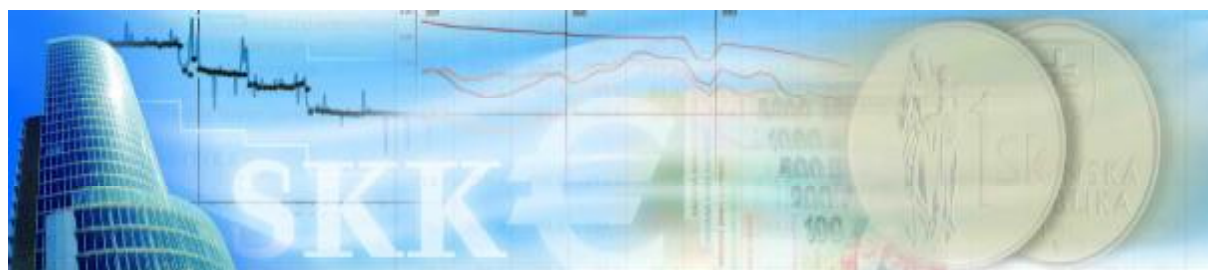




NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

### **3. STREDNODOBÁ PREDIKCIA (P3Q - 2007)**

Júl 2007



## Rovnovážne premenné, vývoj potenciálu ekonomiky

Strednodobá predikcia je založená na predpoklade konvergujúcej ekonomiky, čomu zodpovedajú rovnovážne trendy základných makroekonomických ukazovateľov. Základný rámec predikcie predstavujú rovnovážne reálne úrokové sadzby, rovnovážny reálny kurz a neinflačne pôsobiaci rast ekonomiky (potenciálny produkt). V P3Q-2007 nedošlo ku zmenám dlhodobých trendov reálnych menových premenných.

Zverejnené údaje v štruktúre HDP za 1. štvrťrok 2007 nepotvrdili v plnej miere predpoklady z P2Q-2007 o pokračujúcej akcelerácii exportnej výkonnosti, čím bol rast HDP mierne pomalší v porovnaní s predpokladmi P2Q-2007, avšak dá sa očakávať presunutie časti ponukového impulzu z 1. štvrťroku 2007 do nasledujúcich štvrťrokov. Naplnenie tohto predpokladu znamená, že pomalší ako očakávaný rast HDP v 1. štvrťroku 2007 sa premietol do mierneho spomalenia rastu potenciálu ekonomiky v danom štvrťroku, v dôsledku čoho sa pohľad na cyklickú pozíciu nezmenil.

V strednodobom horizonte predikcie sa naďalej očakáva priaznivý vplyv priamych zahraničných investícií a s tým súvisiaci pozitívny dopad na vývoj exportnej výkonnosti. Rovnako ako v predchádzajúcej predikcii sa v strednodobom horizonte prognózy vytvára priestor na zrýchlenie neinflačne pôsobiaceho rastu ekonomiky nad dlhodobý priemer. Rast potenciálu dosahujúci hodnotu okolo 9,0% v roku 2007 by sa mal v ďalších rokoch postupne spomaľovať.

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

Odhad východiskovej pozície ekonomiky je založený na odhade odchýlok kľúčových makroekonomických ukazovateľov od ich rovnovážnych trendov. Pôsobenie menovej politiky prostredníctvom indexu reálnych menových podmienok v 2. štvrťroku 2007 je charakteristické protichodným vývojom jednotlivých zložiek. Zhodnotenie reálneho kurzu, ktoré prebiehalo predovšetkým prostredníctvom nominálnej apreciácie, bolo rýchlejšie v porovnaní s predpokladmi rovnovážneho kurzu. V aktuálnej strednodobej predikcii sa predpokladá, že kurzová zložka menových podmienok môže predstavovať tlmiaci vplyv na ekonomiku v nasledujúcich štvrťrokoch. Úroková zložka menových podmienok zostáva v dôsledku zníženia základnej úrokovej sadzby NBS mierne pod svojou rovnovážnou úrovňou. Napriek protichodnému pôsobeniu úrokovej zložky si celkové menové podmienky v 2. štvrťroku 2007 podobne, ako bolo predpokladané v aprílovej predikcii, zachovali reštriktívny charakter.

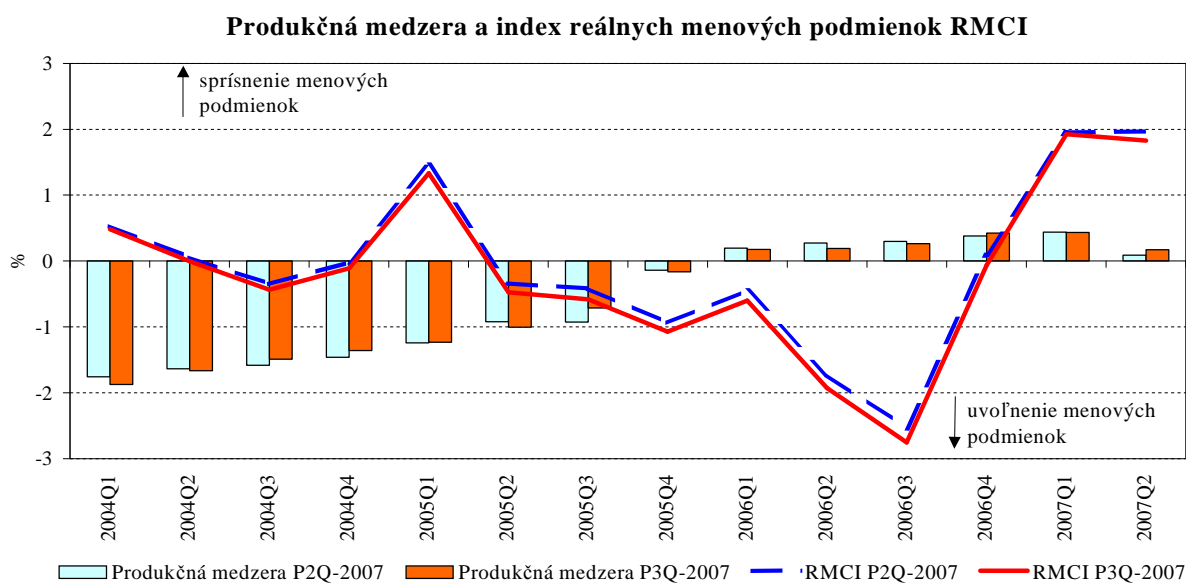
Reálny ekonomický rast v 1. štvrťroku 2007 dosiahol 9,0%. Predchádzajúca predikcia P2Q-2007 bola založená na predpoklade ďalšieho zvyšovania exportnej výkonnosti a rastu pridanej hodnoty v priemyselnej výrobe, najmä vo výrobe dopravných prostriedkov a vzhľadom na priaznivé klimatické podmienky (teplá zima) aj v stavebníctve. V rámci štruktúry HDP očakávala aprílová predikcia spolupôsobenie zahraničného i domáceho dopytu na celkový rast ekonomiky, pričom z hľadiska relatívnych príspevkov mal byť rast HDP tvorený predovšetkým zahraničným dopytom. V 1. štvrťroku 2007 vzrástol zahraničný dopyt reálne o 24,1% a príspevok čistého exportu k rastu HDP predstavoval 5,6 p.b., čo bolo menej ako očakávania P2Q-2007. Vo vývoji domáceho dopytu sa v súlade s očakávaniami prejavilo

---

<sup>1</sup> Východisková pozícia ekonomiky predstavuje jej stav v 2. štvrťroku 2007 (na základe odhadu rastu HDP), od ktorého sa odvíja tak krátkodobá, ako aj strednodobá prognóza.

prorastové pôsobenie konečnej spotreby i fixných investícií. Rovnako sa potvrdili predpoklady tlmiaceho vplyvu stavu zásob na výsledný vývoj ekonomiky.

Z hľadiska vývoja reálnej ekonomiky v 2. štvrťroku 2007 bude významným faktorom pretrvávajúci vysoký zahraničný dopyt, pričom naďalej by mala pokračovať dynamická tvorba pridanej hodnoty vo výrobe dopravných prostriedkov, ako aj v celej priemyselnej výrobe. Slovenská ekonomika by tak mala aj v 2. štvrťroku 2007 dosahovať vysoký rast v stálych cenách.



Na základe aktuálnych údajov a predikcie rastu HDP na 2. štvrťrok možno skonštatovať, že ekonomika v 1. polroku 2007 zostáva v mierne kladnej produkčnej medzere (0,4% v 1Q 2007, 0,2% v 2Q 2007). V súlade s predpokladmi predchádzajúcej strednodobej predikcie však nedochádza k podstatnému otváraní ekonomického cyklu. Podobne ako v aprílovej strednodobej predikcii zostáva predpoklad obratu v cyklickej pozícii ekonomiky v budúcom roku, a to predovšetkým v dôsledku aktuálnych reštriktívnych menových podmienok. Naopak, určitý stimul možno očakávať zo strany rastúceho zahraničného dopytu.

Rast nominálnej i reálnej mzdy bol v 1. štvrťroku 2007 mierne nižší v porovnaní s očakávaniami NBS v aprílovej predikcii, čo bolo ovplyvnené najmä pomalším rastom miezd v priemysle. Mesačné ukazovatele o vývoji miezd v tomto odvetví indikovali rýchlejší rast v porovnaní so skutočnosťou. Dynamický rast nominálnych miezd by mal pokračovať aj v 2. štvrťroku 2007, čo naznačujú aj predbežné údaje o vývoji miezd vo vybraných odvetviach v apríli a máji, ale ich dynamika by mala byť v porovnaní s 1. štvrťrokom, rovnako ako v predchádzajúcej predikcii, mierne nižšia. Rast reálnej mzdy v 2. štvrťroku 2007 by sa mal oproti predchádzajúcemu štvrťroku zrýchliť, hlavne vplyvom nižšej priemernej miery inflácie.

Zamestnanosť (ESA95) pokračovala v dynamickom medziročnom raste aj v 1. štvrťroku 2007 a jej vývoj bol mierne pomalší v porovnaní s predikciou P2Q-2007, a to predovšetkým vplyvom spomalenia jej dynamiky v stavebníctve, obchode a poklesom zamestnanosti v školstve. Rast zamestnanosti by mal pokračovať aj v 2. štvrťroku 2007 a jej dynamika by mala byť v porovnaní s 1. štvrťrokom 2007 mierne nižšia.

Bežný účet platobnej bilancie dosiahol v prvom štvrtroku 2007 deficit vo výške 3,6 mld. Sk, keď medziročne poklesol o 19,7 mld. Sk. Medziročný pokles deficitu bežného účtu platobnej bilancie bol zapríčinený najmä nižším deficitom obchodnej bilancie, ktorý bol sprevádzaný zmenou minuloročného deficitného salda bilancie výnosov na prebytok. Ostané dve položky bežného účtu zaznamenali zhoršenie v porovnaní s vývojom v rovnakom období roku 2006. V súlade s očakávaniami NBS z P2Q-2007 došlo k výraznému medziročnému zlepšeniu vývoja obchodnej bilancie, čo bolo spôsobené najmä rastúcim zapojením novoetablovaných investícií PZI. To sa prejavilo vo vysokej dynamike vývozu. V dôsledku priaznivého vývoja niektorých položiek bežného účtu došlo k zníženiu podielu jeho deficitu na HDP v porovnaní s rovnakým obdobím roku 2006 o 5,4 p.b., keď v prvom štvrtroku 2007 dosiahol hodnotu 0,9%.

Napriek pozitívnemu vývoju vývozu, ako aj salda obchodnej bilancie neboli v plnej miere splnené očakávania NBS z predchádzajúcej predikcie, kde boli odhadované mierne vyššie objemy, tak vývozu ako aj dovozu. Horšie dosiahnuté saldo v prvom štvrtroku, v porovnaní s aprílovou predikciou, by mohlo byť do značnej miery kompenzované lepším, ako pôvodne odhadovaným, deficitom v druhom štvrtroku (túto skutočnosť potvrdzuje vývoj deficitu obchodnej bilancie v apríli a v máji 2007).

V druhom štvrtroku 2007 došlo k očakávanému spomaleniu medziročného tempa rastu spotrebiteľských cien na úroveň 1,7%. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou P2Q-2007 bola úroveň inflácie v druhom štvrtroku 2007 mierne vyššia, čo bolo ovplyvnené predovšetkým rýchlejšou ako očakávanou dynamikou cien potravín a energií (pohonné hmoty), ako aj pomalším ako predpokladaným medziročným poklesom cien priemyselných tovarov bez energií. V cenách priemyselných tovarov bez energií sa apreciacia výmenného kurzu z prelomu rokov 2006-2007 a z prvých mesiacov roka prejavuje len v minimálnej miere, keď ich dynamika je viac menej stabilná a nevykazuje spomaľujúci sa trend. Na druhej strane nižšie medziročné tempo rastu, oproti predpokladom v P2Q-2007, zaznamenali ceny služieb. V cenách služieb sa oproti predpokladom spomalila dynamika cien služieb spojených s bývaním, dopravou a rekreačných a osobných služieb.

## **Strednodobá predikcia**

### **Vstupné exogénne ukazovatele**

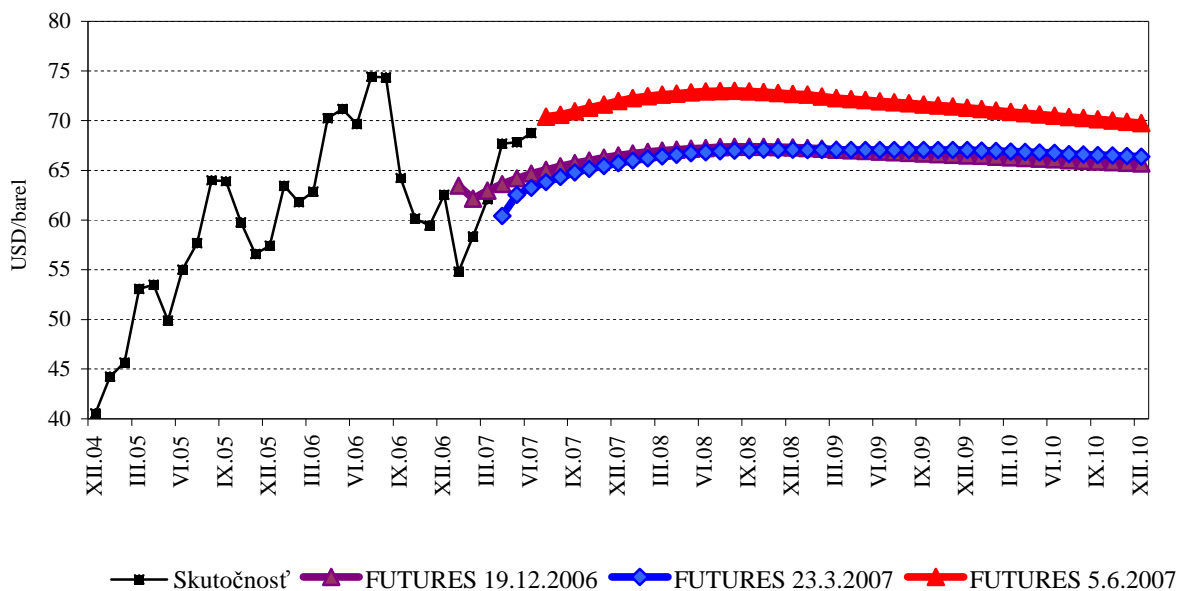
Predikcia za oblasť exogénnych ukazovateľov vychádzala z júnovej publikácie Consensus Forecasts (CF)<sup>2</sup>. Očakávaný vývoj cien ropy je založený na cenách futures z 5.6.2007.

Predikcia vývoja cien ropy oproti P2Q-2007 predpokladá posun na vyššie úrovne na celom horizonte prognózy. V roku 2009 sa však v porovnaní s predchádzajúcou prognózou očakáva postupný mierny pokles cien ropy. V celom horizonte prognózy sa očakáva slabšia úroveň výmenného kurzu USD voči EUR v porovnaní s P2Q-2007, avšak stále zostáva zachovaný predpoklad apreciačného trendu USD.

---

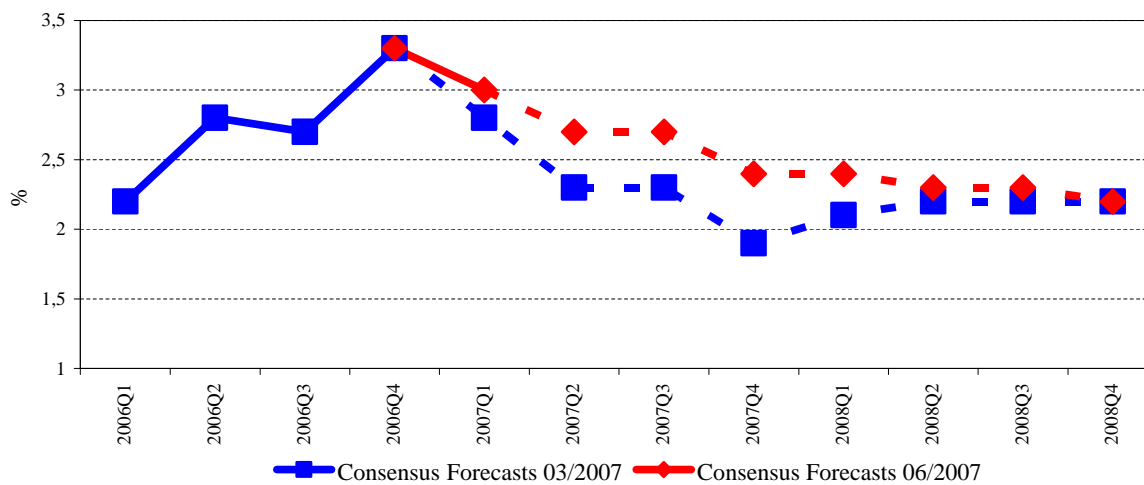
<sup>2</sup> Prieskum predikcií ekonomických a finančných medzinárodných inštitúcií, z ktorých je vypočítavaná priemerná hodnota. Týmto spôsobom sa zabezpečuje čo najobjektívnejšie odhadnutie vývoja potrebných ukazovateľov za zahraničný sektor. Vzhľadom na priebeh a harmonogram predikcií v NBS boli hodnoty vstupných premenných čerpané z Consensus Forecasts z júna 2007 a na týchto úrovniach zafixované počas celého prognostického procesu. Všetky nové informácie budú zohľadnené v ďalších strednodobých predikciách.

## Očakávaná cena ropy



Rast HDP eurozóny v 1. štvrtroku 2007 na úrovni 3,0% bol rýchlejší v porovnaní s očakávaniami v P2Q-2007. Oproti predchádzajúcej prognóze sú nové odhady rastu HDP na rok 2007 opäť vyššie (približne o 0,4 p.b.).

## Prognóza rastu HDP eurozóny podľa Consensus Forecasts



V porovnaní s P2Q-2007 sa v priemere očakáva zrýchlenie inflácie eurozóny najmä v roku 2007, pričom hlavným faktorom by mali byť vyššie očakávané ceny ropy.

|   | 2006           | 2007          | 2008          | 2009          |
|---|----------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Inflácia eurozóna rast v %</b>   |                |               |               |               |
| CF 03/07 (priemer roka)   | 2,2            | 1,8           | 2,0           | 2,0*          |
| CF 06/07 (priemer roka)   | 2,2            | 2,0           | 2,0           | 2,1*          |
| <b>HDP eurozóna rast v %</b>  |                |               |               |               |
| CF 03/07  | 2,7            | 2,3           | 2,2           | 2,0*          |
| CF 06/07  | 2,8            | 2,7           | 2,3           | 2,0*          |
| <b>Ceny ropy v USD/barel, resp. EUR/barel</b><br>(priemer za rok)           |                |               |               |               |
| 23. marec 2007  | 66,2/52,9      | 62,5/47,5     | 66,7/51,0     | 67,1/51,3*    |
| 5. jún 2007   | 66,2/52,9      | 67,2/50,3     | 72,8/54,6     | 71,9/54,3*    |
| <b>Úrokové sadzby (3-mesačný EURIBOR)</b><br>(koniec príslušného štvrťroka) |                |               |               |               |
| CF 03/07  | 3,725<br>(4.Q) | 4,0<br>(2Q)   | 4,1<br>(1Q)   | 4,1*<br>(4Q)  |
| CF 06/07  | 3,725<br>(4.Q) | 4,3<br>(3Q)   | 4,5<br>(2Q)   | 4,2*<br>(4Q)  |
| <b>Výmenný kurz USD/EUR</b><br>(koniec príslušného štvrťroka)               |                |               |               |               |
| CF 03/07  | 1,317<br>(4.Q) | 1,319<br>(2Q) | 1,309<br>(1Q) | 1,307<br>(1Q) |
| CF 06/07  | 1,317<br>(4.Q) | 1,352<br>(3Q) | 1,338<br>(2Q) | 1,323<br>(2Q) |

\* NBS predikcia

Vyšší hospodársky rast eurozóny by mohol predstavovať pre ekonomiku SR stimulujúci efekt zo strany zahraničného dopytu. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou by prorastový impulz pre infláciu, najmä v rokoch 2007 a 2008, mala predstavovať vyššia cena ropy, aj keď tento impulz by mal byť zmiernený očakávaným slabším vývojom kurzu amerického dolára.

### Predikcia na rok 2007

Predikcia na rok 2007 predpokladá zrýchlenie medziročnej dynamiky HICP inflácie oproti predpokladom z P2Q-2007, avšak jej dynamika by sa mala udržať pod stanoveným inflačným cieľom. Vyššia predikcia celkovej inflácie oproti P2Q-2007 je spôsobená predovšetkým vyššími očakávaniami na medziročný rast cien potravín, cien energií (vyššie ceny pohonných hmôt), ako aj priemyselných tovarov bez energií v nasledujúcich štvrťrokoch. Na druhej strane sa predpokladá mierne nižšia dynamika v cenách služieb.

Aktuálny vývoj (v druhom štvrťroku) v cenách potravín, ako aj očakávania na ceny agrokomodít, by mali síce spôsobiť spomaľovanie medziročnej dynamiky cien potravín v nasledujúcich troch štvrťrokoch, ale na vyšších úrovniach ako v predchádzajúcej predikcii. Odhad menej výraznejšieho medziročného poklesu cien pohonných hmôt v treťom štvrťroku a ich medziročný rast v poslednom štvrťroku tohto roka súvisí s vyšším predpokladom úrovne cien ropy. Miernejší medziročný pokles cien priemyselných tovarov bez energií by mal byť ovplyvnený mierne vyššou zahraničnou dovezenou infláciou.

Celková inflácia by sa vplyvom uvedených faktorov mala spomaľovať, ale mala by byť do konca roku 2007 na vyšších úrovniach, ako to bolo v predchádzajúcej predikcii P2Q-2007. Na konci roka 2007 by HICP inflácia mala dosiahnuť 1,5% a v priemere za rok 1,7%.

Dynamika regulovaných cien (energie a ostatné regulované ceny) sa podľa predpokladov NBS v porovnaní s aprílovou predikciou nezmenila a ich rast by mal za rok 2007 predstavovať 1,8%, čo by predstavovalo príspevok k celkovej inflácii približne 0,6 percentuálneho bodu.

V prognóze rastu reálneho HDP na rok 2007 (8,9%) nedochádza v porovnaní s aprílovou predikciou k zmene celkovej dynamiky. Predikcia konečnej spotreby domácností je v dôsledku miernej úpravy prognózy zamestnanosti a mzdového vývoja nižšia o 0,1 p.b. ako predpoklad P2Q-2007. Vývoj konečnej spotreby verejnej správy zostal v porovnaní s predchádzajúcou predikciou nezmenený. Dynamika tvorby hrubého fixného kapitálu je vplyvom aktuálneho vývoja z 1. štvrťroka 2007 a pri nezmenených očakávaniach v nasledujúcich štvrťrokoch vyššia o 0,2 percentuálneho bodu. Čistý export by mal v roku 2007 aj v dôsledku pretrvávajúceho zahraničného dopytu prispieť k ekonomickému rastu približne o 2 percentuálne body viac ako v roku 2006. Očakávania tlmiaceho pôsobenia zásob na celkový vývoj ekonomiky v roku 2007 sú rovnaké ako v P2Q-2007.

Vzhľadom na skutočný vývoj nominálnej mzdy, ktorá sa výrazne neodlišovala od očakávaní NBS a nezmenenú prognózu ďalších makroekonomických ukazovateľov, v predikcii P3Q-2007 v porovnaní s aprílovou predikciou neočakáva NBS v roku 2007 zmenu v dynamike nominálnych miezd (7,2%). Vo svojich predpokladoch NBS vychádzala z vývoja miezd za 1. štvrťrok 2007, kde sa riziko premietnutia rýchlejšieho rastu produktivity práce do rastu miezd nepotvrdilo. Tento predpoklad však naďalej zostáva rizikom predikcie. Rast reálnej mzdy by mal byť v porovnaní s predchádzajúcou predikciou mierne nižší v dôsledku vyššieho rastu spotrebiteľských cien.

V roku 2007 by mala zamestnanosť pokračovať v raste a jej dynamika, vzhľadom na skutočný vývoj v 1. štvrťroku 2007, by mala byť v porovnaní s aprílovou predikciou mierne nižšia (2,0%).

Vývoj počtu nezamestnaných bol v 1. štvrťroku 2007 výrazne nižší ako predpoklad NBS. Na základe tejto skutočnosti, pri nezmenených predpokladoch zamestnanosti podľa VZPS, by miera nezamestnanosti mala v roku 2007 dosahovať mierne nižšiu hodnotu ako v P2Q-2007.

Vývoj bežného účtu platobnej bilancie v prvých mesiacoch roku 2007, ako aj nové predpoklady o vývoji externých faktorov ovplyvňujúcich vývoj bežného účtu boli východiskom pre zmeny predikcie položiek bežného účtu platobnej bilancie v roku 2007.

Prognóza vývoja zahraničného obchodu na rok 2007 zohľadňuje aktuálny doterajší vývoj obchodnej bilancie. V priebehu prvých mesiacov roku 2007 pretrvávali na strane vývozu vysoké tempá rastu (za január až máj 2007 dosiahol rast vývozu 23,7%), avšak dosiahnutá dynamika bola nižšia ako očakávania NBS, ktoré vychádzali z vysokého rastu v januári 2007. Nepotvrdil sa tak predpoklad z predchádzajúcej predikcie o možnej výraznejšej akcelerácii vývozu. Táto skutočnosť je premietnutá v nižších objemoch vývozu v roku 2007, najmä v spomalení dynamiky vývozu strojov. Nižší vývoz sa prejavil v menšom očakávanom dovoze tak polotovarov, ako aj strojov. V roku 2007 sa, v porovnaní s predchádzajúcou predikciou, predpokladá vyšší vývoz aj dovoz surovín, čo je zapríčinené očakávaniami vyšších cien ropy.

Celkový pokles odhadu objemov vývozu a dovozu vyplývajúci z aktuálneho vývoja v prvom polroku 2007 vyústil do mierne horšieho salda zahraničného obchodu. Vzhľadom na to, že horšie saldo obchodnej bilancie z 1. štvrťroku 2007 (v porovnaní s predchádzajúcou

predikciou) by malo byť v druhom štvrťroku iba čiastočne kompenzované nižším, ako pôvodne očakávaným, deficitom (údaje za apríl a máj potvrdzujú uvedený predpoklad), ovplyvní táto skutočnosť celoročné dosiahnuté saldo zahraničného obchodu. Zhoršenie salda obchodnej bilancie, v porovnaní s predchádzajúcou prognózou, bolo podporené aj očakávaným cenovým vývojom ropy na svetových trhoch. Celkovo tak dochádza v predikcii obchodnej bilancie k zvýšeniu očakávaného deficitu v roku 2007 o 1,9 mld. Sk.

Preklasifikovanie časti odhadovaných čerpaných zdrojov z fondov EÚ z bežných transferov do kapitálových (vyplývajúce z metodologickej zmeny), sa prejavilo v zhoršení odhadu vývoja bilancie bežných transferov. Na základe najnovších odhadov tak došlo k zmene predikcie prebytku bilancie transferov v roku 2007 vo výške 2,5 mld. Sk na deficit v rovnakej výške.

### **BOX**

#### **Preklasifikovanie časti príjmov z fondov EÚ z bežných do kapitálových transferov**

V roku 2007 došlo k zmene zaznamenávania príjmov z rozpočtu EÚ. Pôvodne boli všetky príjmy zaznamenávané v rámci bilancie bežných transferov, nakoľko nebolo možné identifikovať a členiť príjmy z EÚ na bežné a kapitálové transfery. Na základe vykonanej analýzy štruktúry zdrojov príjmov z EÚ, vychádzajúc z partnerských údajov, ktoré zainteresované európske inštitúcie poskytujú Eurostatu, bolo možné rozčleniť jednotlivé príjmy z EÚ do bežných a kapitálových transferov. Nové členenie tak odráža charakter jednotlivých fondov, prostredníctvom ktorých sa čerpajú zdroje z EÚ, tzn. rozlišuje ich použitie na bežné, resp. investičné účely. Uvedená skutočnosť vyústila do preradenia časti príjmov (určených na investičné účely) z bilancie bežných transferov do bilancie kapitálových transferov s následným negatívnym vplyvom na saldo bežného účtu. Metodická zmena nemá žiadny vplyv na externú rovnováhu, keďže nižšie príjmy v rámci bežného účtu sú plne kompenzované vyšším prílevom na kapitálovom a finančnom účte.

Zmeny odhadov jednotlivých položiek bežného účtu viedli k zvýšeniu odhadu jeho deficitu v roku 2007 o približne 7,9 mld. Sk a k nárastu podielu deficitu bežného účtu na HDP o 0,4 percentuálneho bodu na 4,7%. Stupeň otvorenosti ekonomiky, v porovnaní s predchádzajúcou predikciou, poklesol na 174,1% HDP.

### **Predikcia na roky 2008 a 2009**

Aktuálna strednodobá predikcia očakáva koncoročnú infláciu HICP v roku 2008 na úrovni 2,0% (priemerná 1,9%) a v roku 2009 jej zrýchlenie na úroveň 2,5% (priemerná 2,2%). V porovnaní s predikciou P2Q-2007 sú hodnoty aktuálnej strednodobej predikcie inflácie v roku 2008, ako aj v roku 2009 rovnaké.

V rámci základnej štruktúry inflácie by v roku 2008 oproti roku 2007 (rovnako ako v P2Q-2007) malo dôjsť k zrýchleniu dynamiky cien služieb. V cenách služieb by sa mohli v roku 2008 prejavovať mierne väčšie nákladové impulzy v dôsledku predpokladaného rýchlejšieho rastu regulovaných cien energií v roku 2008. Okrem regulovaných cien energií by prorastovo mali pôsobiť na infláciu aj ceny pohonných hmôt, ktoré by mali od roku 2008 zaznamenávať opätovne medziročné rasty, avšak v porovnaní s P2Q-2007 by na základe aktuálneho vývoja cien futures na ropu Brent mala trajektória medziročnej dynamiky dosahovať vyššie úrovne.



V roku 2008 sa predpokladá spomalenie priemernej medziročnej dynamiky cien potravín, predovšetkým v prvom polroku 2008, kde by sa mal prejavíť bázický efekt vysokej dynamiky v roku 2007. V druhej polovici roka 2008 by sa v cenách potravín malo prejavíť zvýšenie spotrebných daní na cigarety, pričom aktuálna predikcia predpokladá zvyšovanie spotrebných daní na cigarety, ktoré by malo v roku 2008 predstavovať príspevok, rovnako ako v P2Q-2007, približne 0,2 percentuálneho bodu. K udržaniu nízkej úrovne inflácie pod cieľovými hodnotami aj v roku 2008 prispeje predovšetkým výraznejšie spomalenie inflácie v roku 2007 a z toho vyplývajúce nižšie inflačné očakávania na rok 2008.

V roku 2009 (rovnako ako v P2Q-2007) by mal v cenách tovarov a služieb pokračovať trend z roku 2008. Podľa predpokladu NBS by sa v roku 2009 mala dynamika cien energií (hlavne vplyvom vývoja cien pohonných hmôt), oproti roku 2008, spomaliť. Efekt zvyšovania spotrebných daní by mal ovplyvňovať ceny potravín aj v roku 2009. Na ceny tovarov by mali aj v roku 2009 vplývať nízke inflačné očakávania a po zavedení eura aj zjednodušenie obchodnej výmeny a cenového porovnávania. Zvýšenie dynamiky inflácie v roku 2009 bude spôsobené predovšetkým faktormi mimo pôsobenia menovej politiky. V roku 2009 sa predpokladá začiatok platnosti energetických daní s príspevkom do celkovej inflácie 0,1 percentuálneho bodu. Ďalším faktorom je ďalšie zvyšovanie spotrebných daní na cigarety, podľa predpokladov z Rozpočtu verejnej správy pre roky 2007-2009, od januára 2009. Podľa prepočtu NBS by zvýšenie spotrebných daní na cigarety predstavovalo v porovnaní s P2Q-2007 nezmenený príspevok do celkovej inflácie, a to približne 0,2 percentuálneho bodu. Na zvýšenie dynamiky inflácie by mal mať vplyv aj efekt zo zavedenia euro mincí a bankoviek (tzv. euro changeover effect). Podľa odhadov Eurostatu výmena mincí a bankoviek národných mien za euro mince a bankovky zvýšila infláciu v roku 2002 v krajinách eurozóny v rozsahu od 0,12 do 0,29 percentuálneho bodu<sup>3</sup>. Rovnako podľa prvých odhadov Eurostatu dosiahol euro changeover effect v Slovinsku približne 0,3 percentuálneho bodu<sup>4</sup>. Vláda Slovenskej republiky a NBS pripravujú rôzne opatrenia, aby sa tento efekt v spotrebiteľských cenách neprejavil, resp. prejavil len v minimálnej miere. Z dôvodu opatrnosti v aktuálnej predikcii sa počíta s rovnakým príspevkom z efektu zavedenia euro mincí a bankoviek (0,3 percentuálneho bodu) ako to bolo v prípade Slovinska.

Celkovo regulované ceny (energie a ostatné regulované ceny) by sa podľa predpokladov NBS mali zvýšiť rovnako ako v P2Q-2007, a to v priemere o 1,9% v roku 2008 a o 1,7% v roku 2009. Ich príspevok k celkovej inflácii by mal predstavovať v roku 2008 približne 0,6 percentuálneho bodu a v roku 2009 približne 0,5 percentuálneho bodu. Ku koncu roka 2008 by regulované ceny mali vzrásť o 1,8% s príspevkom k celkovej medziročnej inflácii približne 0,5 percentuálneho bodu a ku koncu roka 2009 by ich medziročný rast mal dosiahnuť 2,1% s príspevkom k celkovej inflácii približne 0,6 percentuálneho bodu.

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

|             |          | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|-------------|----------|------|------|------|------|
| ÚHRN (HICP) | P1Q-2006 | 4,2  | 1,6  | 2,0  |      |
|             | P2Q-2007 | 4,3  | 1,5  | 1,9  | 2,2  |
|             | P3Q-2007 | 4,3  | 1,7  | 1,9  | 2,2  |

<sup>3</sup> Zdroj: News Release 69/2003 of 18/06/2003, With Annex on Euro changeover effect - Study 4, Eurostat, June 2003

<sup>4</sup> Zdroj: Euro changeover and inflation in Slovenia, Eurostat, March 2007

| Porovnanie predikcií HICP |          | (medziročná zmena v %, koniec roka) |      |      |      |
|---------------------------|----------|-------------------------------------|------|------|------|
|                           |          | 2006                                | 2007 | 2008 | 2009 |
| ÚHRN (HICP)               | P1Q-2007 | 3,7                                 | 1,5  | 2,0  |      |
|                           | P2Q-2007 | 3,7                                 | 1,3  | 2,0  | 2,5  |
|                           | P3Q-2007 | 3,7                                 | 1,5  | 2,0  | 2,5  |

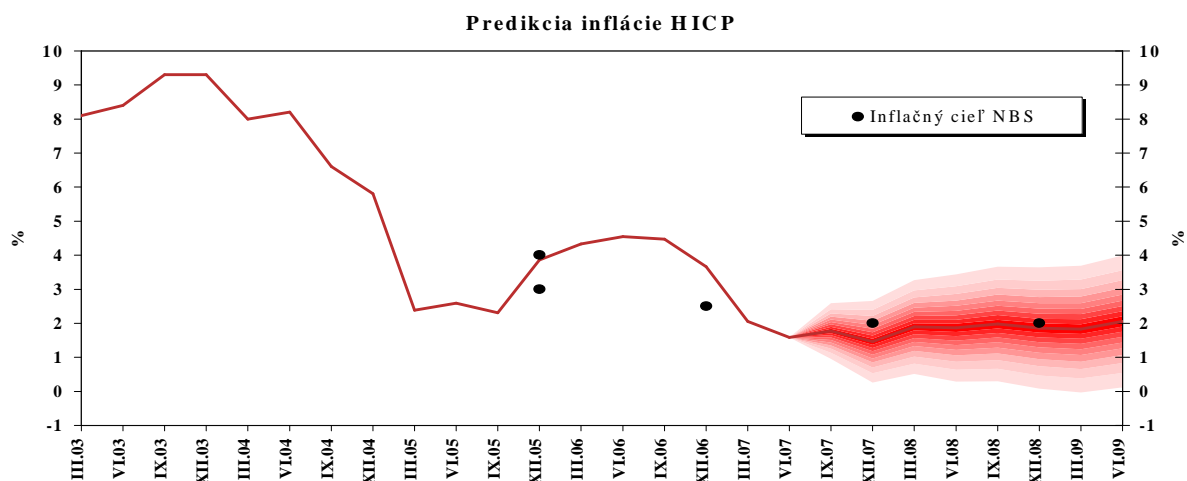
Medzi najvýraznejšie prorastové riziká (a zároveň zvyšujúce sa oproti predchádzajúcej predikcii P2Q-2007 vzhľadom na vývoj v exportných krajinách Irak, Venezuela, Nigéria) patrí vývoj cien ropy a z toho vyplývajúce dopady na ceny energií, čo môže posunúť trajektóriu inflácie na inú úroveň v porovnaní s aktuálnou predikciou (najmä koncom roka 2007 a začiatkom roka 2008).

Pretrváva aj prorastové riziko v cenách potravín, kde sa môže prejaviť vplyv počasia, ako aj vývoj cien poľnohospodárskych komodít na európskom trhu, kde sa môže zvýšiť dopyt po komoditách na výrobu biopalív. Riziko rýchlejšieho rastu cien potravín je však vzhľadom na odhady aktuálnej úrody, ako aj zvýšenie dynamiky cien potravín na rok 2007, nižšie ako to bolo v predchádzajúcej predikcii P2Q-2007.

Riziko (nezmenené v porovnaní s P2Q-2007) predstavuje aj vývoj cien priemyselných tovarov bez energií. Výraznejšia apreciácia výmenného kurzu v posledných mesiacoch sa nepremietala do vývoja cien priemyselných tovarov v predpokladanej miere a je tu riziko, že sa to môže prejaviť výraznejšie v nasledujúcom období.

V cenách služieb naďalej pretrváva na jednej strane prorastové riziko (rovnakou mierou ako v predchádzajúcej predikcii) z možnej vyššej dynamiky zamestnanosti, ako aj nominálnej a reálnej mzdy a konečnej spotreby domácností. Na druhej strane sa začiatkom roka 2007 v cenách služieb prejavili menšou ako predpokladanou mierou sekundárne efekty z mierneho zvyšovania regulovaných cien. Tento trend, pomalšej ako očakávanej dynamiky, by mohol pretrvávajúť aj v nasledujúcom období a predstavuje riziko smerom k nižším ako očakávaným úrovniam, avšak v menšej miere ako v predchádzajúcej predikcii z dôvodu nižšej dynamiky cien služieb ako to bolo predpokladané v predchádzajúcej predikcii, ako aj už veľmi nízkej dynamiky cien služieb zaznamenananej v súčasnosti.

Rizikom je aj aktuálny návrh zákona o spotrebných daniach z cigariet na rok 2008, ktorý by znamenal výraznejšie zvyšovanie daní ako sú očakávania NBS a zároveň dodatočný impulz na celkovú infláciu približne 0,2 percentuálneho bodu.

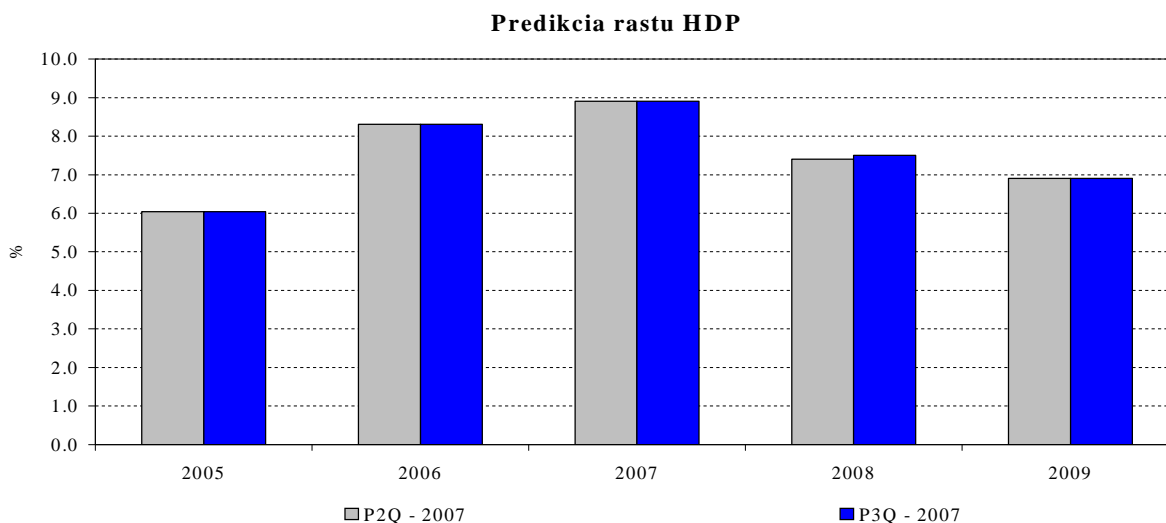


V strednodobej prognóze reálnej ekonomiky dochádza v rokoch 2008 a 2009 v porovnaní s P2Q-2007 k miernej úprave reálneho rastu HDP na rok 2008 (jeho zrýchlenie o 0,1 p.b.). Tento posun súvisí s očakávaním mierne vyššieho príspevku čistého exportu k rastu HDP v dôsledku vyššieho zahraničného dopytu. V novej prognóze je rovnako ako v aprílovej prognóze zapracovaná investícia firmy Samsung, ktorá by mala začať svoju produkciu v marci 2008. Od poslednej prognózy neboli zverejnené nové, resp. aktualizované informácie o tejto investícii. Rovnako zostal nezmenený aj predpoklad zvýšenia produkcie automobilov v spoločnosti PSA v roku 2009. V roku 2009 je možné očakávať prílev ďalších zahraničných investícií v súvislosti s plánovaným vstupom SR do eurozóny.

Z hľadiska štruktúry domáceho dopytu je v rokoch 2008-2009 predpoklad prorastového pôsobenia všetkých jeho hlavných komponentov (s výnimkou zásob v roku 2008). Prognóza vývoja konečnej spotreby domácností zostáva v porovnaní s P2Q-2007 nezmenená, z dôvodu nemeniacich sa očakávaní v oblasti zamestnanosti a mzdového vývoja. Vývoj konečnej spotreby verejnej správy v najbližšom období bude súvisieť s naplňaním rozpočtových zámerov verejnej správy, s celkovým vývojom ekonomiky, ako aj čerpaním prostriedkov zo štrukturálnych fondov. Začiatkom júla 2007 zverejnilo MF SR aktualizáciu daňových príjmov verejnej správy, na základe ktorej dochádza v období 2007-2010 k zvýšeniu odhadu príjmov oproti východiskám rozpočtu verejnej správy na roky 2008-2010. Súčasne však MF SR upozorňuje, že vyšší odhad príjmov „v žiadnom prípade neznamená automaticky priestor na zvýšenie výdavkov“. Aj napriek tomu, uvedená skutočnosť môže predstavovať riziko prognózy konečnej spotreby verejnej správy (smerom nahor).

K rastu fixných investícií by mal, rovnako ako v P2Q-2007, prispievať vývoj ziskovosti podnikov, stabilné podnikateľské prostredie a zrýchľovanie produkčnej aktivity v priemyselných odvetviach. Vývoj zásob, z hľadiska ich relatívneho príspevku k medziročnému rastu HDP, by mal v roku 2008 a aj začiatkom roka 2009 pôsobiť tlmiaco najmä z dôvodu nábehu výroby v spoločnosti Samsung resp. zvýšenia produkcie v spoločnosti PSA (vplyv predzásobovania v minulosti, vplyv investičných dovozov a ich preklasifikovanie na fixné investície, ako aj očakávaný vplyv realizácie hotových výrobkov zo zásob formou vývozu).

Rizikom prognózy (smerom nahor) naďalej zostávajú subdodávatelia spoločnosti Samsung ako aj nové investície, najmä v odvetví energetiky (plynová elektrárňa v Malženiciach, dostavba 3. a 4. bloku jadrovej elektrárne v Mochovciach a tepelná elektrárňa v Trebišove).



Riziko vo vývoji konečnej spotreby domácností, obchodnej bilancie, trhu práce a cenového vývoja predstavujú zámery vlády týkajúce sa zmeny zákonov v sociálnej oblasti (zákon o sociálnom poistení) v znení, v akom boli navrhnuté v prvej polovici júla 2007. Vzhľadom na to, že návrh novely zákona je v medzirezortnom pripomienkovom konaní, možné dopady na vývoj konečnej spotreby domácností nie je možné v súčasnosti vyčíslieť.

Aktuálna strednodobá predikcia P3Q-2007 nepredpokladá v rokoch 2008-2009 v raste nominálnych miezd zmenu oproti predchádzajúcej aprílovej predikcii. Rizikom predikcie miezd v rokoch 2008-2009 zostáva predpoklad vytvárania tlakov na ich rýchlejší rast, vyplývajúci z možného nedostatku kvalifikovanej pracovnej sily v stavebníctve, automobilovom a elektrotechnickom priemysle. V týchto odvetviach je možné očakávať ďalší prílev PZI, ako aj postupne sa rozširujúce výrobné kapacity v už existujúcich spoločnostiach. Vývoj reálnej mzdy by mal byť v rokoch 2008-2009 v súlade s predpokladmi v aprílovej predikcii. Rast reálnej produktivity práce by mal v celom prognózovanom horizonte predbiehať rast reálnych miezd.

Strednodobá predikcia P3Q-2007 očakáva v rokoch 2008-2009 rovnaký rast zamestnanosti ako v predchádzajúcej predikcii. V celom prognózovanom horizonte by hlavnými faktormi rastu zamestnanosti mali byť naďalej investície a dopyt po službách. Na vývoj zamestnanosti v rokoch 2008-2009 by mohla mať vplyv aj rozvíjajúca sa sieť subdodávateľov súvisiaca s investíciou Samsung. Vzhľadom na to, že nie sú známe nové informácie o počte pracovných miest vytvorených subdodávateľmi, považujeme tento predpoklad za riziko prognózy.

Miera nezamestnanosti (podľa VZPS) by mala mať v rokoch 2008-2009 pozvoľne klesajúcu tendenciu a jej hodnoty by mali byť v porovnaní s P2Q-2007 mierne nižšie. Trend vývoja nezamestnanosti je rovnaký ako v predchádzajúcej predikcii, avšak vzhľadom na pozitívnejší vývoj skutočného ako aj predpokladaného počtu nezamestnaných v roku 2007 je možné očakávať nižšie úrovne miery nezamestnanosti aj v ďalších rokoch.

V rámci bilancie bežného účtu sa v rokoch 2008 a 2009, v súlade s predchádzajúcou predikciou, predpokladá pokračovanie relatívne vysokej exportnej výkonnosti ekonomiky, keď v oboch rokoch by mali dynamiky rastu presiahnuť 10%-nú hranicu. V oboch rokoch sa naďalej očakáva významný vplyv podnikov PZI, pričom najvýraznejší rast vývozu by mal dosahovať najmä automobilový a elektrotechnický priemysel. Pozitívny vplyv na vývoz by mal mať odhadovaný rast zahraničného dopytu, ktorý by mal úroveň vývozu ovplyvniť najmä v roku 2008. Dovozná náročnosť vyvážajúcich firiem by sa mala prejavovať najmä v pokračujúcom raste dovozu polotovarov a strojov. Vyššie odhadované ceny ropy by mali v oboch rokoch, v porovnaní s predchádzajúcou predikciou, mierne zvyšovať úroveň tak vývozu, ako aj dovozu.

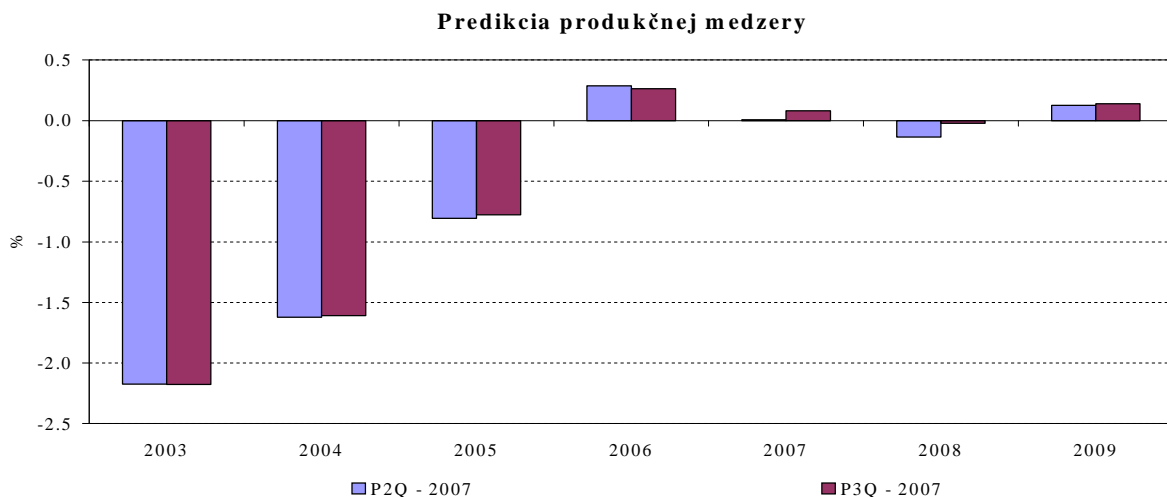
Odhad vývoja salda obchodnej bilancie je v oboch rokoch negatívne ovplyvnený predpokladom rastu cien ropy (v porovnaní s predchádzajúcou predikciou), ktorý by sa mal prejavovať v náraste deficitu. V roku 2008 by mala byť táto skutočnosť čiastočne kompenzovaná rastom zahraničného dopytu. Pozitívny vplyv na vývoj salda v roku 2009 by mal priniesť predpokladaný vstup 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, v súčasnosti zvažovaná, výstavba nových jadrových a paroplynových elektrární, ktorá by sa prostredníctvom vyššieho dovozu investícií prejavila v dočasnom zhoršení salda zahraničného obchodu.

Podobne, ako v roku 2007, bolo zahrnutie časti čerpaných zdrojov z fondov EÚ do kapitálového účtu platobnej bilancie (pôvodne zahrnutých do bežných transferov) hlavnou príčinou zhoršeného odhadu vývoja bilancie bežných transferov. Na základe najnovších odhadov tak došlo k zníženiu predikcie prebytku bilancie bežných transferov v roku 2008 o viac ako 6 mld. Sk. V roku 2009 sa predpokladá výrazný nárast čerpania zdrojov z eurofondov, čo sa prejavilo v ešte výraznejšom znížení prebytku bilancie bežných transferov v porovnaní s rokom 2008. Rizikom pre očakávaný prebytok bilancie transferov môže byť práve skutočná výška čerpania prostriedkov z EÚ, ktoré pri pevných realizovaných platbách do rozpočtu EÚ môžu negatívne ovplyvniť dosiahnuté saldo bilancie bežných transferov.

Deficit bežného účtu by mal, v súlade s predchádzajúcou predikciou, klesať, pričom zmeny odhadov jeho jednotlivých položiek viedli k zhoršeniu predikcie deficitu v rokoch 2008 a 2009 o viac ako 8, resp. 13 mld. Sk a k nárastu podielu deficitu bežného účtu na HDP o 0,4, resp. 0,6 p.b. na 3,1%, resp. 1,5%. Časť zhoršenia podielu deficitu bežného účtu na HDP bude kompenzovaná vyšším odhadom prebytku kapitálového účtu.

Stupeň otvorenosti ekonomiky sa v oboch rokoch znížil, v porovnaní s predchádzajúcou predikciou, keď v roku 2008 dosiahol hodnotu 179,1% HDP a v roku 2009 hodnotu 179,6% HDP.

Nastavenie menovej politiky je naďalej determinované pretrvávajúcimi vývojovými tendenciami v ekonomike. Napriek tomu, že odhad aktuálnej pozície ekonomiky v 1. polroku 2007 nenaznačuje výraznejšie otváranie kladnej produkčnej medzery, existujú riziká pokračovania konjunkturálnej fázy ekonomiky. Procyklicky by mal pôsobiť predovšetkým zahraničný dopyt, avšak bez výrazného rizika vzniku dopytových tlakov v domácom cenovom vývoji. Opatrnou menovou politikou s cieľom eliminovať potenciálne riziko prehrievania by sa mohla domáca ekonomika dostať z mierne kladnej produkčnej medzery v roku 2006 postupne na rovnováhu v roku 2008. V roku 2009 sa však, podobne ako v predchádzajúcej predikcii, predpokladá mierny prorastový impulz spojený so vstupom do eurozóny.



# Tabuľková príloha

## Strednodobá predikcia (P3Q-2007) základných makroekonomických ukazovateľov

| Ukazovateľ   | 2006       | 2007     | 2008    | 2009    | 2007                            | 2008 | 2009  |
|--|------------|----------|---------|---------|---------------------------------|------|-------|
|  | Skutočnosť | Prognóza |         |         | Rozdiel oproti minulej prognóze |      |       |
| <b>Ceny (medziročná dynamika)</b>                                |            |          |         |         |                                 |      |       |
| Inflácia meraná HICP (koniec roka)                               | 3,7        | 1,5      | 2,0     | 2,5     | 0,2                             | 0,0  | 0,0   |
| Inflácia meraná HICP (priemer)                                   | 4,3        | 1,7      | 1,9     | 2,2     | 0,2                             | 0,0  | 0,0   |
| HICP bez energií a nespracovaných potravín (koniec roka)         | 2,5        | 1,5      | 2,2     | 2,9     | -0,2                            | 0,0  | 0,1   |
| HICP bez energií a nespracovaných potravín (priemer)             | 2,1        | 1,7      | 2,1     | 2,4     | 0,1                             | -0,1 | 0,0   |
| Inflácia meraná CPI (koniec roka)                                | 4,2        | 1,9      | 1,9     | 2,5     | 0,0                             | 0,0  | -0,1  |
| Inflácia meraná CPI (priemer)                                    | 4,5        | 2,4      | 1,9     | 2,1     | 0,2                             | 0,0  | -0,1  |
| Jadrová inflácia (koniec roka)                                   | 2,8        | 2,4      | 1,7     | 2,6     | 0,1                             | 0,0  | -0,1  |
| Jadrová inflácia (priemer)                                       | 2,5        | 2,5      | 1,8     | 2,0     | 0,2                             | 0,0  | -0,1  |
| Ceny priemyselných výrobcov (priemer)                            | 8,4        | 2,2      | 2,3     | 1       | -0,5                            | -0,2 | 0,0   |
| <b>HDP (medziročná dynamika, ak nie je uvedené inak)</b>         |            |          |         |         |                                 |      |       |
| HDP nominálny (mld. SK)  | 1 636,3    | 1 824,2  | 2 002,4 | 2 189,1 | 4,4                             | 9,8  | 16,0  |
| HDP nominálny  | 11,2       | 11,5     | 9,8     | 9,3     | 0,3                             | 0,3  | 0,2   |
| HDP reálny   | 8,3        | 8,9      | 7,5     | 6,9     | 0,0                             | 0,1  | 0,0   |
| Domáci dopyt   | 6,4        | 4,8      | 5,2     | 6,1     | 0,4                             | -0,1 | 0,1   |
| Konečná spotreba domácností                                      | 6,3        | 6,8      | 6,0     | 6,1     | -0,1                            | 0,0  | 0,0   |
| Konečná spotreba verejnej správy                                 | 4,1        | 2,9      | 2,0     | 1,9     | 0,0                             | 0,0  | 0,0   |
| Konečná spotreba nezisk. inštitúcií                              | -3,2       | 2,0      | 2,0     | 2,0     | 0,0                             | 0,0  | 0,0   |
| Tvorba hrubého fixného kapitálu                                  | 7,3        | 7,9      | 7,4     | 8,0     | 0,2                             | 0,0  | 0,0   |
| Vývoz tovarov a služieb  | 20,7       | 18,9     | 14,2    | 7,8     | -4,4                            | -0,5 | -0,1  |
| Dovoz tovarov a služieb  | 17,8       | 14,6     | 12,2    | 7,1     | -3,9                            | -0,7 | 0,0   |
| Output gap   | 0,3        | 0,1      | 0,0     | 0,1     | 0,1                             | 0,1  | 0,0   |
| <b>Trh práce</b>   |            |          |         |         |                                 |      |       |
| Priemerná mesačná mzda nominálna (medziročná dynamika)           | 8,0        | 7,2      | 6,8     | 7,3     | 0,0                             | 0,0  | 0,0   |
| Priemerná mesačná mzda reálna (medziročná dynamika)              | 3,3        | 4,7      | 4,8     | 5,1     | -0,2                            | 0,0  | 0,2   |
| Zamestnanosť podľa VZPS (medziročná dynamika)                    | 3,8        | 3,0      | 2,3     | 1,9     | 0,0                             | 0,0  | 0,0   |
| Zamestnanosť podľa štat. výkazníctva (medziročná dynamika)       | 2,2        | 2,3      | 1,6     | 1,4     | 0,2                             | 0,0  | 0,0   |
| Zamestnanosť podľa ESA 95 (medziročná dynamika)                  | 2,3        | 2,0      | 1,7     | 1,4     | -0,2                            | 0,0  | 0,0   |
| Miera nezamestnanosti podľa VZPS (%)                             | 13,3       | 10,9     | 9,6     | 9,4     | -1,3                            | -1,7 | -1,5  |
| Produktivita práce (HDP s.c./zamestnanosť) (medziročná dynamika) | 6,0        | 6,5      | 5,8     | 5,4     | -0,2                            | 0,1  | 0,0   |
| <b>Platobná bilancia</b>   |            |          |         |         |                                 |      |       |
| Otvorenosť ekonomiky (% HDP)                                     | 175,5      | 174,1    | 179,1   | 179,6   | -4,2                            | -3,5 | -4,6  |
| Obchodná bilancia (mld. SK)                                      | -91,6      | -35,0    | -14,3   | 0,0     | -1,9                            | -2,0 | -3,0  |
| Obchodná bilancia (% HDP)  | -5,6       | -1,9     | -0,7    | 0,0     | -0,1                            | -0,1 | -0,1  |
| Bilancia služieb (mld. SK)                                       | 19,7       | 17,1     | 18,8    | 19,6    | -1,0                            | 0,0  | 0,0   |
| Bilancia služieb (% HDP)   | 1,2        | 0,9      | 0,9     | 0,9     | -0,1                            | 0,0  | 0,0   |
| Bežný účet (mld. SK)   | -135,6     | -85,6    | -62,0   | -32,8   | -7,9                            | -8,2 | -13,2 |
| Bežný účet (% HDP)   | -8,3       | -4,7     | -3,1    | -1,5    | -0,4                            | -0,4 | -0,6  |
| Bežný a kapitálový účet (mld. SK)                                | -136,8     | -75,6    | -50,6   | -15,6   | -2,9                            | -2,0 | -3,0  |
| Bežný a kapitálový účet (% HDP)                                  | -8,4       | -4,2     | -2,6    | -0,7    | -0,2                            | -0,1 | -0,1  |