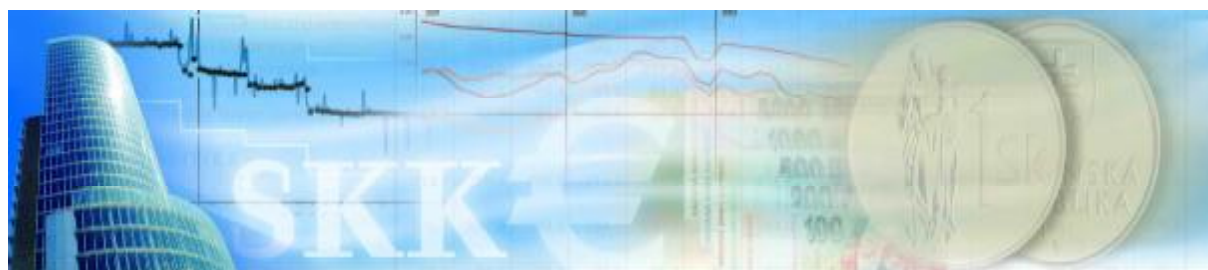




NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

STREDNODOBÁ PREDIKCIA (P4Q - 2007)

Október 2007



Rovnovážne premenné, vývoj potenciálu ekonomiky

Strednodobá predikcia je založená na predpoklade konvergujúcej ekonomiky, čomu zodpovedajú rovnovážne trendy hlavných makroekonomických ukazovateľov. Základný rámec predikcie predstavujú rovnovážne reálne úrokové sadzby, rovnovážny reálny kurz a neinflačne pôsobiaci rast ekonomiky (potenciálny produkt). V P4Q-2007 nedošlo k zmenám dlhodobých trendov reálnych menových premenných.

Základným predpokladom prognózy je naďalej prorastový impulz na strane zvyšujúcej sa exportnej výkonnosti ekonomiky. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou sa v roku 2007, na základe aktuálneho vývoja v prvom polroku predpokladá rovnomernejšie rozloženie ponukového impulzu v priebehu jednotlivých štvrtí rokov. Tým došlo k spomaleniu rastu potenciálu ekonomiky v 1. polroku 2007, zatiaľ čo predpoklad na celý rok zostal nezmenený. V predikcii nie je zakomponovaná revízia zahraničného obchodu a národných účtov z októbra 2007.

Očakávaný priaznivý vplyv priamych zahraničných investícií bude mať naďalej pozitívny dopad na vývoj exportnej výkonnosti v celom strednodobom horizonte. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou zostal nezmenený predpoklad, že vysoký rast potenciálu dosahujúci hodnotu okolo 9,0% v roku 2007 by sa mal v ďalších rokoch postupne spomaľovať.

Východisková pozícia ekonomiky¹

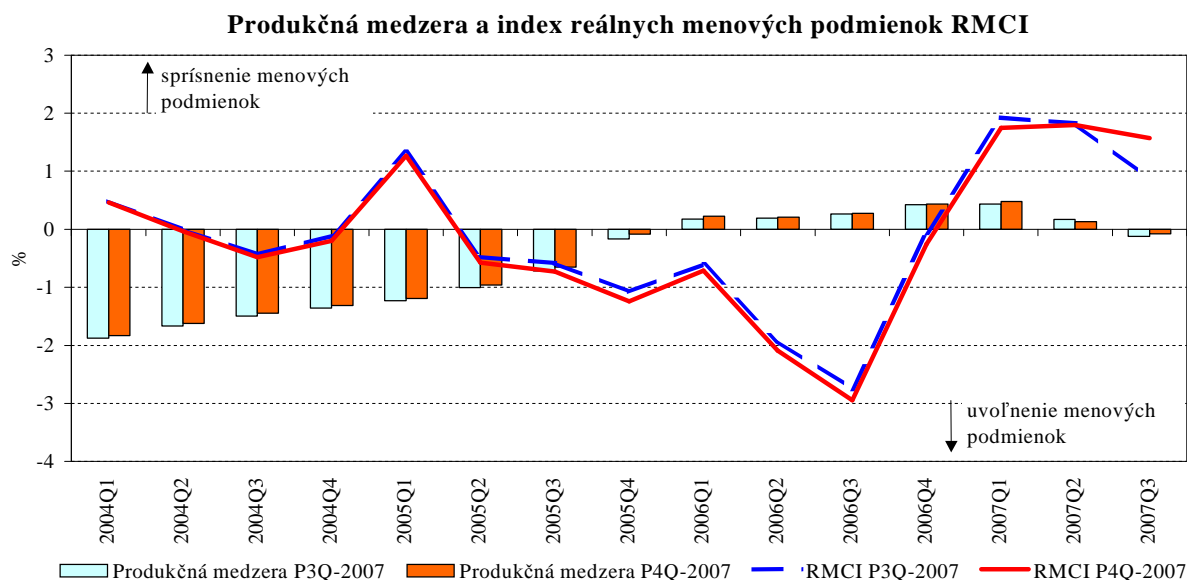
Odhad východiskovej pozície ekonomiky je založený na odhade odchýlok kľúčových makroekonomických ukazovateľov od ich rovnovážnych trendov. Pôsobenie menovej politiky prostredníctvom indexu reálnych menových podmienok v 3. štvrtroku 2007 je naďalej charakteristické protichodným vývojom jednotlivých zložiek. Prostredníctvom dosahovanej nominálnej apreciácie sa reálny kurz zhodnocoval rýchlejšie v porovnaní s predpokladmi rovnovážneho kurzu, čím si zachoval svoje reštriktívne pôsobenie. Úroková zložka menových podmienok zostáva mierne pod svojou rovnovážnou úrovňou. Napriek protichodnému pôsobeniu úrokovej zložky si celkové menové podmienky v 3. štvrtroku 2007 podobne, ako bolo predpokladané v júlovej predikcii, zachovali reštriktívny charakter.

Reálny ekonomický rast v 2. štvrtroku 2007 dosiahol 9,4%, čo bolo mierne menej v porovnaní s predpokladmi NBS. Predchádzajúca predikcia bola založená na predpoklade pôsobenia vysokého zahraničného dopytu a raste pridanej hodnoty vo výrobe dopravných prostriedkov, ako aj v celej priemyselnej výrobe. V 2. štvrtroku 2007 vzrástol zahraničný dopyt reálne o 18,0% a príspevok čistého exportu k rastu HDP predstavoval 3,4 percentuálneho bodu. Pridaná hodnota v priemyselnej výrobe pokračovala aj v 2. štvrtroku 2007 dvojciferným rastom, pričom pridaná hodnota vo výrobe strojov, elektrických zariadení a dopravných prostriedkov vzrástla o viac ako 30% v stálych cenách. V rámci štruktúry domáceho dopytu sa, v súlade s júlovou predikciou, prejavilo prorastové pôsobenie všetkých jeho zložiek, čo však bolo mierne znižované štatistickou diskrepanciou.

Z hľadiska vývoja reálnej ekonomiky v 3. štvrtroku 2007 by mal opäť byť najvýznamnejším faktorom pretrvávajúci vysoký zahraničný dopyt, ktorý by mohol dosiahnuť podobný medziročný rast ako v 2. štvrtroku 2007. Taktiež by mal pokračovať dvojciferný rast pridanej

¹ Východisková pozícia ekonomiky predstavuje jej stav v 3. štvrtroku 2007 (na základe odhadu rastu HDP), od ktorého sa odvíja tak krátkodobá, ako aj strednodobá prognóza.

hodnoty vo výrobe dopravných prostriedkov, ako aj v celej priemyselnej výrobe. Slovenská ekonomika by tak mala aj v 3. štvrtroku 2007 dosahovať vysoký rast v stálych cenách.



Na základe aktuálnych údajov a predikcie rastu HDP na 3. štvrtrok možno skonštatovať, že ekonomika sa nachádza blízko svojej potenciálnej úrovne (0,1% v 2. štvrtroku 2007, -0,1% v 3. štvrtroku 2007). Rovnako ako v predchádzajúcej strednodobej predikcii nedochádza k podstatnému otváraniu ekonomického cyklu, nakoľko sa očakáva uzatvorenie cyklickej medzery v 3. štvrtroku 2007. Z faktorov ovplyvňujúcich cyklickú pozíciu ekonomiky v roku 2007 má najväčší vplyv reštriktívne nastavenie menových podmienok.

Rast nominálnej i reálnej mzdy bol v 2. štvrtroku 2007 v súlade s očakávaniami NBS z júlovej predikcie (6,7%). Najvyšší rast nominálnej mzdy v 2. štvrtroku 2007 zaznamenali odvetvia zdravotníctvo, ťažba nerastných surovín, pôdohospodárstvo a doprava, skladovanie, pošty a telekomunikácie. Dynamický rast nominálnych miezd by mal pokračovať aj v 3. štvrtroku 2007, čo naznačujú aj predbežné údaje o vývoji miezd vo vybraných odvetviach v júli a auguste a ich dynamika by mala byť v porovnaní s 2. štvrtrokom, rovnako ako v predchádzajúcej predikcii, vyššia. Rast reálnej mzdy v 3. štvrtroku 2007 by sa mal oproti predchádzajúcemu štvrtroku zrýchliť vplyvom vyššieho očakávaného rastu nominálnej mzdy. Rast reálnej mzdy v 2. štvrtroku 2007 zaostal za rastom reálnej produktivity práce a rovnaký vývoj očakávame aj v 3. štvrtroku 2007.

Zamestnanosť (ESA95) pokračovala v dynamickom medziročnom raste aj v 2. štvrtroku 2007 a jej vývoj bol v súlade s predikciou P3Q-2007. Rast zamestnanosti by mal pokračovať aj v 3. štvrtroku 2007 a jej dynamika by mala byť v porovnaní s 2. štvrtrokom 2007 nezmenená, rovnako ako v P3Q-2007. V 2. štvrtroku sa v porovnaní s predpokladmi NBS spomalil rast zamestnanosti podľa VZPS, hlavne vplyvom pomalšieho rastu počtu osôb pracujúcich v zahraničí. V porovnaní s júlovou predikciou P3Q-2007, by mala v 3. štvrtroku 2007 zamestnanosť podľa VZPS dosiahnuť mierne nižší rast.

Bežný účet platobnej bilancie dosiahol v prvom polroku 2007 deficit vo výške 32,7 mld. Sk, keď medziročne poklesol o 21,4 mld. Sk, čo bolo ovplyvnené predovšetkým nižším deficitom obchodnej bilancie a v menšej miere aj nižším deficitom bilancie výnosov. Ostatné dve položky bežného účtu zaznamenali zhoršenie v porovnaní s vývojom v rovnakom období

roku 2006. V súlade s očakávaniami NBS z P3Q-2007 došlo k výraznému medziročnému zlepšeniu vývoja obchodnej bilancie, čo bolo spôsobené najmä rastúcim zapojením novoetablovaných PZI a prejavilo sa vo vysokej dynamike vývozu. Pozitívny vývoj exportnej výkonnosti umožnil mierne prekročiť očakávania NBS z predchádzajúcej predikcie, týkajúce sa odhadovaných objemov vývozu, ako aj dovozu. V prípade dovozu mohli byť vyššie dosiahnuté objemy čiastočne zapríčinené aj možným predzásobením sa niektorých firiem.

Medziročne nižší deficit bežného účtu platobnej bilancie ovplyvnil aj vývoj jeho podielu na HDP, ktorý sa v porovnaní s rovnakým obdobím roku 2006 znížil o 3,2 p. b., keď v prvom polroku 2007 dosiahol hodnotu 3,8%. Podobne aj v obchodnej bilancii bolo zaznamenané zlepšenie vývoja tohto ukazovateľa o 4,2 p. b. na hodnotu 0,7%.

Napriek horšiemu vývoju salda obchodnej bilancie v druhom štvrtroku 2007 (v porovnaní s P3Q-2007) je odhadovaný deficit zahraničného obchodu v 3. štvrtroku mierne znížený. Vzhľadom na to, že časť dovozov v druhom štvrtroku pravdepodobne mala charakter predzásobenia, mohla by sa táto skutočnosť prejavovať v nižších dovozoch v nasledujúcich mesiacoch s následným pozitívnym vplyvom na saldo obchodnej bilancie. Pozitívny vplyv nižších dovozov polotovarov by mal byť v 3. štvrtroku čiastočne tlmený vyššími cenami ropy, ktoré by sa mohli prejavovať v náraste dovozov surovín.

V treťom štvrtroku 2007 došlo k ďalšiemu očakávanému spomaleniu priemerného medziročného tempa rastu spotrebiteľských cien na úroveň 1,4%. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou P3Q-2007 bola úroveň inflácie v treťom štvrtroku 2007 nižšia, čo bolo ovplyvnené predovšetkým pomalšou ako očakávanou dynamikou cien potravín a priemyselných tovarov bez energií. Napriek nižšiemu ako predpokladanému rastu cien potravín sa v cenách niektorých položiek (chlieb a obilniny, mlieko a mliečne produkty, mäso) v septembri začalo prejavovať riziko ich vyššej dynamiky z dôvodu výrazného rastu cien agrokomodít. Rýchlejšie tempo rastu v porovnaní s predpokladmi z P3Q-2007 zaznamenali ceny služieb. V cenách služieb sa zrýchlila dynamika cien služieb spojených s bývaním, dopravou a rekreačných a osobných služieb. V cenách priemyselných tovarov bez energií sa apreciacia výmenného kurzu z prelomu rokov 2006-2007 a z prvých mesiacov roka 2007 naďalej prejavuje len v minimálnej miere, keď ich dynamika je viac menej stabilná, porovnateľná s predchádzajúcimi rokmi.

Medziročná dynamika cien a výmenného kurzu v %

	SKK/EUR	Obchodovateľné tovary bez PHM* (Priemyselné tovary bez energií**)
2Q.2006	-3,1	-0,7 (0,2)
3Q.2006	-2,1	-0,4 (0,9)
2Q.2007	-10,5	0,0 (-1,1)
3Q.2007	-11,3	0,0 (-1,6)

* HICP v štruktúre CPI

** vrátane vplyvu regulovaných farmaceutických výrobkov, ktorých ceny v roku 2006 na medziročnej báze rástli a v roku 2007 klesali vplyvom zníženia DPH a metodologickej zmeny (vyradenie výrobku s vyšším doplatkom pre ukončenie výroby a predaja za výrobok s nižším doplatkom)

BOX

Riziká v cenách tovarov a služieb (pass-through efekt (PTE) a Ballassa-Samuelson efekt (BSE))

K významným rizikám vývoja inflácie v strednodobom a súčasne aj v krátkodobom horizonte patrí pass-through výmenného kurzu do spotrebiteľských cien. V poslednom štvrtroku 2006 a prvej polovici roku 2007 sa výrazná apreciácia výmenného kurzu nepremietala do vývoja inflácie, čo je najviac zrejme z cien obchodovateľných tovarov bez pohonných hmôt. Načasovanie a sila vplyvu uvedeného výrazného posilnenia výmenného kurzu na infláciu sa javí ako riziko predikcie.

V aktuálnej predikcii sa neočakáva, že vo vývoji inflácie v roku 2008 sa prejaví s časovým posunom výrazná apreciácia výmenného kurzu z roku 2007 (vo väčšine modelov pass-through sa efekt depreciaácie, respektíve apreciácie prejaví v horizonte približne do 8 štvrtrokov). Pass-through výmenného kurzu tak môže predstavovať riziko smerom dole. Predpokladá sa, že zhodnotenie výmenného kurzu v roku 2007 bolo chápané ako dočasné. Môže to byť spôsobené aj snahou obchodníkov využiť poslednú možnosť apreciácie pred zafixovaním kurzu na jednorazové zvýšenie ziskov alebo na pokrytie nákladov spojených so zavádzaním eura. Existuje riziko, že vplyvom prípadného dlhšieho časového posunu sa apreciácia z prvého polroka prejaví v inflácii na prelome rokov 2007 a 2008, čo by bolo vidieť najmä vo vykázaní výraznejšej deflácie v cenách obchodovateľných tovarov, resp. priemyselných tovarov bez pohonných hmôt. Vzhľadom na to, že obchodovateľné tovary mieru svojej deflácie spomaľujú, je tento variant zatiaľ málo pravdepodobný.

Vzhľadom na to, že vo vývoji inflácie existuje istý vplyv výmenného kurzu, ktorý vyplýva z dlhodobého trendu jeho posilňovania, je možné očakávať mierne zvýšenie dynamiky cien po zafixovaní výmenného kurzu. Malo by tak dochádzať k postupnému približovaniu medziročnej dynamiky cien obchodovateľných tovarov v SR k medziročným rastom cien v krajinách eurozóny. Tento vplyv sa prejaví aj v ostatných položkách spotrebiteľského koša, avšak vzhľadom na pôsobenie aj iných faktorov nie je dopad výmenného kurzu taký zreteľný.

V aktuálnej predikcii boli zahrnuté výsledky analýzy PTE, ako aj BSE. Oproti predchádzajúcej predikcii to znamenalo mierne zrýchlenie dynamiky cien priemyselných tovarov bez energií. V rámci regulovaných cien by sa apreciácia mala prejavíť vzhľadom na spôsob regulácie raz ročne pri stanovovaní cien na rok 2008 (preto NBS predpokladá v roku 2008 nulový nárast cien plynu napriek nárastu ceny komodity). Zároveň strednodobá predikcia reflektuje vplyv BSE na spotrebiteľské ceny (cca 0,7 p.b.).

Strednodobá predikcia

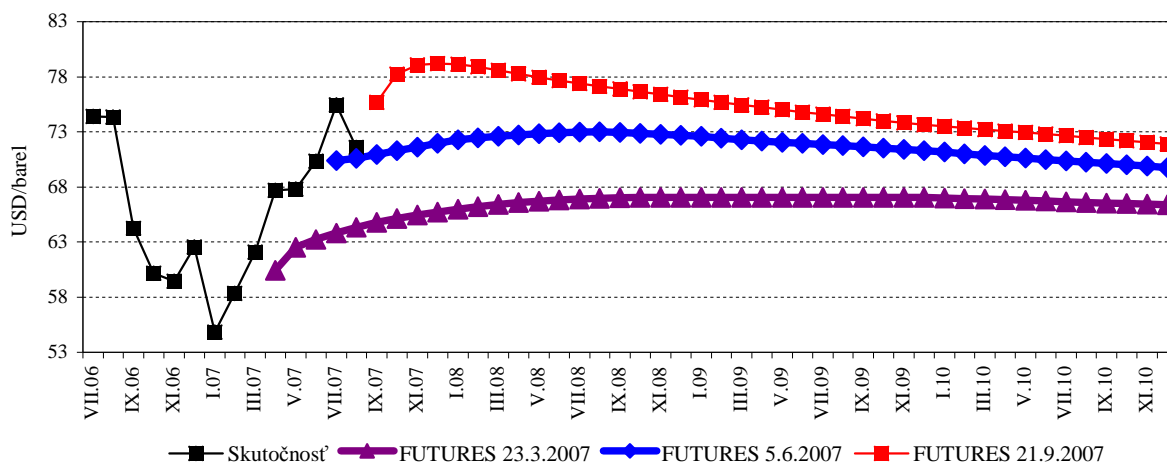
Vstupné exogénne ukazovatele

Predikcia za oblasť exogénnych ukazovateľov vychádzala zo septembrovej publikácie Consensus Forecasts (CF)². Očakávaný vývoj cien ropy je založený na cenách futures z 21.9.2007.

² Prieskum predikcií ekonomických a finančných medzinárodných inštitúcií, z ktorých je vypočítavaná priemerná hodnota. Týmto spôsobom sa zabezpečuje čo najobjektívnejšie odhadnutie vývoja potrebných ukazovateľov za zahraničný sektor. Vzhľadom na priebeh a harmonogram predikcií v NBS boli hodnoty

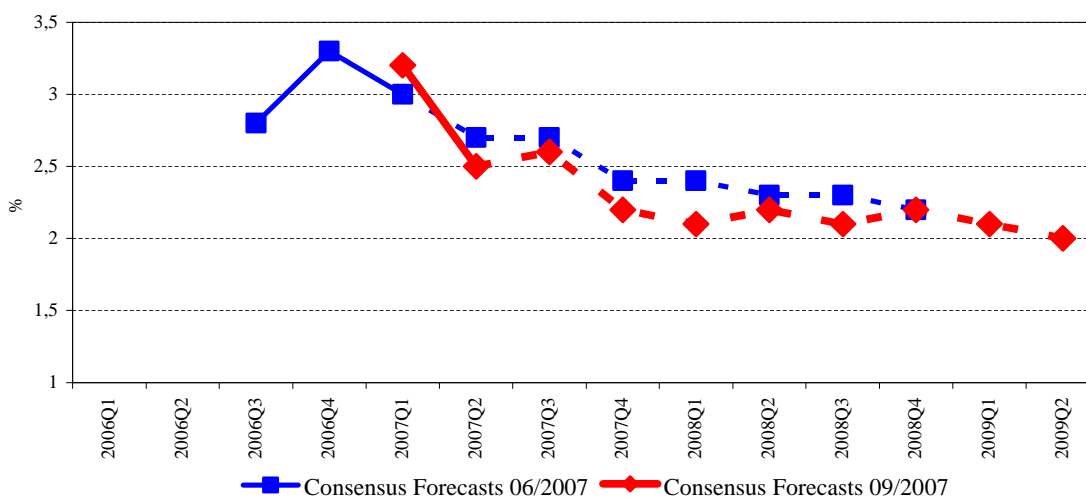
Predikcia vývoja cien ropy oproti P3Q-2007 predpokladá posun na vyššie úrovne na celom horizonte prognózy, pričom maximum by malo byť dosiahnuté na prelome rokov 2007-2008. V porovnaní s predchádzajúcou prognózou je dynamika rastu cien ropy v roku 2007 vyššia a v roku 2008 sa očakáva výraznejší medziročný pokles ceny (jej priemerná ročná úroveň však vzrastie).

Očakávaná cena ropy



Rast HDP eurozóny podľa CF 09/2007 je v porovnaní s P3Q-2007 nižší na celom horizonte prognózy v priemere o 0,1 p.b.

Prognóza rastu HDP eurozóny podľa Consensus Forecasts



Predpokladaný vývoj rastu cien v eurozóne by mal v rokoch 2007 a 2008 oscilovať okolo cieľa ECB 2%. Oproti P3Q-2007 sa profil vývoja inflácie zmenil len veľmi mierne, pričom na konci roka 2008 by jej úroveň mala byť na rovnakej úrovni ako v predchádzajúcej prognóze.

vstupných premenných čerpané z Consensus Forecasts zo septembra 2007 a na týchto úrovniach zafixované počas celého prognostického procesu. Všetky nové informácie budú zohľadnené v ďalších strednodobých predikciách.

Istým rizikom inflácie za eurozónu sa javia byť ceny potravín, ktoré by krátkodobo mohli pôsobiť smerom k vyššej inflácii.

V porovnaní s minulou predikciou sa očakáva mierne zvýšenie krátkodobých úrokových sadziieb EURIBOR na 4,4% už v 4. štvrtroku 2007, pričom približne na tejto úrovni by mali zostať aj v roku 2008.

	2006	2007	2008	2009
Inflácia eurozóna rast v %				
CF 06/07 (priemer roka)	2,2	2,0	2,0	2,1*
CF 09/07 (priemer roka)	2,2	2,0	2,0	2,0*
HDP eurozóna rast v %				
CF 06/07	2,8	2,7	2,3	2,0*
CF 09/07	2,9	2,6	2,2	2,0*
Ceny ropy v USD/barel, resp. EUR/barel (priemer za rok)				
5.jún 2007	66,2/52,9	67,2/50,3	72,8/54,6	71,9/54,3*
21.september 2007	66,2/52,9	70,0/51,8	77,6/57,0	74,7/55,9*
Úrokové sadzby (3-mesačný EURIBOR) (koniec príslušného štvrtroka)				
CF 06/07	3,725 (4Q)	4,3 (3Q)	4,5 (2Q)	4,2* (4Q)
CF 09/07	3,725 (4Q)	4,4 (4Q)	4,4 (3Q)	4,2* (4Q)
Výmenný kurz USD/EUR (koniec príslušného štvrtroka)				
CF 06/07	1,317 (4Q)	1,352 (3Q)	1,338 (2Q)	1,323 (2Q)
CF 09/07	1,317 (4Q)	1,377 (4Q)	1,356 (3Q)	1,330 (3Q)

* NBS predikcia

Mierne nižší hospodársky rast eurozóny oproti predchádzajúcej prognóze by nemal negatívne pôsobiť na ekonomiku SR. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou by prorastový impulz pre infláciu mala predstavovať vyššia cena ropy, pričom tento impulz by mal byť zmiernený očakávaným slabším kurzom amerického dolára.

Predikcia na rok 2007

Do konca roka 2007 sa predpokladá zrýchľovanie medziročnej dynamiky HICP na 1,6%, avšak inflácia by sa mala naďalej nachádzať pod inflačným cieľom stanoveným pre tento rok (2%). Vyššia predikcia celkovej inflácie oproti P3Q-2007 o 0,1 percentuálneho bodu je spôsobená predovšetkým očakávaniami výraznejšieho rastu cien potravín, kde by sa mal prejavíť vývoj cien agrokodit, predovšetkým v spracovaných cenách potravín (a to v cenách múky, chleba a pekárenských výrobkov), ale aj v cenách mäsa a mliečnych výrobkov. Nižšie úrovne dynamiky v porovnaní s predchádzajúcou predikciou by mali zaznamenať ceny priemyselných tovarov bez energií, kde sa prejavila absencia zvyšovania cien farmaceutických produktov v treťom štvrtroku 2007 (v P3Q-2007 sa odhadovalo, na základe doterajšieho vývoja, zvyšovanie cien v každom štvrtroku). V súčasnej predikcii sa predpokladá, že ku zmenám cien farmaceutických produktov bude dochádzať už len dvakrát ročne (v apríli a v októbri), pričom v týchto obdobiach sú v P4Q-2007 zahrnuté aj očakávania rastu cien farmaceutických výrobkov.

Na vyšších úrovniach v porovnaní s P3Q-2007 by sa mala pohybovať aj dynamika cien energií, kde by sa mal prejavieť výraznejší medzročný nárast cien pohonných hmôt ako dôsledok aktuálneho vývoja cien ropy, ako aj futures na ropu Brent. Koncom roka by sa v cenách energií mal prejavieť základný efekt zo zvyšovania cien zemného plynu a tepla v rovnakom období minulého roka, v dôsledku čoho by malo dôjsť k spomaleniu dynamiky cien energií.

Celková inflácia by sa vplyvom uvedených faktorov mala zrýchľovať a mala by byť do konca roka 2007 na vyšších úrovniach, ako to bolo v predchádzajúcej predikcii P3Q-2007. Na konci roka 2007 by HICP inflácia mala dosiahnuť 1,6% a v priemere za rok 1,7%.

V prognóze reálneho rastu HDP na rok 2007 nedochádza v porovnaní s júlovou strednodobou predikciou k zmene celkovej dynamiky. Prognóza konečnej spotreby domácností sa v dôsledku mierne rýchlejšej, ako očakávanej dynamiky v 1. polroku 2007 a pri nezmenených očakávaniach základných ukazovateľov trhu práce, zvýšila o 0,1 percentuálneho bodu.

Prognóza tvorby hrubého fixného kapitálu je pre rok 2007 nižšia o 0,4 percentuálneho bodu (súčasne bol však zvýšený príspevok zmeny stavu zásob). Dôvodom je prehodnotenie predpokladov o preklasifikovaní investičných dovozov na fixné investície (aj vzhľadom na vývoj v 2. štvrtroku 2007).

Príspevok čistého exportu by mal byť v roku 2007 v porovnaní s júlovou predikciou mierne vyšší.

Vzhľadom na skutočný vývoj nominálnej mzdy, ktorá sa výrazne neodlišovala od očakávaní NBS a nezmenenú prognózu ďalších makroekonomických ukazovateľov, neočakáva NBS v roku 2007 v predikcii P4Q-2007 v porovnaní s júlovou predikciou zmenu v dynamike nominálnych miezd (7,2%). Vo svojich predpokladoch NBS vychádzala z vývoja miezd za 2. štvrtrok 2007, kde sa riziko premietnutia rýchlejšieho rastu produktivity práce do rastu miezd zatiaľ nepotvrdilo. Tento predpoklad však naďalej zostáva rizikom predikcie, vzhľadom na to, že vývoj miezd dlhodobejšie nekorešponduje s dynamickým vývojom produktivity práce. 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 (ESA 95) pokračovať v raste a jej dynamika, vzhľadom na skutočný vývoj v 2. štvrtroku 2007, by mala byť v porovnaní s júlovou predikciou nezmenená (2,0%).

V súčasnom vývoji trhu práce sa výrazne neprejavilo riziko identifikované v júlovej predikcii P3Q-2007 ohľadom tlakov na trhu práce v stavebníctve, automobilovom a elektrotechnickom priemysle. Rast nominálnych miezd v týchto odvetviach sa výrazne neodlišoval od vývoja v predchádzajúcich obdobiach. Tento predpoklad aj naďalej zostáva rizikom aktuálnej predikcie P4Q-2007 v celom prognózovanom horizonte.

Vývoj počtu nezamestnaných bol v 2. štvrtroku 2007 rovnaký ako predpoklad NBS. Predikcia P4Q-2007 preto nepredpokladá zmenu v miere nezamestnanosti v roku 2007 v porovnaní s predchádzajúcou predikciou (10,9%).

Vývoj bežného účtu platobnej bilancie v prvom polroku 2007, ako aj nové predpoklady o vývoji cien ropy 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 prvého polroka 2007 pretrvávali na strane vývozu vysoké tempá rastu (za január až jún 2007 dosiahol medziročný rast vývozu 21,1%), pričom dosiahnutá dynamika mierne prevýšila očakávania NBS. Táto skutočnosť je premietnutá vo vyšších objemoch vývozu v roku 2007, najmä v náraste vývozu strojov. Vyšší vývoz sa, vzhľadom na existujúcu dovoznú náročnosť, prejavil vo vyššom očakávanom dovoze. Nárast dovozu bol v prvom polroku zvyšovaný aj pravdepodobným predzásobovaním niektorých podnikov, čo by sa v druhom polroku mohlo čiastočne prejavovať v nižšom ako pôvodne očakávanom dovoze polotovarov. V roku 2007 sa, v porovnaní s predchádzajúcou predikciou, predpokladá vyšší vývoz aj dovoz surovín, čo je zapríčinené očakávaniami vyšších cien ropy.

Vzhľadom na vyšší ako očakávaný deficit zahraničného obchodu v prvom polroku a tiež vplyvom očakávaného cenového vývoja ropy na svetových trhoch došlo v predikcii obchodnej bilancie k zvýšeniu očakávaného deficitu v roku 2007 o 2,3 mld. Sk na 37,3 mld. Sk.

Pozitívnejší vývoj bilancie iných služieb celkom v druhom štvrtroku 2007 je hlavným dôvodom nárastu pôvodne predikovaného prebytku bilancie služieb v roku 2007. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou bol prebytok bilancie služieb zvýšený o 1,6 mld. Sk na 18,7 mld. Sk.

Prognóza celkového deficitu bilancie výnosov bola v porovnaní s predchádzajúcou predikciou upravená iba mierne. Zohľadnenie doterajšieho vývoja príjmov v rámci bilancie výnosov z investícií pri nezmenených ostatných predpokladoch sa premietlo do celkového zhoršenia odhadu deficitu bilancie výnosov o 0,2 mld. Sk na 2,5 mld. Sk.

Mierne zlepšenie odhadu deficitu bilancie bežných transferov bolo zapríčinené zohľadnením nových predpokladov o výške čerpaných zdrojov z fondov EÚ. Na základe najnovších odhadov tak došlo k zníženiu predikcie deficitu bilancie bežných transferov v roku 2007 o 0,4 mld. Sk na 2,1 mld. Sk.

Zmeny odhadov jednotlivých položiek bežného účtu viedli k zvýšeniu predikcie jeho deficitu v roku 2007 o približne 0,6 mld. Sk, pričom podiel deficitu bežného účtu na HDP zostal nezmenený na úrovni 4,7% HDP. Stupeň otvorenosti ekonomiky, v porovnaní s predchádzajúcou predikciou, mierne vzrástol na 175,0%.

V rámci aktuálnej predikcie bežného účtu nie je zakomponovaná revízia údajov o zahraničnom obchode, pretože v čase zostavovania predikcie neboli k dispozícii hodnoty revidovaného HDP. Z hľadiska konzistentnosti predikcie tak nebolo možné zohľadniť metodickú zmenu len v jednom makroekonomickom ukazovateli.

V bilancii PZI bol, vzhľadom na reálny vývoj, zachovaný odhad prílevu PZI vo forme majetkovej účasti a reinvestovaného zisku. Naopak vyššie poskytovanie úverov zahraničným materským podnikom v aktuálnom vývoji roku 2007 sa prejavilo poklesom odhadu prílevu PZI vo forme ostatného kapitálu. Nižší prílev PZI vo forme ostatného kapitálu bol iba čiastočne kompenzovaný na strane aktív, kde nižší odhad záujmu slovenských podnikov o investovanie v zahraničí vo forme PZI mierne tlmil pokles prílevu celkových PZI v porovnaní s predchádzajúcou predikciou.

Predikcia na roky 2008 a 2009

Aktuálna strednodobá predikcia očakáva koncoročnú infláciu v roku 2008 na úrovni 2,3% (priemerná 2,3%) a v roku 2009 jej zrýchlenie na úroveň 2,8% (priemerná 2,7%). V porovnaní s predikciou P3Q-2007 sú hodnoty aktuálnej strednodobej predikcie inflácie v roku 2008 vyššie o 0,3 p.b. a v roku 2009 o 0,3 p.b..

V rámci základnej štruktúry inflácie by v roku 2008 oproti roku 2007 malo dôjsť k zrýchleniu dynamiky cien tovarov, ako aj cien služieb. V cenách služieb by sa mali v roku 2008, rovnako ako v predchádzajúcej predikcii, prejavovať mierne väčšie nákladové impulzy v dôsledku predpokladaného rýchlejšieho rastu regulovaných cien energií v roku 2008. Okrem regulovaných cien energií by prorastovo (viac ako v P3Q-2007) mali pôsobiť na infláciu aj ceny pohonných hmôt, ktoré by mali od roku 2008 zaznamenávať opätovne medziročný pokles. Aktuálna predikcia predpokladá zvyšovanie spotrebných daní na cigarety, ktoré by malo v roku 2008 prispieť k rastu inflácie približne vo výške 0,4 percentuálneho bodu.

Oproti predpokladom z júlovej predikcie by mala k zvýšeniu predikcie inflácie na rok 2008 prispieť hlavne rýchlejšia dynamika cien potravín (vplyv vývoja cien agrokomodít). Menší medziročný pokles by mali zaznamenať aj ceny priemyselných tovarov bez energií, vzhľadom na predpoklady o vývoji cien farmaceutických produktov a rýchlejšie by mali rásť aj ceny pohonných hmôt. Vyšší ako v predchádzajúcej predikcii (približne o 0,2 p.b.) by mal byť aj príspevok zmien spotrebných daní na cigarety. Naopak, mierne pomalšiu dynamiku by mali zaznamenať v porovnaní s predchádzajúcou predikciou ceny služieb.

V roku 2009 by mal v cenách tovarov a služieb pokračovať trend z roku 2008. Na ceny tovarov by mala aj v roku 2009 vplývať nízka dovezená inflácia, vzhľadom na otvorenosť slovenskej ekonomiky a po zavedení eura aj zjednodušenie obchodnej výmeny a cenového porovnávania. Zvýšenie dynamiky inflácie v roku 2009 oproti roku 2008 by malo byť spôsobené predovšetkým faktormi mimo pôsobenia menovej politiky. Jedným z nich je ďalšie zvyšovanie spotrebných daní na cigarety. Podľa prepočtu NBS by zvýšenie spotrebných daní na cigarety predstavovalo príspevok do celkovej inflácie približne 0,4 percentuálneho bodu. Na zvýšenie dynamiky inflácie bude mať vplyv vývoj regulovaných cien energií, ako aj efekt zo zavedenia euro mincí a bankoviek (tzv. euro changeover effect). Z dôvodu opatrnosti v aktuálnej predikcii sa počíta s rovnakým príspevkom z efektu zavedenia euro mincí a bankoviek (0,3 percentuálneho bodu).

V porovnaní s predpokladmi na rok 2009 v predchádzajúcej predikcii P3Q-2007, by podľa aktuálnej predikcie mala najviac prispieť k zvýšeniu predikcie rýchlejšia dynamika cien potravín, a to najmä v dôsledku vyššieho dopadu zmien nepriamych daní o 0,2 p.b. Vývoj cien ostatných zložiek potravín by mal byť v porovnaní s júlovou predikciou nezmenený, nakoľko sa nepredpokladajú také výrazné zmeny cien agrokomodít ako v roku 2007. Na druhej strane, vzhľadom na návrh zákona o energetických daniach, sa nepredpokladá dopad ich zavedenia na spotrebiteľské ceny, pričom v P3Q-2007 bol odhad do 0,1 p.b. Výraznejší medziročný pokles, ako to bolo v predchádzajúcej predikcii, by mali zaznamenať aj ceny pohonných hmôt, čo súvisí s vývojom cien futures, ktoré v roku 2009 zaznamenávajú výraznejšie spomaľovanie dynamiky ako v P3Q-2007. Vyššia ako v P3Q-2007 by mala byť dynamika regulovaných cien energií.

Ceny energií by sa mali po spomaľení medziročnej dynamiky v roku 2007 opätovne od roku 2008 zrýchliť jednak vplyvom zvyšovania regulovaných cien energií, ako aj vývojom cien

pohonných hmôt, ktoré by mali zaznamenávať v roku 2008 medziročné rasty. Podľa predpokladu NBS by sa v roku 2009 mala dynamika cien energií oproti roku 2008 zrýchliť. V regulovaných cenách by sa mal pozitívne prejavíť kurzový vývoj z roku 2007 až v roku 2008 (vzhľadom na spôsob regulácie). Preto centrálna banka vychádza z predpokladu minimálneho nárastu cien plynu a tepla v roku 2008.

Celkovo regulované ceny (energie a ostatné regulované ceny) by sa podľa predpokladov NBS mali zvýšiť viac ako bol predpoklad v P3Q-2007, a to v priemere o 2,4% v roku 2008 a rovnako viac, ako v P3Q-2007, by sa mali zvýšiť regulované ceny aj v roku 2009 a to v priemere o 3,2%. Ich príspevok k celkovej inflácii by mal predstavovať v roku 2008 približne 0,7 percentuálneho bodu a v roku 2009 približne 0,91 percentuálneho bodu. Ku koncu roka 2008 by regulované ceny mali vzrásť o 1,9% s príspevkom k celkovej medziročnej inflácii približne 0,6 percentuálneho bodu a ku koncu roka 2009 by ich medziročný rast mal dosiahnuť 3,6% s príspevkom k celkovej inflácii približne 1,05 percentuálneho bodu.

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

		2006	2007	2008	2009
ÚHRN (HICP)	P2Q-2007	4,3	1,5	1,9	2,2
	P3Q-2007	4,3	1,7	1,9	2,2
	P4Q-2007	4,3	1,7	2,3	2,7

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

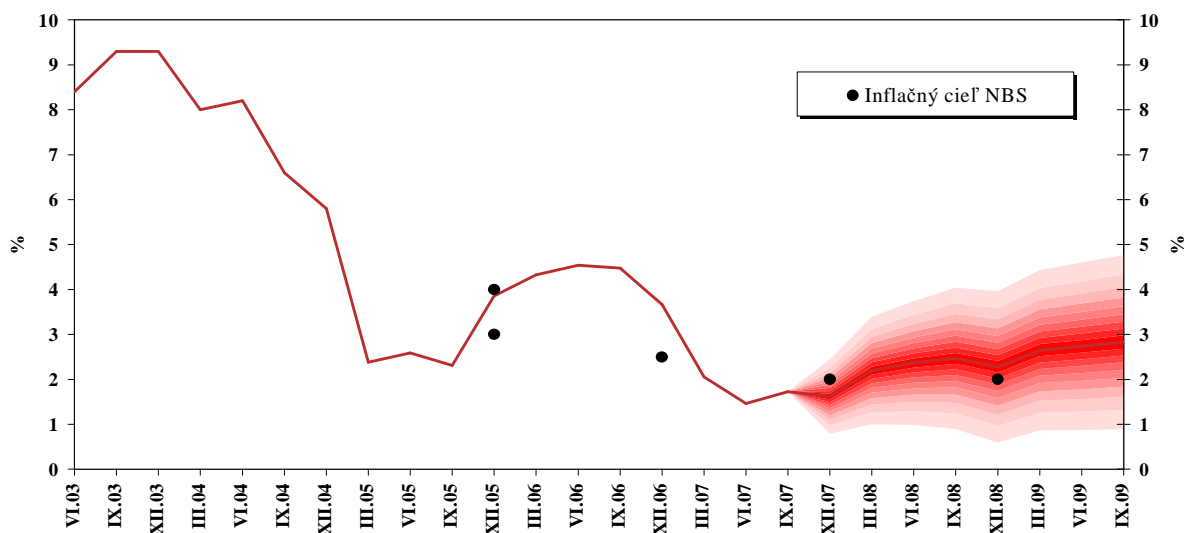
		2006	2007	2008	2009
ÚHRN (HICP)	P2Q-2007	3,7	1,3	2,0	2,5
	P3Q-2007	3,7	1,5	2,0	2,5
	P4Q-2007	3,7	1,6	2,3	2,8

Medzi prorastové riziká patrí vývoj cien ropy a z toho vyplývajúce dopady na ceny pohonných hmôt a na regulované ceny energií, čo môže posunúť trajektóriu inflácie na inú úroveň v porovnaní s aktuálnou predikciou (začiatkom roka 2008 a 2009).

Pretrváva aj prorastové riziko v cenách potravín, kde sa môže (výraznejšie ako bolo predpokladané) prejavíť vývoj cien poľnohospodárskych komodít na európskom trhu. Zároveň existuje riziko, že môže dôjsť k ďalšiemu nárastu cien agrokomodít v budúcich rokoch.

V cenách služieb naďalej pretrváva na jednej strane prorastové riziko (rovnakou mierou ako v predchádzajúcej predikcii) z rastúcej zamestnanosti, rastu mzdy a konečnej spotreby domácností. V cenách služieb sa môže, ako sekundárny efekt, objaviť výraznejší rast v dôsledku odhadovaného väčšieho zvyšovania regulovaných cien.

Predikcia inflácie HICP



V strednodobej prognóze reálnej ekonomiky nedochádza v rokoch 2008 a 2009 v porovnaní s P3Q-2007 k úprave dynamiky reálneho rastu HDP (v roku 2008 7,5%, v roku 2009 6,9%). Z hľadiska štruktúry domáceho dopytu je v rokoch 2008-2009 predpoklad prorastového pôsobenia všetkých jeho hlavných komponentov.

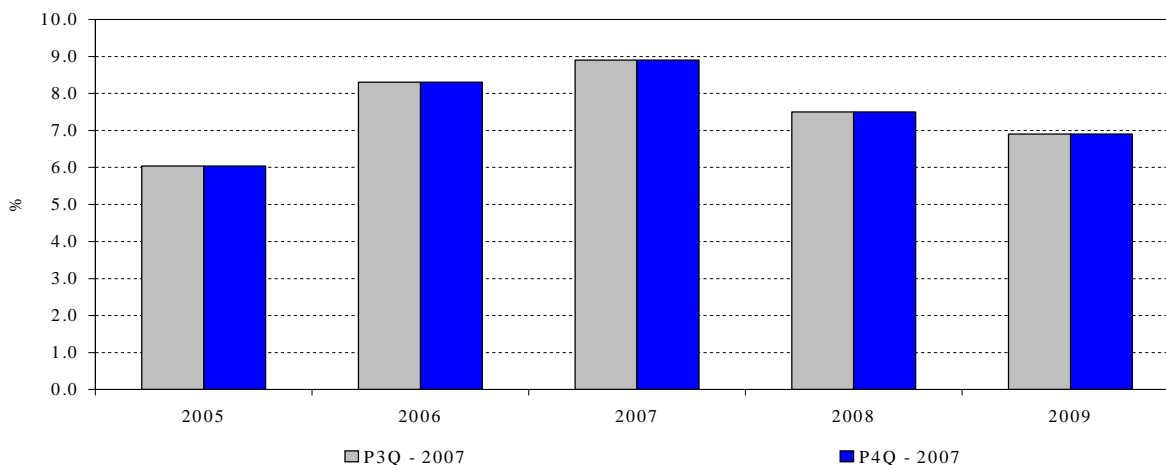
V prognóze vývoja konečnej spotreby domácností je premietnutý pozitívny vývoj na trhu práce a jej dynamika zostala v porovnaní s P3Q-2007 nezmenená.

Vývoj konečnej spotreby verejnej správy bude súvisieť s napĺňaním rozpočtových zámerov verejnej správy, s celkovým vývojom ekonomiky, ako aj čerpaním prostriedkov zo štrukturálnych fondov. V porovnaní s P3Q-2007 zostala prognóza vládnej spotreby nezmenená. Riziko smerom nahor predstavujú očakávania vyšších príjmov v nasledujúcich rokoch.

Vývoj tvorby hrubého fixného kapitálu by mal v rokoch 2008 a 2009 v porovnaní s P3Q-2007 zostať nezmenený. K rastu fixných investícií by mal prispievať vývoj ziskovosti podnikov, stabilné podnikateľské prostredie, ako aj očakávaný vstup SR do eurozóny. Vývoj zásob, z hľadiska ich relatívneho príspevku k medziročnému rastu HDP, by mal v roku 2008 a aj začiatkom roka 2009 pôsobiť tlmiačo 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).

Riziko prognózy (smerom nahor) predstavujú, rovnako ako v P3Q-2007, nové investície, najmä v odvetví energetiky (plynová elektrárňa v Malženiciach, dostavba 3. a 4. bloku jadrovej elektrárne v Mochovciach, tepelná elektrárňa v Trebišove resp. investície do obnoviteľných zdrojov energie). Nové prorastové riziko ďalej predstavujú investície do výstavby diaľnic formou PPP projektov.

Predikcia rastu HDP



V rokoch 2008-2009 aktuálna strednodobá predikcia P4Q-2007 predpokladá mierne vyšší rast nominálnych miezd (o 0,3 p.b. v každom roku) oproti predchádzajúcej júlovej predikcii (v roku 2008 7,1%, v roku 2009 7,6%), aj v súvislosti s očakávaným mierne vyšším rastom priemernej inflácie. Rizikom predikcie miezd v rokoch 2008-2009 zostáva predpoklad vytvárania tlakov na ich rýchlejšiu rast, vyplývajúci z možného nedostatku kvalifikovanej pracovnej sily v stavebníctve, automobilovom a elektrotechnickom priemysle. Priestor na rast nominálnych miezd je súčasne však vzhľadom rastúcu zahraničnú konkurenciu limitovaný. V rokoch 2008-2009 by reálna mzda mala medziročne vzrásť približne o 4,5%. Rast reálnej produktivity práce by mal v celom prognózovanom horizonte predbiehať rast reálnych miezd.

Strednodobá predikcia P4Q-2007 očakáva v rokoch 2008-2009 rovnaký rast zamestnanosti (ESA 95) ako v predchádzajúcej predikcii (v roku 2008 1,7%, v roku 2009 1,4%). V celom prognózovanom horizonte by hlavnými faktormi rastu zamestnanosti mali byť naďalej investície a dopyt po službách.

Miera nezamestnanosti (podľa VZPS) by mala mať v rokoch 2008-2009 pozvoľne klesajúcu tendenciu a jej hodnoty by mali byť v súlade s P3Q-2007 (v roku 2008 9,6%, v roku 2009 9,4%).

V rámci bilancie bežného účtu sa v rokoch 2008 a 2009, v súlade s predchádzajúcou predikciou, predpokladá pokračovanie vysokej exportnej výkonnosti ekonomiky, keď v oboch rokoch by mali dynamiky rastu presiahnuť 10%-nú hranicu. Na celom horizonte prognózy sa naďalej očakáva významný vplyv podnikov PZI, pričom najvýraznejší rast by mal dosahovať najmä automobilový a elektrotechnický priemysel. Pozitívny vplyv na vývoz by mala mať vyššia, v porovnaní s pôvodnými predpokladmi, exportná výkonnosť ekonomiky v prvom polroku 2007, ktorá by sa mohla prejaviť dodatočným zrýchlením dynamiky vývozu v ďalších rokoch. Dovožná náročnosť vyvážajúcich firiem by sa mala prejaviť najmä v náraste 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 oboch rokoch by mala byť táto skutočnosť prevýšená pozitívnym vplyvom exportnej výkonnosti, ktorý by mal byť v roku 2009 podporený (rovnako ako v P3Q-2007) aj predpokladaným vstupom SR do eurozóny. Z dôvodu zániku

transakčných nákladov sa predpokladá najmä pozitívny vplyv na vývoz, ktorý by sa mal v dlhodobejšom horizonte prejavíť 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 prejavila v dočasnom zhoršení salda zahraničného obchodu.

Odhad vývoja bilancie služieb v roku 2008 a 2009 zostal, na rozdiel od odhadu na rok 2007, v porovnaní s predchádzajúcou predikciou nezmenený. Vylepšenie odhadu bilancie služieb v roku 2007 vyplývalo iba zo skutočného vývoja bilancie iných služieb celkom v druhom štvrtroku, čo vzhľadom na to, že ich vývoj je veľmi volatilný zatiaľ nie je možné považovať za dlhodobý trend.

Prognóza celkového deficitu bilancie výnosov bola v roku 2008 a 2009 upravená najmä o vyšší odhad výplaty dividend. Prehlbenie deficitu bilancie výnosov, zapríčinené vyšším odhadom platených dividend (na základe očakávaní vyššieho rastu celkovej ziskovosti podnikov so zahraničnou účasťou), iba čiastočne kompenzované vyšším odhadom príjmov z kompenzácií pracovníkov pracujúcich v zahraničí, spôsobilo zhoršenie odhadu deficitu bilancie výnosov o viac ako 4 mld. Sk v roku 2008 a o takmer 9 mld. Sk v roku 2009.

Na rozdiel od roku 2007, v rokoch 2008 a 2009 ovplyvnilo zahrnutie nových predpokladov z MF SR o výške čerpaných zdrojov z fondov EÚ odhad vývoja bilancie bežných transferov negatívne. Nižšie očakávania týkajúce sa príjmov z eurofondov spôsobili pokles prebytku celkovej bilancie bežných transferov o 1,9 mld. Sk v roku 2008 a o 3,0 mld. Sk v roku 2009. Rizikom pre očakávaný prebytok bilancie transferov môže byť práve skutočná výška čerpania prostriedkov z EÚ, ktoré pri pevných realizovaných platbách do rozpočtu EÚ môžu 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 odhadu deficitu v rokoch 2008 a 2009 o viac ako 5, resp. 9 mld. Sk a k nárastu podielu deficitu bežného účtu na HDP o 0,3, resp. 0,4 p. b. na 3,4%, resp. 1,9%. Stupeň otvorenosti ekonomiky sa, v porovnaní s predchádzajúcou predikciou, v roku 2008 zvýšil o viac ako 1 p. b., keď jeho odhad dosiahol hodnotu 180,4% HDP. V roku 2009 došlo k miernemu poklesu odhadu uvedeného ukazovateľa na hodnotu 180,5% HDP.

Na rozdiel od roku 2007, kde bol na základe reálneho vývoja znížený prílev PZI vo forme ostatného kapitálu, v roku 2008 a 2009 zostal odhad prílevu PZI do SR nezmenený. Mierne vyšší odhad prílevu celkových PZI, v porovnaní s predchádzajúcou predikciou, je (na základe zohľadnenia reálneho vývoja) v oboch rokoch zapríčinený nižším odhadom záujmu slovenských podnikov o investovanie v zahraničí vo forme PZI.

Aktuálna strednodobá predikcia neprináša v porovnaní s predchádzajúcou predikciou zmeny v pohľade na vývojové tendencie v reálnej ekonomike a tým ani v nastavení menovej politiky. Predpokladaný rýchly rast ekonomiky je podporený zvyšujúcimi sa produkčnými schopnosťami, zatiaľ čo dopytové impulzy zostávajú minimálne. Naďalej sa predpokladá, že by sa ekonomika mala nachádzať v blízkosti svojho potenciálu s predpokladom mierneho prorastového impulzu spojeného so vstupom do eurozóny v roku 2009. Inflačné nákladové impulzy zo strany vyšších cien potravín a cien energií však zvyšujú potrebu obozretnej menovej politiky v priebehu roka 2008 s cieľom v prípade potreby minimalizovať sekundárne efekty v cenovom vývoji.

Predikcia produkčnej medzery

