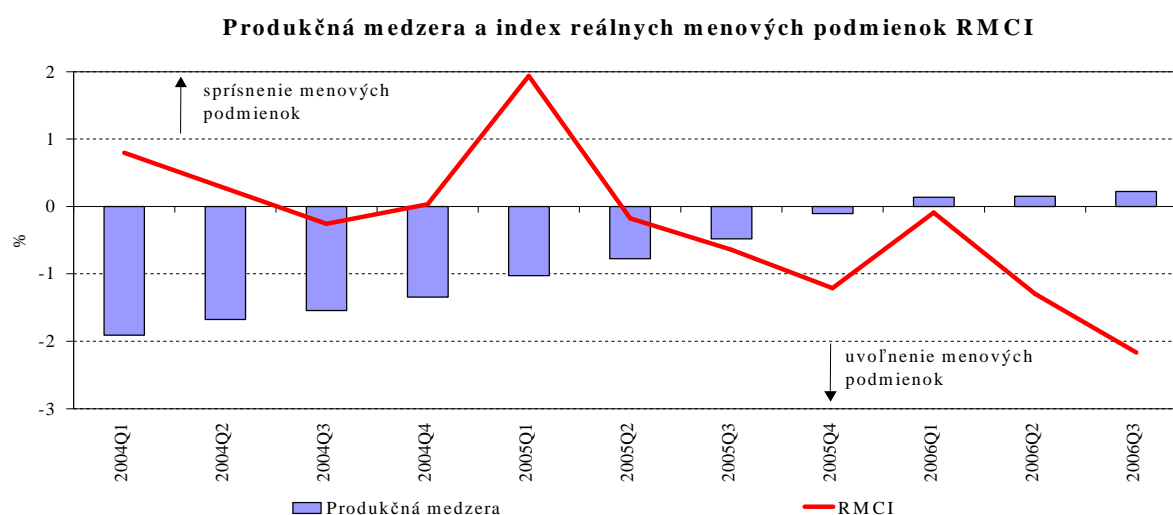
## Rovnovážne premenné, vývoj potenciálu ekonomiky

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 júlovou predikciou P3Q-2006 nedošlo k zásadným zmenám, ktoré by viedli k prehodnoteniu dlhodobých trendov kľúčových makroekonomických ukazovateľov.

V dôsledku pokračovania investičných aktivít predikcia naďalej zachováva predpoklad postupného zvyšovania produkčných schopností ekonomiky, čo by sa malo prejavíť zrýchľujúcim sa rastom potenciálu ekonomiky v roku 2007. Rovnako pretrváva priestor pre dlhodobú rovnovážnu reálnu apreciáciu výmenného kurzu, ktorá zodpovedá charakteru konvergujúcej ekonomiky. Vo vývoji rovnovážnych reálnych sadzieb nedochádza k zmene.

## 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) v 3. štvrtroku 2006 naďalej pretrváva uvoľnené nastavenie celkových menových podmienok pri protichodnom vývoji jeho jednotlivých zložiek. Predpokladané uvoľnenie kurzovej zložky je výsledkom vývoja nominálneho kurzu SKK/EUR, ktorého priemerná úroveň v 3. štvrtroku 2006 bola o 0,4 percentuálneho bodu slabšia v porovnaní s 2. štvrtkom 2006. Naopak, vývoj reálnych sadzieb bol ovplyvnený zvýšením nominálnych sadzieb NBS (o 0,5 percentuálneho bodu s účinnosťou od 26.7.2006 a o 0,25 percentuálneho bodu s účinnosťou od 27.9.2006). Reálne sadzby sa tak v 3. štvrtroku 2006 dostali mierne nad predpokladanú rovnovážnu úroveň. Tým by mali čiastočne kompenzovať uvoľnenosť menových podmienok a tak pôsobiť proti nadmernému rastu domáceho dopytu.



Odhad cyklickej zložky HDP sa v porovnaní s júlovou predikciou nezmenil. Na základe zverejnených údajov o raste ekonomiky v 2. štvrtroku 2006, ako aj predikcie na 3. štvrtrok 2006, možno skonštatovať, že ekonomika zostáva v mierne kladnej produkčnej medzere

<sup>1</sup> Východisková pozícia ekonomiky predstavuje jej stav v 3. štvrtroku 2006 (na základe odhadu rastu HDP), od ktorého sa odvíja tak krátkodobá, ako aj strednodobá prognóza.

(0,2%). Okrem domácej ekonomiky je jedným z akcelerujúcich faktorov rastu HDP aj postupne sa zvyšujúci zahraničný dopyt.

Dynamika reálneho rastu hrubého domáceho produktu (HDP) v 2. štvrťroku 2006 dosiahla 6,7% v stálych cenách, čím mierne predstihla očakávania predikcie P3Q-2006. Medziročné zrýchlenie dynamiky reálneho rastu ekonomiky (o 1,3 percentuálneho bodu) bolo spôsobené prorastovým pôsobením všetkých jeho zložiek.

V rámci domáceho dopytu vzrástla predovšetkým konečná spotreba verejnej správy vplyvom nárastu miezd i zamestnanosti, ale aj v súvislosti s rozsiahlejšími nákupmi tovarov a služieb od podnikateľských subjektov. V 2. štvrťroku 2006 naďalej pokračoval vysoký rast investícií v jednotlivých sektoroch ekonomiky, aj keď nedosiahol dynamiku spreď roka. Investičná aktivita jednotlivých subjektov bola pomerne rovnomerne rozložená v rámci spektra odvetví. Podnikateľské subjekty pritom alokovali svoje investičné prostriedky do nákupu nových fixných aktív, čo indikuje zvyšovanie produktivity investícií a následne výkonnosti ekonomiky aj v budúcnosti.

Na základe mesačných indikátorov za vybrané odvetvia je možné predpokladať pokračovanie dynamickej ekonomickej aktivity aj v 3. štvrťroku 2006. Z hľadiska štruktúry najvýznamnejším faktorom rastu HDP bude pravdepodobne naďalej domáci dopyt, v rámci ktorého by mali prorastovo pôsobiť všetky jeho zložky. Reálny rast ekonomiky, popri domácom dopyte, by mal stimulovať aj rozvíjajúci sa zahraničný dopyt, ktorého vplyv by sa mal v nasledujúcom období zosilňovať.

Bežný účet platobnej bilancie dosiahol v prvom polroku 2006 deficit vo výške 61,9 mld. Sk, keď medziročne vzrástol o viac ako 11,4 mld. Sk. Medziročné prehĺbenie deficitu bolo v súlade s očakávaniami NBS, pričom bolo zapríčinené najmä rastom deficitu obchodnej bilancie. Napriek tomu, že saldo obchodnej bilancie sa neodchyľovalo od predchádzajúcej prognózy, zrýchľovanie medziročnej dynamiky vývozu a dovozu sa prejavilo vo vyšších ako očakávaných hodnotách vývozu a dovozu.

Rast nominálnej i reálnej mzdy bol v 2. štvrťroku 2006 rýchlejší než boli očakávania NBS v júlovej predikcii. Rýchlejší medziročný rast priemernej nominálnej mzdy v 2. štvrťroku 2006 oproti predpokladom P3Q-2006 bol ovplyvnený predovšetkým vyšším rastom miezd v priemyselnej výrobe a vo verejnej správe, obrane a sociálnom zabezpečení. Riziko vyššieho rastu miezd v priemyselnej výrobe z predchádzajúcej predikcie tak bolo naplnené.

Dynamický rast miezd by mal pokračovať aj v 3. štvrťroku 2006, čo naznačujú aj predbežné údaje o vývoji miezd vo vybraných odvetviach v júli a auguste. Ich dynamika by však mala byť v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom mierne nižšia, predovšetkým v súvislosti s očakávaným miernejším rastom miezd vo verejných službách (vplyv volebného cyklu, s ktorým zvyčajne súvisí snaha novej vlády obmedzovať výdavky na mzdy na začiatku jej funkčného obdobia).

Rast reálnej mzdy v 3. štvrťroku by sa mal oproti predchádzajúcemu štvrťroku spomaliť vplyvom pomalšieho rastu nominálnych miezd a vyššej priemernej miery inflácie.

Zamestnanosť dosiahla v 2. štvrťroku 2006 dynamický rast, ktorý podľa štatistického výkazníctva predstavoval 2,3%, čo bolo mierne rýchlejšie tempo rastu v porovnaní s predpokladmi v P3Q-2006. Medziročný rast zamestnanosti podľa výberového zisťovania

pracovních síl (VZPS) dosiahol 4,5%, dvojnásobne rýchlejšie tempo ako pred rokom, predovšetkým v dôsledku výrazného nárastu počtu osôb pracujúcich v zahraničí.

Na základe predbežných údajov o vývoji zamestnanosti vo vybraných odvetviach možno predpokladať, že rast zamestnanosti podľa štatistického výkazníctva bude v 3. štvrťroku 2006 pokračovať mierne rýchlejším tempom ako v predchádzajúcom štvrťroku. Vývoj zamestnanosti podľa VZPS by mal byť v 3. štvrťroku naďalej dynamický.

V treťom štvrťroku dochádzalo naďalej k zrýchľovaniu medziročného tempa rastu spotrebiteľských cien, meraných harmonizovaným indexom (HICP), zo 4,6% v 2. štvrťroku na 4,8% v 3. štvrťroku, čo súviselo s vývojom medziročnej dynamiky cien tovarov, ako aj cien služieb. V rámci cien tovarov sa oproti predchádzajúcemu štvrťroku zrýchlilo tempo medziročného rastu cien priemyselných tovarov bez energií a cien spracovaných potravín. Prejavili sa tu predovšetkým administratívne zásahy, keď od júla došlo k výraznému nárastu regulovaných cien farmaceutických výrobkov. Sektor regulovaných cien naďalej zostáva najdynamickejším subagregátom vo vývoji spotrebiteľských cien, keď jeho príspevok k celkovej miere inflácie predstavoval 3,0 percentuálneho bodu. Od júla sa v cenách cigariet, po vyčerpaní starých zásob, začali prejavovať vyššie sadzby spotrebných daní.

V porovnaní s predchádzajúcou predikciou P3Q-2006 bola úroveň inflácie v 3. štvrťroku 2006 mierne nižšia. Dôvodom je predovšetkým pomalší ako očakávaný vývoj cien služieb, keď s výnimkou cien služieb v doprave všetky ostatné skupiny zaznamenali oproti predpokladom NBS pomalšie tempo rastu. Podobne ceny potravín na medziročnej báze rástli pomalšie v dôsledku nižšieho ako očakávaného rastu cien spracovaných potravín, čo súviselo aj s nižším príspevkom zmien nepriamych daní v cigaretách v porovnaní s predpokladmi NBS o 0,1 percentuálneho bodu. Ostatné skupiny základnej štruktúry HICP (priemyselné tovary bez energií, energie, nespracované potraviny) rástli na medziročnej báze v 3. štvrťroku oproti očakávaniam výraznejšie.

## **Strednodobá predikcia**

### **Vstupné exogénne ukazovatele**

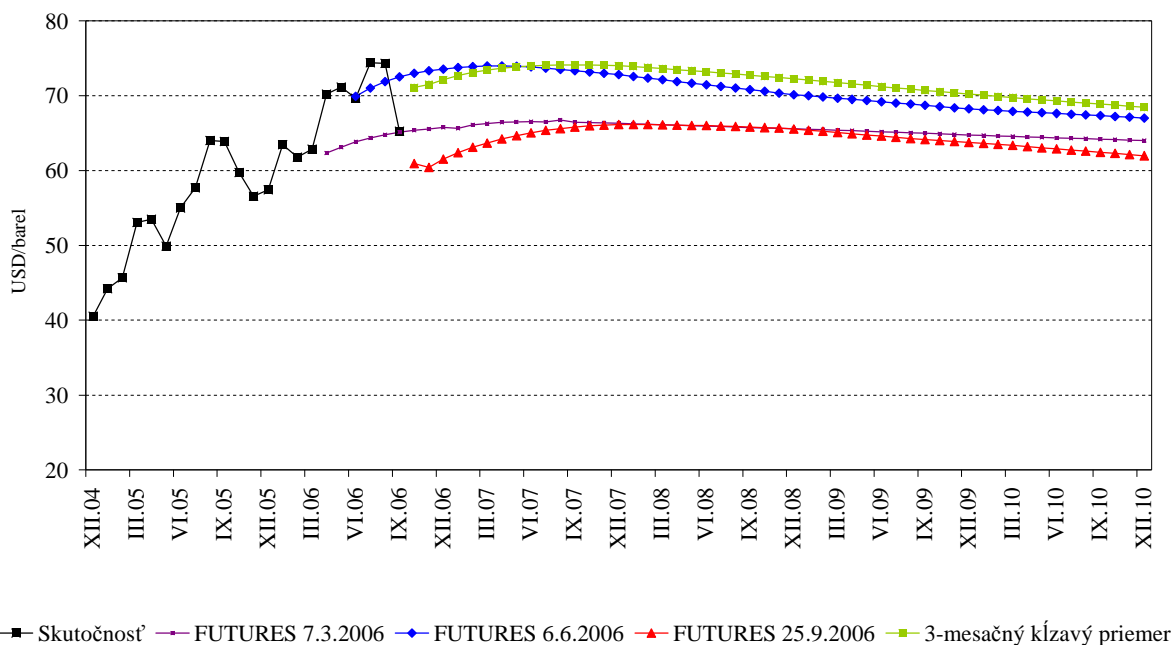
Predikcia za oblasť exogénnych ukazovateľov vychádzala zo septembrovej publikácie Consensus Forecasts (CF)<sup>2</sup>. Očakávaný vývoj cien ropy je založený na cenách futures z 25. septembra 2006.

V porovnaní s predpokladmi vývoja externého prostredia z P3Q-2006 došlo k zmenám hlavne v očakávanom vývoji cien ropy, keď došlo k výraznému spomaleniu ich dynamiky. Priemerná cena ropy v roku 2006 by mala dosiahnuť 66,7 USD/barel a v roku 2007 by mala poklesnúť na 64,5 USD/barel. Očakávaný vývoj krížového kurzu USD/EUR naznačuje mierne slabšiu úroveň USD voči EUR v porovnaní s predchádzajúcou predikciou.

---

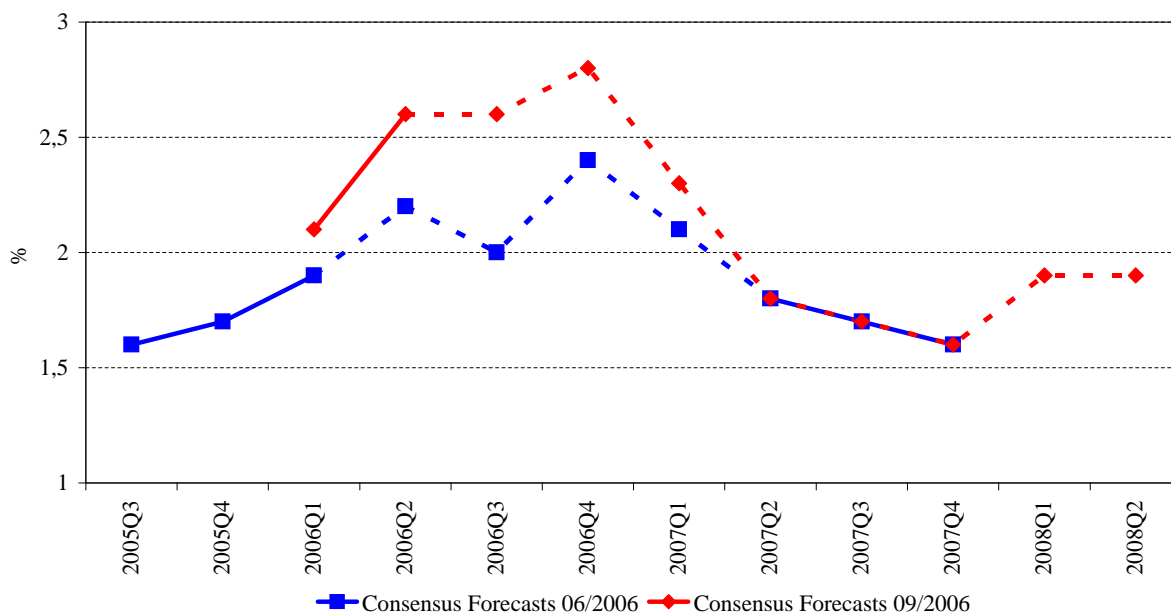
<sup>2</sup> Prieskum predikcií ekonomických a finančných medzinárodných inštitúcií, z ktorých je vypočítavaná priemerná hodnota. Týmto spôsobom sa zabezpečuje čo najobjektívnejšie odhadnutie vývoja potrebných ukazovateľov za zahraničný sektor. Vzhľadom na priebeh a harmonogram predikcií v NBS boli hodnoty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

### Očakávaná cena ropy



Ekonomický rast eurozóny v 2. štvrtroku 2006 na úrovni 2,6% zaznamenal v porovnaní s očakávaniami z minulej predikcie o 0,4 percentuálneho bodu vyššiu dynamiku. V porovnaní s CF z júna 2006 sú očakávania ekonomického rastu v roku 2006 približne o 0,4 percentuálneho bodu vyššie. Zostáva však zachovaný predpoklad spomalenia ekonomickej aktivity eurozóny v roku 2007.

### Prognóza rastu HDP eurozóny podľa Consensus Forecasts



Predikcia vývoja inflácie v eurozóne podľa septembrového CF predpokladá oproti predchádzajúcej predikcii nevýrazné (0,1 percentuálneho bodu) zrýchlenie dynamiky inflácie

v roku 2006 i v roku 2007. Vplyvom možných inflačných tlakov, ako aj predikcie inflácie nad stanoveným cieľom ECB existuje predpoklad ďalšieho zvyšovania úrokových sadzieb.

	2006	2007
<b>Inflácia eurozóna rast v %</b>		
CF 06/06 (priemer roka)	2,2	2,1
CF 09/06 (priemer roka)	2,3	2,2
<b>HDP eurozóna rast v %</b>		
CF 06/06	2,1	1,8
CF 09/06	2,5	1,8
<b>Ceny ropy v USD/barel, resp. EUR/barel</b> (priemer za rok)		
7. jún 2006	69,6 / 55,6	73,6 / 56,6
25. september 2006	66,7 / 53,0	64,5 / 49,4
<b>Výmenný kurz USD/EUR</b> (koniec príslušného štvrťroka)		
CF 06/06	1,287 (3Q)	1,302 (2Q)
CF 09/06	1,302 (4Q)	1,31 (3Q)

V porovnaní s minulou predikciou výraznejšie oživenie ekonomického rastu eurozóny v roku 2006 by mohlo pôsobiť zo strany zahraničného dopytu stimulujúco na exportnú výkonnosť ekonomiky SR. Spomalenie rastu v eurozóne v roku 2007 by nemalo mať výraznejší dopad na slovenskú ekonomiku. Priaznivo by mal na cenový vývoj v SR pôsobiť predpoklad nižšieho rastu cien ropy.

### **Predikcia na roky 2006 až 2008**

Aktuálna strednodobá predikcia očakáva koncoročnú infláciu v roku 2006 na úrovni 4,1% (priemerná 4,4%), v roku 2007 na úrovni 2,6% (priemerná 2,8%) a jej spomalenie na 2,0% v roku 2008 (priemerná 2,1%). V porovnaní s predikciou P3Q-2006 sú hodnoty aktuálnej strednodobej predikcie inflácie v roku 2006 vyššie a v roku 2007 nižšie, pričom v roku 2008 by mohli spotrebiteľské ceny dosiahnuť rovnaké tempo rastu ako v P3Q-2006. Posun v predikcii k vyšším úrovniam oproti predchádzajúcej predikcii v roku 2006 je spôsobený rastom regulovaných cien energií v októbri a novembri (nárast cien tepla o 3% a plynu o 7% s príspevkom približne 0,5 percentuálneho bodu k celkovej inflácii).

Na spomalenie inflácie v roku 2007 by mal vplývať predovšetkým pomalší rast cien pohonných hmôt v dôsledku nižších cien ropy na svetových trhoch a futures na ropu Brent, nižší januárový rast regulovaných cien energií, ako aj zníženie DPH z 19% na 10% na lieky a zdravotnícke pomôcky od januára 2007. Aktuálna predikcia predpokladá zvýšenie regulovaných cien energií už v októbri a novembri a nižšie zvýšenie v januári, kým v P3Q-2006 NBS predpokladala zvýšenie regulovaných cien energií len od januára.

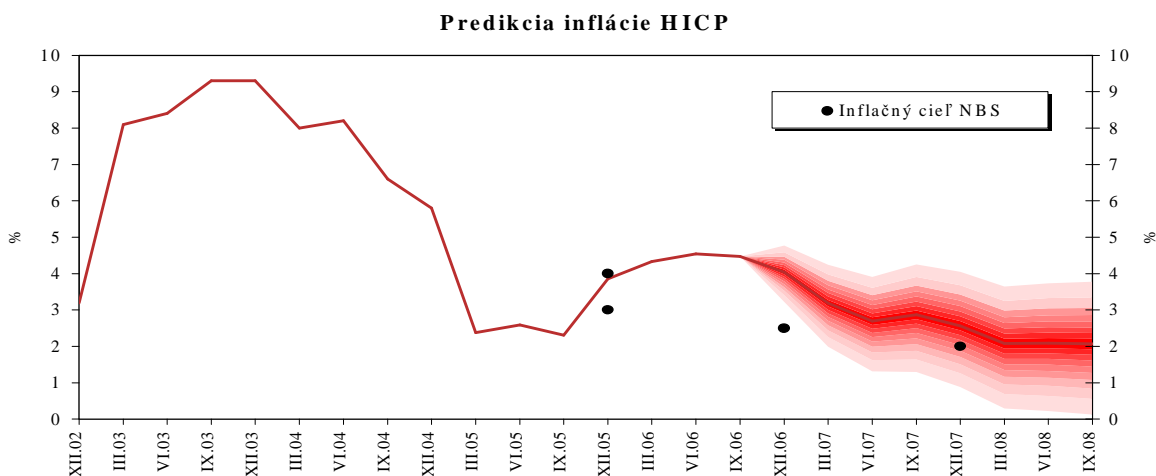
Regulované ceny energií by podľa predpokladov NBS mali v roku 2007 vzrásť približne o 4,4% s príspevkom približne 0,8 percentuálneho bodu, v roku 2008 sa predpokladá rast regulovaných cien energií o 2,4% s príspevkom k celkovej inflácii približne 0,4 percentuálneho bodu. V roku 2008 sa predpokladá zachovanie rovnakej dynamiky regulovaných cien energií ako v predchádzajúcej strednodobej predikcii, pretože vývoj regulovaných cien v tomto období je spojený so značnou neistotou vyplývajúcou tak z vývoja cien energetických komodít, ako aj z pripravovaných legislatívnych zmien v oblasti regulácie

sieťových odvetví. V súlade s európskymi predpismi by malo dôjsť k zavedeniu energetických daní (pre domácnosti plyn a uhlie 0,3 EUR za 1GJ, elektrická energia 1 EUR za 1MWh), od roku 2007 v polovičnej výške v rámci prechodného obdobia s predpokladaným dopadom na celkovú infláciu 0,1 percentuálneho bodu. Vzhľadom na to, že nie je jasné, kedy a v akej výške dôjde k zavedeniu týchto daní, v aktuálnej strednodobej predikcii sa s týmto vplyvom nepočíta. Celkovo regulované ceny (energie a ostatné regulované ceny) by sa podľa predpokladov NBS mali zvýšiť v priemere o 5,2% v roku 2007 a o 2,1% v roku 2008.

V rámci základnej štruktúry inflácie, meranej HICP, by malo tlmiačo pôsobiť nízkoinflačné prostredie v obchodovateľnom sektore, na ktoré bude vplyvať nízka dovezená inflácia a konkurenčné prostredie na maloobchodnom trhu.

V prvej polovici roku 2007 vzhľadom na súčasný vývoj cien agroproduktov na trhoch v krajinách EÚ, okolitých krajinách, ako aj na slovenskom trhu, sa aj naďalej predpokladá vysoké tempo rastu cien potravín. Celkovo je tak možné očakávať v roku 2007 vyššiu dynamiku cien potravín vplyvom rastu cien chleba a pekárenských výrobkov i cien zeleniny (predovšetkým cien zemiakov), čo je spojené so slabšou úrodou v roku 2006 a následne s vývojom cien poľnohospodárskych komodít na domácom, ako aj na zahraničných trhoch. Vplyv týchto faktorov by na medziročnej báze mal v cenách potravín pretrvávajúť aj v prvej polovici roku 2007 a ich predpokladaná dynamika by mala byť vyššia ako v predchádzajúcej predikcii. V druhom polroku 2007 by sa medziročný rast cien potravín mohol spomaľovať, ale mal by si udržiavať výraznejšie tempo ako v P3Q-2006. Tento trend (spomaľovanie medziročnej dynamiky, ale na vyšších úrovniach) by mal pokračovať aj v prvom polroku 2008, avšak v druhej polovici roka by sa malo medziročné tempo rastu cien potravín spomaliť na úroveň predchádzajúcej predikcie.

Ceny služieb by si mali v prvej polovici roku 2007 zachovať rast na úrovni posledného štvrtého roka 2006, keď na jednej strane by sa mala zrýchľovať dynamika služieb v doprave, rekreačných a osobných služieb a naopak, spomaliť by sa mal medziročný rast cien služieb spojených s bývaním a ostatných služieb. Na inflačný vývoj v roku 2007 by malo mať vplyv aj spomalenie dynamiky cien služieb v dôsledku ich pomalšieho skutočného vývoja oproti predchádzajúcej predikcii, čím sa znížil aj predpoklad o ich vývoji v nasledujúcom období. V cenách služieb by mali nákladové faktory pretrvávajúť aj naďalej, ale so spomaľovaním rastu cien energií, ktoré sa prejavujú ako sekundárny efekt, hlavne v cenách služieb spojených s bývaním, určujúcim faktorom rastu cien služieb v roku 2008 by sa mohli stať dopytové faktory. Ide tak o vyšší rast miezd v domácej časti ekonomiky, ako aj o dynamický vývoj zamestnanosti v zahraničí a z nej plynúci vyšší rast kompenzácií zamestnancov.



		2006	2007	2008
ÚHRN (HICP)	P2Q-2006	4,1	2,0	2,0
	P3Q-2006	4,4	2,9	2,0
	P4Q-2006	4,4	2,8	2,1

		2006	2007	2008
ÚHRN (HICP)	P2Q-2006	3,7	2,0	2,0
	P3Q-2006	3,9	2,8	2,0
	P4Q-2006	4,1	2,6	2,0

Strednodobá predikcia inflácie je spojená aj s rizikami, avšak vzhľadom na vývoj cien ropy sú riziká celkovo nižšie ako v predchádzajúcej strednodobej predikcii. Vývoj cien ropy a z toho vyplývajúce dopady na ceny pohonných hmôt a na regulované ceny energií môže posunúť trajektóriu inflácie na inú úroveň v porovnaní s aktuálnou predikciou. Rizikom smerom k nižším hodnotám inflácie môže byť aj fakt, že k úpravám regulovaných cien plynu od januára 2007 nedôjde. Neistotu v oblasti regulovaných cien zvyšujú pripravované legislatívne zmeny v oblasti regulácie sieťových odvetví.

Pretrvávajú riziká aj v cenách potravín, kde sa môžu prejavíť vyššie ceny energií, vplyv počasia, ako aj vývoj cien poľnohospodárskych komodít na európskom trhu.

Ďalším faktorom, ktorý môže ovplyvniť predikciu inflácie, je vývoj cien služieb, kde by sa mohli prejavíť sekundárne efekty zvyšovania regulovaných cien energií v inej ako predpokladanej miere, predovšetkým v cenách služieb spojených s bývaním.

Rizikom, ktoré môže ovplyvniť infláciu smerom nahor, je neistota kedy a v akom rozsahu dôjde k zavedeniu energetických daní a k zvýšeniu spotrebných daní z cigariet. V návrhu rozpočtu verejnej správy na roky 2007-2009 sa predpokladajú dodatočné príjmy zo zmien nepriamych daní na cigarety. V súčasnosti nie je jasné v akom rozsahu dôjde k zmenám spotrebných daní (ako sa zmení fixná aj percentuálna časť dane a aký to bude mať dopad na spotrebiteľské ceny). Na základe skúseností z minulosti sa miera neistoty zvyšuje aj z titulu možného efektu predzásobenia. Vzhľadom na tieto faktory aktuálna strednodobá predikcia zvýšenie spotrebných daní nezohľadňuje.

Vyšší rast miezd, rast zamestnanosti a kompenzácií zamestnancov v zahraničí môžu zvyšovať riziko na strane dopytu.

V predikcii P4Q-2006 v porovnaní s júlovou predikciou očakáva NBS mierne vyšší rast nominálnej mzdy v roku 2006. Vo svojich predpokladoch NBS vychádzala z vyššieho rastu nominálnych miezd v 1. polroku 2006 a zároveň z očakávanej tendencie pokračovania dynamického rastu miezd aj v ostatných štvrtrokoch tohto roka.

V rokoch 2007-2008 NBS predpokladá mierne vyšší rast nominálnych miezd oproti júlovej predikcii. Vo vyššom raste miezd bol premietnutý predpokladaný dopad z vyššieho rastu miezd z roku 2006. Tento môže následne ovplyvniť rast miezd v zamestnaniach, v ktorých je úprava viazaná na dynamiku rastu priemernej nominálnej mzdy v národnom hospodárstve v predchádzajúcom roku (prevažne vo verejných službách). Rast miezd vo verejnom sektore by mohol byť ovplyvnený aj opatreniami vlády, ktorých zámerom je podporovať rast miezd v odvetviach s nízkou mzdovou úrovňou, ako aj uskutočniť zmeny v zamestnanosti. Rast



nominálnej mzdy môže byť ovplyvnený aj výraznejším zvýšením minimálnej mzdy (oproti predchádzajúcim rokom) v októbri tohto roka vzhľadom na skutočnosť, že zamestnávateľia, ktorí nemajú odmeňovanie zamestnancov dohodnuté v kolektívnej zmluve, majú jednotlivé stupne náročnosti práce naviazané na minimálnu mzdu.

Rast reálnych miezd by mal byť v rokoch 2006-2008 oproti júlovým očakávaniam mierne rýchlejší vplyvom vyššieho rastu priemerných nominálnych miezd a v roku 2007 aj v súvislosti s nižšou očakávanou infláciou.

Rast reálnej produktivity práce by mal byť v rokoch 2006-2008, pri nezmenenom raste zamestnanosti a pri mierne vyššom raste reálneho HDP, v porovnaní s júlovou predikciou mierne rýchlejší. Aj napriek tomu, že v celom prognózovanom horizonte by mala reálna produktivita práce rásť rýchlejšie ako reálna mzda, oproti P3Q-2006 sa medzera medzi dynamikou rastu produktivity práce a miezd zužuje.

V prognóze vývoja zamestnanosti Národná banka Slovenska predpokladá, že dynamický rast zamestnanosti v 1. polroku 2006, spolu s predbežnými údajmi o vývoji zamestnanosti vo vybraných odvetviach v júli a auguste, vytvára predpoklady pre pokračujúci rast zamestnanosti (podľa štatistického výkazníctva) aj v posledných dvoch štvrťrokoch 2006, pričom za celý rok by mala zamestnanosť dosiahnuť približne rast na úrovni P3Q-2006.

Vývoj zamestnanosti sa oproti predchádzajúcej predikcii nemení ani v ďalších rokoch, najmä z dôvodu očakávaného rizika vplyvu minimálnej mzdy, ktorá sa výrazne zvýšila od októbra 2006. Národná banka Slovenska predpokladá, že tento faktor môže sťažovať vytváranie ďalších pracovných miest najmä v malých podnikoch a u živnostníkov. Dopyt po práci bude pravdepodobne ovplyvnený zvýšenými nákladmi na pracovnú silu, čo by sa mohlo následne v rokoch 2007 a 2008 prejaviť spomalením dynamiky rastu zamestnanosti. Tlmiacim faktorom by malo byť aj predpokladané znižovanie zamestnanosti v rozpočtových a príspevkových organizáciách, deklarované v návrhu rozpočtu verejnej správy na roky 2007-2009.

Rýchlejší rast v porovnaní s júlovou predikciou predpokladá NBS vo vývoji zamestnanosti podľa výberového zisťovania pracovných síl, kde by sa mal prejavíť dynamickejší rast počtu osôb pracujúcich v zahraničí. Predpokladá sa, že rast zamestnanosti v zahraničí bude ovplyvnený postupným otvorením ďalších pracovných trhov pre nové členské krajiny v rámci EÚ, nakoľko v máji 2006 úplne alebo čiastočne zrušili pracovné obmedzenia ďalšie členské krajiny. To prispeje k celkovému rastu zamestnanosti nielen v roku 2006, ale aj v roku 2007. V roku 2008 NBS predpokladá zmiernenie rastu celkovej zamestnanosti, najmä vplyvom vyššie uvedených dôvodov, pričom zamestnanosť v zahraničí by sa mala stabilizovať v súvislosti s pretrvávajúcimi prechodnými reštrikčnými opatreniami v ostatných členských krajinách EÚ.

Vývoj bežného účtu platobnej bilancie v prvom polroku 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 2006 až 2008 zohľadňuje doterajší vývoj obchodnej bilancie v roku 2006. Na strane vývozu pokračovalo v prvom polroku 2006 rýchle medziročné tempo rastu, pričom tento trend pokračuje aj začiatkom druhého polroku, keď sa ešte zrýchľuje. Táto skutočnosť je premietnutá do nárastu vývozu v roku 2006, ako aj v ďalších rokoch, kedy v porovnaní s predchádzajúcou predikciou dochádza k zvýšeniu exportnej výkonnosti ekonomiky. Nárast vývozu je najvýraznejší v roku 2006, pričom

v ďalších rokoch je prírastok nižší, čo sa prejaví rastom medziročnej dynamiky vývozu v roku 2006 a jej následným poklesom v roku 2007. Rast exportnej výkonnosti je premietnutý najmä v raste vývozu polotovarov a strojov. Vyšší vývoz sa prejavil vo vyššom očakávanom dovoze tak polotovarov, ako aj strojov. Mierny nárast dovozu, vyplývajúci z vyšších očakávaní mzdového vývoja, ako aj rastového potenciálu ekonomiky, sa tiež predpokladá pri tovaroch určených na konečnú spotrebu. V rokoch 2007 a 2008 dochádza k nižšiemu vývozu aj dovozu surovín, čo je zapríčinené očakávaniami nižších cien ropy v porovnaní s predchádzajúcou predikciou.

V celom horizonte prognózy je prírastok vývozu vyplývajúci z vyššej exportnej výkonnosti ekonomiky kompenzovaný prírastkom dovozu vyplývajúcim z dovoznej náročnosti ekonomiky a vyššieho dovozu tovarov určených na konečnú spotrebu. V roku 2006 by doterajší vývoj dovozu surovín mal mať negatívny vplyv na celkové saldo zahraničného obchodu. V rokoch 2007 a 2008 bude naopak nižší dovoz surovín, vyplývajúci z najnovších odhadov cien ropy, pôsobiť v prospech nižšieho deficitu obchodnej bilancie. Celkovo dochádza v predikcii obchodnej bilancie k prehĺbeniu salda v roku 2006 o 1,1 mld. Sk a v rokoch 2007 a 2008 naopak k zlepšeniu o 1,0 mld. Sk, resp. o 0,9 mld. Sk.

Najnovšie údaje o vývoji bilancie služieb v 1. polroku 2006, kedy dochádzalo k zlepšovaniu vývoja položky dopravných služieb a služieb cestovného ruchu, boli hlavnou príčinou vyššieho odhadu (o 4,0 mld. Sk) prebytku bilancie služieb v celom roku 2006 v porovnaní s predchádzajúcou predikciou. V strednodobom horizonte bol taktiež prehodnotený odhad vývoja bilancie služieb, čo viedlo k mierne vyššiemu prebytku v roku 2007 a prakticky nezmenenej úrovni v roku 2008.

Prognóza celkového deficitu bilancie výnosov bola v porovnaní s predchádzajúcou predikciou zmenená najmä vplyvom nižšieho odhadu reinvestovaného zisku a čiastočne tiež vyšším odhadom príjmov z kompenzácií pracovníkov. Celkové zlepšenie deficitu bilancie výnosov predstavuje približne 10 mld. Sk ročne počas celého odhadovaného horizontu a je výsledkom doterajšieho vývoja v roku 2006.

Na základe najnovších odhadov došlo k zníženiu prebytku bilancie transferov v rokoch 2006 - 2008 o 6 až 10 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.

Zmeny odhadov jednotlivých položiek bežného účtu viedli k zníženiu jeho deficitu o približne 4 mld. Sk v rokoch 2006 a 2008. V roku 2007 sa odhad salda bežného účtu zlepšil iba minimálne, čo bolo zapríčinené výraznejším zhoršením odhadu bilancie bežných transferov v tomto roku. Podľa najnovších odhadov by mali v rokoch 2006 a 2007 čisté príjmy z eurofondov dosiahnuť približne 15 až 16 mld. Sk a v roku 2008 by mohli prekročiť 19 mld. Sk. Deficit bežného účtu platobnej bilancie by mal v súlade s predchádzajúcou predikciou v priebehu rokov 2006 – 2008 klesať, pričom jeho podiel na HDP by mal byť v rokoch 2006 a 2008 nižší o 0,3 p. b. a v roku 2007 zostať na úrovni predchádzajúcej predikcie.

V súlade s vývojom v oblasti prílevu PZI v prvom polroku 2006 bol, v porovnaní s predchádzajúcou predikciou, odhad prílevu majetkového kapitálu znížený aj na celý rok 2006. Súčasne došlo aj k zníženiu odhadu reinvestovaného zisku. Naopak, vyššie čerpanie finančných úverov od zahraničných materských podnikov v aktuálnom vývoji roku 2006 sa prejavilo nárastom odhadu prílevu PZI vo forme ostatného kapitálu, čo ovplyvnilo aj celkový prílev PZI na rok 2006, ktorý je v porovnaní s predchádzajúcou predikciou mierne vyšší. Podobne ako v roku 2006 aj v ďalších rokoch je zakomponovaný predpoklad nižšieho prílevu majetkového kapitálu a reinvestovaného zisku. Prílev PZI vo forme ostatného kapitálu by mal

mierne vzrást', avšak v menšej miere ako v roku 2006, čo sa prejaví v nižšom celkovom príleve PZI v roku 2007 až 2008 ako bol očakávaný v predchádzajúcej predikcii.

Vývoj ostatných investícií v prvej polovici roku 2006, keď bol zaznamenaný výrazný odlev krátkodobých zdrojov v rámci bankového sektora, významne ovplyvnil odhad ostatných investícií na celý rok 2006, pričom sa prílev prostriedkov z predchádzajúcej predikcie zmenil na odlev. V ďalších rokoch sa už nepredpokladá pokračovanie podobného vývoja, čo sa prejavilo v skutočnosti, že sa odhad ostatných investícií v rokoch 2007 a 2008 zmenil iba minimálne. Podobne sa aj v rámci portfóliových investícií zmeny v predikcii prejavili iba minimálnou zmenou salda.

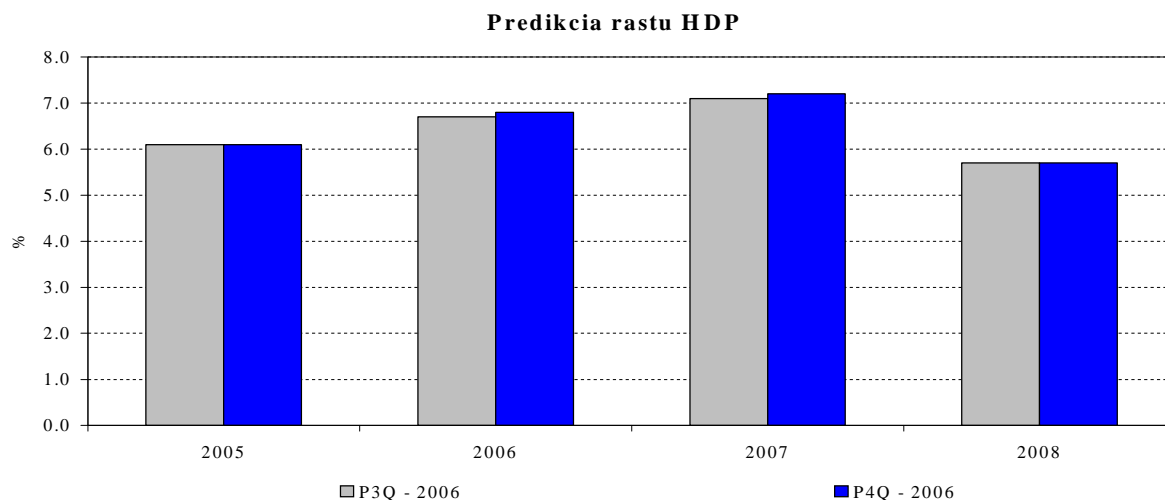
Štruktúra finančného účtu platobnej bilancie ukazuje, že deficit bežného účtu platobnej bilancie by mal byť v celom sledovanom horizonte krytý prílevom zdrojov v rámci PZI, čo by malo byť predpokladom zachovania externej rovnováhy.

V prognóze ekonomického rastu na rok 2006 NBS predpokladá prorastový vplyv tak domáceho dopytu, ako aj čistého exportu. V porovnaní s júlovou strednodobou predikciou mierne zvýšenie odhadu reálneho rastu ekonomiky na rok 2006 súvisí s vývojom v 2. štvrtroku 2006 a úpravami v predikcii konečnej spotreby. Vývoj konečnej spotreby domácností bude ovplyvnený predpokladaným mierne rýchlejším rastom miezd, najmä v 3. štvrtroku 2006. Rast súkromnej spotreby by mohol byť podporený aj očakávaným vývojom zamestnanosti, keď zvýšenie zamestnanosti v zahraničí by čiastočne mohlo ovplyvniť aj domácu spotrebu prostredníctvom mierne vyšších kompenzácií pracovníkov. Vývoj konečnej spotreby verejnej správy v najbližšom období je rizikom prognózy, nakoľko jej vývoj bude súvisieť s naplňaním a načasovaním jednotlivých zámerov programového vyhlásenia vlády.

Zdrojom rýchlej tvorby hrubého fixného kapitálu v ďalších štvrtrokoch 2006 by mala byť vysoká investičná aktivita v rozhodujúcich odvetviach. Vo vývoji čistého exportu by sa mal prejavíť predovšetkým vplyv výroby dopravných prostriedkov, ktorý by mohol byť čiastočne tlmený vyššími dovozmi na konečnú spotrebu. Prognóza P4Q-2006 očakáva postupne narastajúci príspevok čistého exportu k rastu HDP v jednotlivých štvrtrokoch. Vývoj HDP v roku 2006 by tak mal byť ovplyvnený spolupôsobením domáceho i zahraničného dopytu. Na základe vyššie spomínaných predpokladov by reálny rast ekonomiky v roku 2006 mohol dosiahnuť 6,8%.

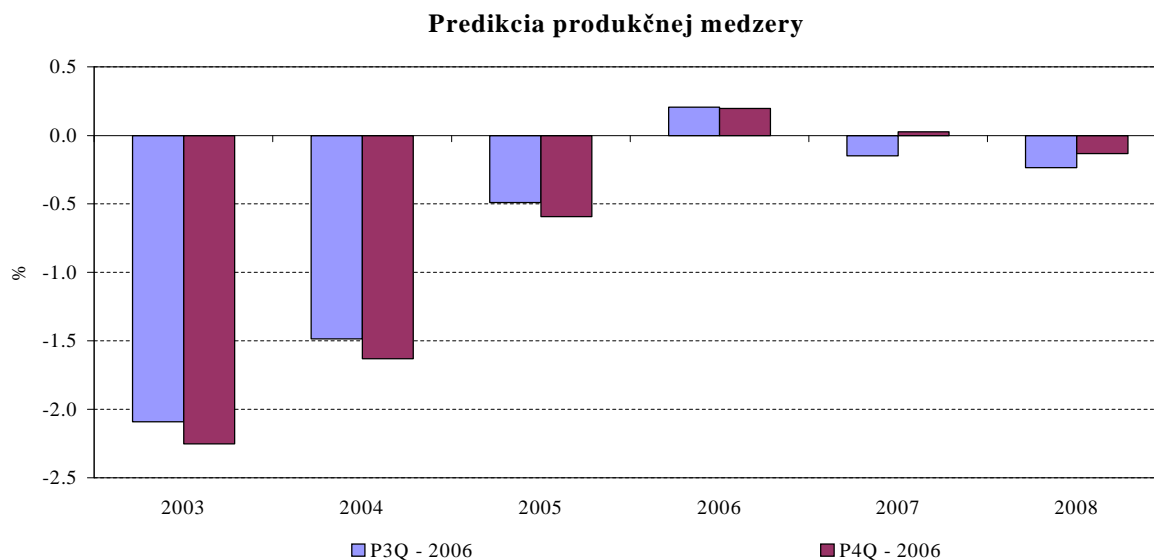
Tendencie vývoja reálnej ekonomiky i komponentov HDP zostávajú v strednodobom horizonte takmer zachované, keď sa očakáva pokračovanie reálnej konvergenie a zvyšovanie výkonnosti slovenskej ekonomiky. V roku 2007 NBS predpokladá mierne zrýchlenie reálneho rastu HDP na úroveň 7,2% (predpoklad predchádzajúcej predikcie bol 7,1%), k čomu budú prispievať predovšetkým upravené očakávania týkajúce sa mzdového vývoja s predpokladaným vplyvom na konečnú spotrebu domácností (rast o 0,1 percentuálneho bodu v stálych cenách v porovnaní s P3Q-2006). Vyšší príspevok súkromnej spotreby k rastu HDP by mal byť čiastočne kompenzovaný vyššími dovozmi tovarov pre konečnú spotrebu. Od zvyšovania jednotlivých druhov výdavkov i príjmov štátneho rozpočtu bude závisieť vývoj konečnej spotreby verejnej správy i jej vplyv na celkový rast ekonomiky. Výsledný efekt týchto zmien bude pôsobiť na reálny rast nielen prostredníctvom zmenenej konečnej spotreby verejnej správy, ale aj domácností a fixných investícií. V rámci predbežne ohlásených opatrení predovšetkým vyššie výdavky štátu na naturálne sociálne dávky by mali zvyšovať reálny rast ekonomiky. Okrem prorastového pôsobenia domáceho dopytu zlepšovať bilanciu výrobkov a služieb bude predovšetkým export dopravných prostriedkov, keď je možné predpokladať, že približne jedna tretina ekonomického rastu v roku 2007 bude súvisieť s čistým exportom. V roku 2008 NBS očakáva zachovanie dynamiky rastu HDP v súlade

s predchádzajúcou strednodobou predikciou (5,7%). V rámci štruktúry by k jeho rastu mali prispievať všetky komponenty domáceho dopytu.



Nastavenie menovej politiky v rokoch 2006 a 2007 je determinované vývojovými tendenciami v ekonomike. V porovnaní s júlovou predikciou ukazovatele z reálnej ekonomiky a zahraničného dopytu indikujú opätovné mierne zrýchlenie ekonomického rastu v rokoch 2006 a 2007. Z hľadiska štruktúry došlo k posunu odhadu cyklickej pozície ekonomiky predovšetkým v roku 2007, kedy sa predpokladá že ekonomika bude produkovať mierne nad svoj potenciál. Riziko dopytových tlakov naďalej pretrváva, čo je podporené aj najnovšími predpokladmi vo vývoji miezd a zamestnanosti s prorastovým vplyvom na konečnú spotrebu domácností. Z pohľadu reálnej ekonomiky tak naďalej pretrváva nevyhnutnosť reštriktívneho nastavenia menovej politiky so snahou eliminovať riziko prehrievania ekonomiky s následným dopadom na cenový vývoj.

Aktuálny vývoj cien energií na svetových trhoch mierne znižuje riziko v oblasti inflácie. Nižší ako predpokladaný príspevok regulovaných cien spolu s poklesom cien pohonných hmôt mierne znižujú predikciu inflácie smerom k stanovenému cieľu. Odhadovaný vývoj regulovaných cien je však aj naďalej hlavným dôvodom očakávaného prekročenia inflačného cieľa v roku 2007. Pri predpokladanom stabilizovanom vývoji autonómnych faktorov spolu s reštriktívnou menovou politikou by v roku 2008 mala miera inflácie dosiahnuť hodnoty na úrovni inflačného cieľa.



## Tabuľková príloha

### Strednodobá predikcia (P4Q-2006) 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	4.1	2.6	2.0	0.2	-0.2	0.0
Inflácia meraná HICP (priemer)	2.8	4.4	2.8	2.1	0.0	-0.1	0.1
Inflácia meraná CPI (koniec roka)	3.7	4.1	2.5	1.9	0.1	-0.3	0.0
Inflácia meraná CPI (priemer)	2.7	4.5	2.7	2.0	0.0	-0.1	0.1
Ceny priemyselných výrobcov (priemer)	4.7	8.9	3.3	1.6	0.6	0.6	0.0
<b>HDP (medziročná dynamika, ak nie je uvedené inak)</b>							
HDP nominálny (mld. Sk)	1 472.1	1 625.0	1 787.2	1 922.1	0.2	6.0	6.2
HDP nominálny	8.6	10.4	10.0	7.5	0.0	0.4	-0.1
HDP reálny	6.1	6.8	7.2	5.7	0.1	0.1	0.0
Domáci dopyt	8.0	5.4	4.5	5.6	0.0	-0.1	-0.3
Konečná spotreba domácností	7.2	6.1	6.1	5.3	0.1	0.1	0.1
Konečná spotreba verejnej správy	0.5	4.5	2.9	2.0	0.6	0.5	0.0
Konečná spotreba nezisk. inštitúcií	-3.0	-0.4	5.0	5.0	-4.3	0.0	0.0
Tvorba hrubého fixného kapitálu	13.8	10.9	5.9	6.8	-1.0	0.0	-1.2
Vývoz tovarov a služieb	13.5	16.7	14.7	9.3	3.8	-0.1	-0.9
Dovoz tovarov a služieb	15.5	14.5	11.8	9.2	3.4	-0.1	-1.2
<b>Trh práce</b>							
Priemerná mesačná mzda nominálna (medziročná dynamika)	9.2	8.0	7.2	6.3	0.2	0.2	0.3
Priemerná mesačná mzda reálna (medziročná dynamika)	6.3	3.4	4.4	4.2	0.2	0.3	0.2
Zamestnanosť podľa VZPS (medziročná dynamika)	2.1	3.7	2.5	1.7	0.8	0.7	0.5
Zamestnanosť podľa štát. výkazníctva (medziročná dynamika)	2.2	2.3	1.6	1.0	0.0	0.0	0.0
Miera nezamestnanosti podľa VZPS (%)	16.2	13.7	12.5	11.9	-0.7	-1.2	-1.6
Produktivita práce (HDP s.c./zamestnanosť) (medziročná dynamika)	3.8	4.4	5.5	4.7	0.1	0.1	0.0
<b>Platobná bilancia</b>							
Otvorenosť ekonomiky (% HDP)	158.0	169.2	168.1	167.8	5.7	3.6	3.4
Obchodná bilancia (mld. Sk)	-76.0	-78.4	-43.3	-45.6	-1.1	1.0	0.9
Obchodná bilancia (% HDP)	-5.2	-4.8	-2.4	-2.4	0.0	0.1	0.0
Bilancia služieb (mld. Sk)	9.9	15.9	16.1	16.8	4.0	1.1	-0.2
Bilancia služieb (% HDP)	0.7	1.0	0.9	0.9	0.3	0.1	0.0
Bežný účet (mld. Sk)	-126.9	-109.3	-76.2	-73.2	3.8	0.4	4.5
Bežný účet (% HDP)	-8.6	-6.7	-4.3	-3.8	0.3	0.0	0.3
Bežný a kapitálový účet (mld. Sk)	-127.4	-104.3	-70.7	-68.0	3.8	0.4	4.5
Bežný a kapitálový účet (% HDP)	-8.7	-6.4	-4.0	-3.5	0.3	0.0	0.3

Ukazovateľ	2005	2006	2007	2008	2006	2007	2008
	Skutočnosť	Prognóza			Rozdiel oproti minulej prognóze		
<b>Trh práce</b>							
Kompenzácie na zamestnanca (ESA 95, b.c., medzir. dynamika)	6.0	7.0	6.4	6.0	-0.4	0.0	0.0
Hrubý disponib. dôchodok domácností reálny (medzir. dynamika)	7.8	6.4	6.1	5.2	1.8	1.1	0.6
Miera úspor domácností (% z disponibilného dôchodku)	7.8	7.9	8.1	7.6	0.7	1.2	1.0
Zamestnanosť podľa ESA 95 (medziročná dynamika)	1.4	2.1	1.5	0.9	1.2	0.7	0.2
Produktivita práce ESA 95 (HDP s.c./zamestnanosť ESA 95) (medzir. dynamika)	4.6	4.6	5.6	4.8	-1.0	-0.5	-0.3
ULC (kompen. na zamestnanca v b.c./prod. práce ESA 95 v s.c.) (medzir. dynamika)	1.3	2.3	0.8	1.3	0.6	0.5	0.5
<b>Platobná bilancia</b>							
Bilancia výnosov a bežných transferov (mld. Sk)	-60.8	-46.8	-49.0	-44.4	0.9	-1.7	3.8
Bilancia výnosov a bežných transferov (% HDP)	-4.1	-2.9	-2.7	-2.3	0.1	0.0	0.3
Prílev PZI (mld. Sk)	60.5	113.5	74.8	77.5	5.0	-20.2	-5.0
Prílev PZI (% HDP)	4.1	7.0	4.2	4.0	0.1	-1.3	-0.4
Portfoliové investície (mld. Sk)	-31.3	4.0	0.0	-1.0	1.0	1.0	2.0
Portfoliové investície (% HDP)	-2.1	0.2	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.1
Ostatné dlhodobé investície (mld. Sk)	-15.0	54.8	47.2	38.2	9.6	8.6	0.8
Ostatné krátkodobé investície (mld. Sk)	163.0	-148.9	-7.4	-6.6	-174.3	-13.0	-22.3
Finančný účet (mld. Sk)	177.3	23.5	114.6	108.1	-158.6	-23.6	-24.5
Finančný účet (% HDP)	12.0	1.4	6.4	5.6	-10.1	-1.6	-1.6