



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTÉM



STREDNODOBÁ PREDIKCIA

3. Q
2009

Vydala:

© Národná banka Slovenska, september 2009

Adresa:

Národná banka Slovenska
Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava

Kontakt:

Odbor menovej politiky

02/5787 2611

02/5787 2632

Oddelenie komunikácie

02/5787 2141

02/5787 2146

Fax:

02/5787 1128

<http://www.nbs.sk>

Schválené Bankovou radou NBS
22. septembra 2009.

Všetky práva vyhradené.

Reprodukovanie na vzdelávanie a nekomerčné
účely je povolené s uvedením zdroja.



OBSAH

ZHRNUTIE	4
TECHNICKÉ PREDPOKLADY A MEDZINÁRODNÉ PROSTREDIE	5
STREDNODOBÁ PREDIKCIA EUROZÓNY	6
STREDNODOBÁ PREDIKCIA SR	7
Reálna ekonomika	7
Bežný účet	7
Trh práce	7
HDP	8
Potenciál HDP a produkčná medzera	10
HICP	11
PRÍLOHA 1	
PREPAD HDP VO SVETLE DOPYTOVÉHO ALEBO PONUKOVÉHO ŠOKU	15
ZOZNAM GRAFOV	
Graf 1 Predikcia rastu HDP v stálych cenách	9
Graf 2 Príspevy k rastu potenciálu HDP a produkčná medzera	11
Graf 3 Predikcia inflácie	12
Graf 4 Predikcia inflácie HICP	13
ZOZNAM TABULIEK	
Tab. 1 Technické predpoklady	5
Tab. 2 Prognóza vybraných ukazovateľov eurozóny	6
Tab. 3 Porovnanie predikcií HICP (priemer za obdobie)	12
Tab. 4 Porovnanie predikcií HICP (koniec roka)	13
Tab. 5 Strednodobá predikcia (P3Q-2009) základných makroekonomických ukazovateľov	14
ZOZNAM BOXOV	
Box 1 Informácia o aktuálnom stave a plnení prípravy a výstavby PPP projektov v kontexte ich zakomponovania v rámci strednodobej predikcie	10



ZHRNUTIE

V druhom štvrtroku 2009 sa dosiahol rast HDP, ktorý čiastočne kompenzoval výrazný pokles začiatkom roka a ktorý bol ovplyvnený vývojom konečnej spotreby a tiež čistého exportu. Rast ekonomiky bol však nižší ako očakávaný, čo sa premietne do zmeny predikcie HDP na rok 2009 v smere jeho výraznejšieho poklesu. Pokles ekonomiky by mal mať za následok prepád zamestnanosti a spomalenie rastu kompenzácií, čo sa premietne aj v nižšom disponibilnom príjme domácností. V súvislosti s týmto vývojom a tiež s poklesom spotreby začiatkom roka z dôvodu nižšej spotrebiteľskej dôvery predpokladáme pokles konečnej spotreby domácností. Výrazne negatívne by k rastu HDP mala prispievať tvorba hrubého fixného kapitálu v dôsledku prepádu ziskovosti a následne aj investičnej aktivity v prvom polroku tohto roka. Tento prepád by mal mierne korigovať začiatok realizácie investícií do infraštruktúry formou PPP projektov koncom roka 2009. K nižšiemu HDP v prvom polroku 2009 prispelo aj znižovanie stavu zásob materiálu a tovarov, pričom v ďalších štvrtrokoch by malo dochádzať k obnove, resp. miernemu nárastu ich stavu v súvislosti s obnovením ekonomickej aktivity. Z hľadiska čistého exportu očakávame v druhej polovici roka oživenie svetového dopytu na mierne vyšších úrovniach ako v predchádzajúcej predikcii a s tým spojené oživenie exportnej výkonnosti ekonomiky.

V strednodobom horizonte predpokladáme podobne ako v predchádzajúcej predikcii pokračujúci rast exportnej výkonnosti v súvislosti s oživením svetového dopytu. Čistý export by tak mal pozitívne prispievať k rastu HDP v rokoch 2010 a 2011. Nárast produkcie v týchto rokoch by sa mal premietnuť do postupného zvyšovania zamestnanosti a mierneho rastu kompenzácií a následne aj do zvýšenia konečnej spotreby domácností. K zrýchleniu ekonomického rastu v roku 2010 by malo prispieť aj pokračovanie obnovy, resp. mierneho zvyšovania stavu zásob. V roku

2011 by mal byť mierne vyšší rast ekonomiky ovplyvnený aj začatím výroby nového modelu automobilu. Postupné oživenie v strednodobom horizonte sa prejaví aj vo zvyšovaní tempa rastu spotrebiteľských cien.

V porovnaní s predchádzajúcou predikciou P2Q-2009 očakávame v roku 2009 výraznejší pokles najmä v domácej časti ekonomiky, naopak mierne lepší vývoj očakávame v zahraničnom dopyte v súvislosti s vývojom v 1. polroku. V rámci domáceho dopytu predpokladáme výraznejší pokles investícií súvisiaci najmä s aktuálnym vývojom a pokles konečnej spotreby domácností. V strednodobom horizonte očakávame, podobne ako v P2Q-2009, postupné oživenie ekonomickej aktivity, no s mierne rýchlejšim tempom.

Rovnako ako v predchádzajúcich predikciách aj aktuálna predikcia predpokladá, že HICP inflácia bude postupne klesať, najnižšiu úroveň dosiahne v októbri 2009 a následne by sa mala jej dynamika zrýchľovať. Hlavným faktorom je spomaľovanie ekonomickej aktivity v roku 2009 a jej postupné obnovovanie v priebehu rokov 2010 – 2011. To by sa mohlo prejavovať v postupnom zvyšovaní tempa rastu spotrebiteľských cien.

Riziká aktuálnej predikcie reálnej ekonomiky sú vybilancované. Medzi najvýznamnejšie patrí ukončenie efektu zahraničných vládnych stimulov (napr. šrotovného), ktoré by v budúcich obdobiach mohli viesť k pomalšej obnove ekonomickej aktivity (vývoju v tvare „W“). Pozitívnym rizikom je možné začatie realizácie ďalších balíčkov PPP, o ktorých sa v aktuálnej predikcii neuvažuje. Rizikom na obe strany je iný ako očakávaný vývoj zahraničného dopytu. Vo vývoji spotrebiteľských cien je rizikom vývoj regulovaných cien energií od januára 2010 a prorastové riziko vyplývajúce z rýchlejšieho oživovania ekonomiky, ako aj vývoja výmenných kurzov susedných mien.



TECHNICKÉ PREDPOKLADY A MEDZINÁRODNÉ PROSTREDIE

Technické predpoklady strednodobej prognózy, ako aj vývoj medzinárodnej ekonomiky sa prevzali zo septembrovej prognózy ECB (ECB Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area).^{1, 2}

Odhad krátkodobých úrokových sadziieb je čisto technického charakteru. Celková priemerná úroveň krátkodobých úrokových sadziieb bola stanovená na rok 2009 na úroveň 1,3 % a na rok 2010 na úroveň 1,6 %. Trhové očakávania týkajúce sa priemerných výnosov z desaťročných vládnych dlhopisov pre eurozónu boli stanovené na úrovni 4,1 % na rok 2009 a 4,3 % na rok 2010. Prognóza berie do úvahy náznaky zlepšenia podmienok financovania a v horizonte prognózy predpokladá, že spready krátkodobých bankových úrokových sadziieb voči EURIBOR-u sa budú zužovať. Úverové podmienky by sa mali v horizonte prog-

V porovnaní s júnovou predikciou ECB predpokladá septembrová predikcia vyššiu úroveň cien ropy na rok 2009, ako aj na rok 2010. Neenergetické komodity by mali rásť v porovnaní s júnovou prognózou rýchlejšie (v roku 2009 miernejšie klesať). Súčasne septembrová prognóza predpokladá mierne silnejšiu úroveň efektívneho výmenného kurzu EUR/USD (apreciácia o 0,1 % v roku 2009 a následne o 0,6 % v roku 2010).

Súčasná ekonomická situácia je i naďalej významne ovplyvňovaná prebiehajúcou finančnou a ekonomickou krízou. Svetový obchod od začiatku roka zaznamenával prudký pokles, ale postupne by sa mal začať viac oživovať a vrátiť k pozitívnym číslam. Celkovo je v roku 2009 projektovaný pokles globálneho HDP mimo eurozóny o 1,2 %. V roku 2010 by už globálna eko-

Tabuľka 1 Technické predpoklady (medziročná zmena v %, ak nie je uvedené inak)

	Prognóza	Predpoklad na obdobie		
		2008	2009	2010
Ropa (USD/b)	jún 2009	99,9	54,5	65,5
	september 2009	99,9	62,4	78,8
Neenergetické komodity	jún 2009	3,5	-24,7	9,2
	september 2009	3,5	-21,4	17,1

Zdroj: ECB.

nózy uvoľňovať. Prognóza predpokladá postupný nárast priemernej ceny ropy v roku 2009, ako aj v roku 2010. Neenergetické komodity zaznamenajú v roku 2009 pokles a v roku 2010 nárast. Krížový kurz EUR/USD pre prognózu bol stanovený priemerom za dva týždne do termínu uzávierky a dosahuje úroveň 1,38 na rok 2009 a 1,43 na rok 2010.

nomika mala vzrásť o 2,7 %. Vzhľadom na vývoj svetového obchodu zahraničný dopyt po exporte eurozóny podľa očakávaní klesne v roku 2009 o 13,0 % a v roku 2010 sa začne zotavovať a dosiahne mierny rast 1,1 %. V roku 2011 NBS predpokladá rast cien komodít porovnateľný s rokom 2010 a pokračujúce mierne oživenie svetovej ekonomiky.

¹ Technické predpoklady týkajúce sa vývoja energetických a neenergetických komodít sú založené na trhových očakávaniach s dátumom uzávierky 14. august 2009.

² Podrobnejšie informácie o prognóze ECB je možné nájsť na www.ecb.int



STREDNODOBÁ PREDIKCIA EUROZÓNY

Rast reálneho HDP dosahuje už od druhého štvrťroka 2008 negatívne úrovne. Po tom, čo v prvom štvrťroku zaznamenal výrazný prepád, v druhom štvrťroku 2009 klesol už len mierne. Na základe vývoja krátkodobých ekonomických indikátorov a výsledkov prieskumov by sa mal HDP v druhom polroku stabilizovať a postupne by sa v roku 2010 mal začať zotavovať. Tento vývoj má podporiť aj oživenie exportu. Domáci dopyt má podľa očakávaní profitovať zo zavedených fiškálnych impulzov, cyklického nárastu zásob a opatrení, ktoré by mali uľahčiť fungovanie finančného systému. Zotavovanie by malo byť podľa očakávaní nerovnomerné, keďže niektoré podporné opatrenia budú mať len dočasný účinok. Takisto bude zdĺhavé v dôsledku slabej svetovej aktivity a vysokej miery neistoty. Investície budú do polovice roka 2010 klesať, súkromnú spotrebu bude tmiť narastajúca nezamestnanosť a slabá spotrebiteľská dôvera.

V porovnaní s júnovou predikciou by vývoj hrubého domáceho produktu mal byť priaznivejší. V roku 2009 by mal byť jeho pokles miernejší a v roku 2010 sa zvýšila pravdepodobnosť oživenia ekonomiky.

Vývoj miery inflácie meranej HICP je do veľkej miery ovplyvnený základným efektom cien energií, ktorý však bude mať v nadchádzajúcich mesiacoch opačný vplyv. Napriek tomu v dôsledku slabého ekonomického výhľadu pre eurozónu budú cenové tlaky nevýrazné. Kompenzácie na zamestnanca, ktoré v roku 2008 zaznamenali prudký nárast, v roku 2009 pravdepodobne výrazne poklesnú a následne sa budú postupne zotavovať.

Rozpätia projektované pre medziročný rast celkovej HICP inflácie budú na rok 2009 aj na rok 2010 mierne nad úrovňami predikovanými v júni 2009. Tieto predikcie odrážajú úpravu cien energií smerom nahor, ako aj posun predikcií HDP v porovnaní s predchádzajúcou predikciou.

Tabuľka 2 Prognóza vybraných ukazovateľov eurozóny (priemerná medziročná zmena v %)

	Prognóza	Prognóza na obdobie		
		2008 ¹⁾	2009	2010
HICP	jún 2009	-	0,1 – 0,5	0,6 – 1,4
	september 2009	3,3	0,2 – 0,6	0,8 – 1,6
Reálny HDP	jún 2009	-	-5,1 – -4,1	-1,0 – 0,4
	september 2009	0,6	-4,4 – -3,8	-0,5 – 0,9
Súkromná spotreba	jún 2009	-	-1,3 – -0,5	-1,1 – 0,3
	september 2009	0,3	-1,3 – -0,5	-0,8 – 0,6
Spotreba vlády	jún 2009	-	1,4 – 2,0	0,9 – 1,7
	september 2009	1,9	1,4 – 2,0	1,0 – 1,8
Tvorba hrubého fixného kapitálu	jún 2009	-	-12,3 – -10,1	-6,1 – -2,1
	september 2009	-0,2	-12,1 – -9,9	-5,2 – -1,2
Export (tovary a služby)	jún 2009	-	-16,6 – -14,0	-2,0 – 1,0
	september 2009	0,9	-16,2 – -13,6	-0,6 – 2,4
Import (tovary a služby)	jún 2009	-	-13,8 – -11,2	-3,0 – 1,4
	september 2009	1,0	-13,6 – -11,0	-2,3 – 2,1

Zdroj: ECB.
1) Skutočnosť.



STREDNODOBÁ PREDIKCIA SR

REÁLNA EKONOMIKA

BEŽNÝ ÚČET

V rámci bilancie **bežného účtu** sa v prvom polroku 2009 dosahovali najvýraznejšie rozdiely v bilancii **zahraničného obchodu**, kde sa dosiahol nižší ako pôvodne očakávaný deficit. Lepší vývoj obchodnej bilancie vyplynul zo skutočnosti, že výraznejší ako očakávaný prepád vývozu bol sprevádzaný ešte výraznejším poklesom na strane dovozu. Uvedená skutočnosť bola dôsledkom nižšieho dovozu plynu, poklesu stavu zásob v ekonomike, ako aj nižšieho dovozu investícií. V dôsledku predpokladaného pozitívnejšieho vývoja zahraničného dopytu sa očakáva zvýšenie úrovni vývozu a dovozu, pričom dovoz by mal byť prorastovo ovplyvnený existujúcou dovoznou náročnosťou vývozu, ako aj tvorbou zásob v dôsledku predpokladaného postupného oživovania ekonomiky. Opačný vplyv na úroveň dovozu by mal mať nižší dovoz tovarov na konečnú spotrebu vyplývajúci z výraznejšieho poklesu domáceho dopytu a nižší dovoz investícií vyplývajúci z prehodnotenia vplyvu PPP projektov (box). Úroveň dovozu by mala byť v druhom polroku pozitívne ovplyvnená aj nižším dovozom plynu, ale vzhľadom na to, že časť nižšieho tohtoročného dovozu plynu bola zapríčinená nákupnou stratégiou dovozcov, pozitívny vplyv na saldo zahraničného obchodu v druhej polovici roka by nemal byť taký výrazný. Výsledkom pôsobenia uvedených faktorov by mal byť pokles celoročného deficitu zahraničného obchodu v roku 2009 (v porovnaní s predchádzajúcou predikciou). V ďalších rokoch sa očakáva postupné zlepšovanie salda zahraničného obchodu v dôsledku vyššieho zahraničného dopytu, čo by malo byť podporené aj priaznivým vplyvom miernejšieho očakávaného rastu domáceho dopytu v porovnaní s júnovou predikciou.

V roku 2009 by mali byť celoročné úrovne vývozu a dovozu negatívne ovplyvnené skutočným vývojom v prvom polroku. Zatiaľ čo v roku 2009 sa predpokladá, že pokles medziročných dynamík vývozu a dovozu by mal presiahnuť

20% hranicu, v rokoch 2010 a 2011 možno očakávať postupný návrat kladných dynamík vývozu a dovozu.

Hlavným rizikom prognózy obchodnej bilancie je negatívny vplyv ukončenia vládnych stimulov v zahraničí, ktoré by sa mohli prejavovať v pomalšom oživovaní domácej výroby a vývozu. Neistota je aj v odhadovanej tvorbe zásob a dovoze plynu v súvislosti s celkovým oživením ekonomiky SR.

V porovnaní s predchádzajúcou predikciou by sa v rokoch 2009 až 2011 mala negatívnejšie vyvíjať **bilancia služieb**, a to v dôsledku aktuálneho vývoja v prvom polroku 2009, ktorý sa prejavil nižšími príjmami za poskytnuté služby, ako aj vyššími výdavkami za čerpané služby. Naopak, v porovnaní s predchádzajúcou predikciou sa neočakáva zmena salda **bilancie bežných transferov**, ktoré by sa malo v horizonte prognózy zlepšovať, ani **bilancie výnosov**, kde by malo dochádzať iba k miernemu rastu deficitu.

Podiel **salda bežného účtu** na HDP by sa mal vo všetkých rokoch v porovnaní s P2Q-2009 zlepšiť, pričom v sledovanom horizonte sa v súlade s predchádzajúcou predikciou očakáva postupné medziročné zlepšovanie salda bežného účtu.

TRH PRÁCE

V prvom polroku 2009 zaznamenali **kompensácie na zamestnanca** výrazný rast, pod ktorý sa podpísal objem vyplateného odstupného vyplývajúceho z hromadných prepúšťaní, ako aj výraznejší pokles počtu zamestnancov. Objem celkových vyplatených kompenzácií v ekonomike v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom poklesol, čo bolo v súlade s očakávaniami, ale väčší pokles zamestnancov spôsobil výrazný rast odmien na jedného zamestnanca. Vzhľadom na skutočný vývoj, ako aj nahlásené hromadné prepúšťania (aj keď v miernejšom tempe ako v prvom polroku 2009) očakávame v roku 2009 v aktuálnej predikcii P3Q-2009 rýchlejší rast kompenzácií na zamestnanca v porovnaní



s predchádzajúcou predikciou. V roku 2010 sa očakáva spomalenie rastu kompenzácií na zamestnanca súvisiace s predpokladanou opatrnosťou pri uzatváraní kolektívnych zmlúv. Predpokladáme, že nízke inflačné prostredie z roku 2009, pokles produktivity práce, ako aj hospodárske výsledky jednotlivých podnikov nevytvoria priestor pre vyšší rast miezd. Vo vývoji kompenzácií na zamestnanca v roku 2010 by sa mal prejavíť aj vplyv bázičného efektu vyššieho objemu odstupného v roku 2009. Z tohto titulu očakávame spomalenie ich vývoja v porovnaní s predikciou P2Q-2009. V roku 2011 sa rovnako ako v predchádzajúcej predikcii očakáva zrýchlenie rastu kompenzácií vplyvom oživovania ekonomickej aktivity a s tým súvisiaceho rastu produktivity práce.

Vplyvom pretrvávajúcich hromadných prepúšťaní, ako aj výraznejšieho poklesu ekonomickej aktivity predpokladáme v roku 2009 v porovnaní s P2Q-2009 väčší pokles **zamestnanosti**. Kým v doterajšom vývoji zamestnanosti sa odrazil pokles hlavne krátkodobých úväzkov, v ďalšom období by mohlo dôjsť k zníženiu počtu zamestnancov na trvalý pracovný pomer. Nižšia miera nezamestnanosti v porovnaní s P2Q-2009 súvisí s jej vývojom v prvom polroku 2009, keď došlo k nárastu počtu ekonomicky neaktívnych osôb. Postupné oživovanie ekonomickej aktivity sa bude v ďalších rokoch premietat' aj do vývoja zamestnanosti, aj keď pomalším tempom ako v predchádzajúcej predikcii.

Hlavným rizikom prognózy trhu práce na roky 2009 – 2011 je posun v oživovaní domácej a zahraničnej ekonomiky.

HDP

V 2. štvrtroku 2009 bol vykázaný rast HDP, čím sa čiastočne kompenzoval prepád ekonomiky z 1. štvrtroka. K medzikvartálnemu rastu ekonomiky prispel predovšetkým čistý export a konečná spotreba verejnej správy a domácností, ktorá bola priaznivo ovplyvnená jednorazovými efektmi (šrotovným). Dosiahnutý rast HDP bol však v porovnaní s očakávaniami centrálnej banky nižší, a to v dôsledku poklesu investícií a zásob. V ďalšom období by sa mala ekonomika postupne oživovať v súvislosti s očakávaným priaznivým vývojom zahraničného dopytu, ale

na nižších úrovniach ako v predchádzajúcej predikcii. Nižší rast ekonomiky v 2. štvrtroku sa však premietne do výraznejšieho prepádu HDP v celom roku 2009 oproti predchádzajúcej predikcii.

Strednodobá predikcia HDP na roky 2010 – 2011 zohľadňuje mierne optimistickejší vývoj svetovej ekonomiky. V porovnaní s P2Q-2009 sa očakáva postupné oživenie svetového dopytu v roku 2010, ktoré by malo pozitívne pôsobiť na rast exportnej výkonnosti slovenskej ekonomiky s ďalším zrýchlením v roku 2011. Rovnako ako v minulej predikcii by malo dochádzať k akcelerácii ekonomickeho rastu aj vplyvom spustenia výroby nového modelu automobilov v roku 2011.

Domáci dopyt

Konečná spotreba domácností by v porovnaní s rokom 2008 mala v roku 2009 zaznamenať pokles v dôsledku spomalenia disponibilného príjmu súvisiaceho s vývojom na trhu práce (spomalenie rastu kompenzácií na zamestnanca a pokles zamestnanosti) a tiež znížením spotrebiteľskej dôvery začiatkom roka v dôsledku krízy. Pokles súkromnej spotreby v 1. štvrtroku 2009 bol mierne korigovaný jej zvýšením v 2. štvrtroku aj vplyvom zavedenia šrotovného na nákup automobilov. Výrazný pokles konečnej spotreby v prvom polroku sa však premietne do celoročného poklesu spotrebných výdavkov domácností v porovnaní s P2Q-2009, čo sa v súvislosti s miernym rastom disponibilného príjmu prejaví v raste miery úspor. V nasledujúcich rokoch sa očakáva mierne zrýchľovanie rastu konečnej spotreby domácností na medzištvrtročnej úrovni v súvislosti s vývojom na trhu práce. Ale v porovnaní s P2Q-2009 bude konečná spotreba domácností dosahovať nižšie úrovne v súvislosti s pomalším oživovaním ukazovateľov trhu práce.

Predikcia **fixných investícií** odráža negatívny vývoj investícií v 2. štvrtroku 2009, keď zaznamenali výraznejší prepád ako v predchádzajúcom štvrtroku i v porovnaní s očakávaniami NBS. Vplyv slabšieho zahraničného dopytu na ziskovosť firiem, a tým aj zníženie ich investičných aktivít sa prejaví na výraznejšom prepade investícií v roku 2009 oproti predchádzajúcej predikcii. Pozitívne by mala na rast investičnej



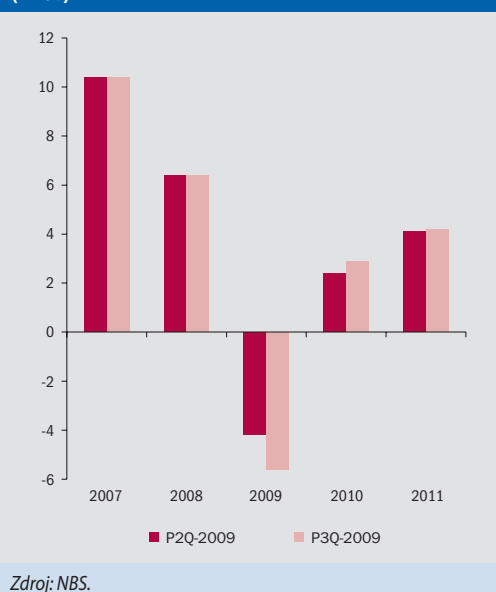
aktivity pôsobiť investícia v automobilovom priemysle a tiež investície do infraštruktúry formou PPP projektov, ale oproti P2Q-2009 sa v dôsledku prehodnotenia začiatku ich realizácie ich vplyv mierne presunul. V strednodobom horizonte sa predpokladá mierne zrýchlenie rastu investícií do strojov a stavieb v dôsledku oživenia ekonomickej aktivity.

V prvom polroku 2009 došlo k výraznému zníženiu stavu zásob (tzv. destocking) v dôsledku spotreby skladových zásob materiálu a tovarov, čo súviselo s neistotou budúceho vývoja objednávok, keď firmy obmedzili výrobu a zároveň sa snažili minimalizovať objem finančných prostriedkov viazaných v zásobách. To malo pravdepodobne vplyv na nižšie dovozy, čo sa paradoxne v prostredí prepadu zahraničného dopytu prejavilo v zmiernení záporného príspevku čistého exportu k vývoju ekonomiky SR. K prepadu HDP tak výraznou mierou prispel domáci dopyt vrátane zásob. V nasledujúcom období v súvislosti s postupným oživaním ekonomiky sa predpokladá obnovovanie stavu zásob najmä v roku 2010, ktoré by mali prispieť k rastu HDP. Udržanie, resp. zvyšovanie zásob v budúcnosti po výraznom poklese v tomto roku vyústi do kladného príspevku k rastu HDP v nasledujúcich rokoch.

Čistý export

V prvom polroku 2009 došlo k výraznejšiemu poklesu exportov a importov tovarov a služieb v dôsledku spomalenia svetového dopytu. V nasledujúcom období sa predpokladá mierne rýchlejšie oživenie zahraničného dopytu ako v predchádzajúcej predikcii a s tým spojený rýchlejší rast vývozov a dovozov. Čistý export by mal v roku 2009 pôsobiť na ekonomický rast tlmiačo. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou bude tento záporný príspevok miernejší najmä v dôsledku pozitívneho vývoja čistého exportu v 2. štvrtroku 2009. Vzhľadom na to, že v rokoch 2010 a 2011 sa očakáva pokračovanie pozitívneho vývoja v zahraničnom dopyte, exportná výkonnosť by mala vzrásť a čistý export zaznamenať kladný príspevok k rastu HDP. K rastu exportnej výkonnosti by malo v roku 2011 pozitívne prispievať aj spustenie produkcie no-

Graf 1 Predikcia rastu HDP v stálych cenách (v %)



vého modelu automobilov. Očakávame však, že keďže pôjde o automobily nižšej triedy, príspevok k HDP bude nižší v porovnaní s vplyvom predchádzajúcich investícií do automobilového priemyslu. V porovnaní s P2Q-2009 bude rýchlejší predpoklad oživovania svetového dopytu pozitívne vplývať na vývoj zahraničnoobchodnej bilancie.

V aktuálnej predikcii je možné považovať riziká budúceho rastu HDP za vybilancované.

Negatívnym rizikom v predikcii HDP je ukončenie efektu zahraničných vládnych stimulov (napr. šrotovného), ktoré by v budúcich obdobiach mohli viesť k pomalšej ako aktuálne predpokladanej obnove ekonomickej aktivity. Otázny je aj vplyv nevyhnutných konsolidácií verejných financií na domáci aj zahraničný dopyt.

Rizikom s prorastovým efektom na ekonomiku je realizácia ďalších balíčkov PPP projektov, o ktorých sa v aktuálnej predikcii neuvažuje.

Rizikom na obidve strany je aj budúci vývoj zahraničného dopytu.



Box 1

INFORMÁCIA O AKTUÁLNOH STAVE A PLNENÍ PRÍPRAVY A VÝSTAVBY PPP PROJEKTOV V KONTEXTE ICH ZAKOMPONOVANIA V RÁMCI STREDNODOBEJ PREDIKCIE

V rámci prípravy realizácie PPP projektov sa vyčlenili úseky rýchlostných ciest a diaľnic rozdelené do troch balíkov, ktoré sa pripravujú a realizujú samostatne. Aktuálny stav prípravy jednotlivých balíkov je takýto:

Balík č. 1 (diaľnica D1, úseky Dubná Skala – Ivachnová, Jánovce – Jablonov, Fričovce – Svinia). Koncesná zmluva medzi SR (zastúpenou MDPT SR) a spoločnosťou Slovenské diaľnice, a. s. (túto tvorí Bouygues Travaux Publics SA, Colas SA, Doprastav, a. s., Intertoll-Europe ZRt., Mota-Engil SA, Váhostav-SK, a. s.), bola uzavretá 15. apríla 2009. Dňa 20. mája 2009 minister Ľubomír Vážny po schválení vládou SR (uznesenie č. 369/2009) podpísal dodatok k tejto zmluve (úprava termínov odovzdávania jednotlivých úsekov v roku 2011 a predpokladaného termínu dosiahnutia finančného uzavretia projektu, ako aj zapracovanie ďalších pripomienok financujúcich bánk). K finančnému uzavretiu balíka č. 1 by malo prísť do 15. októbra 2009. Pretrvávajú však riziko nedodržania termínu z dôvodu možných problémov s nájdením financujúcich komerčných bánk a uzavretím finančného krytia balíka v dôsledku aktuálnej finančnej a hospodárskej krízy.

Balík č. 2 (rýchlostná cesta R1, úseky Nitra – Tekovské Nemce, Banská Bystrica – severný obchvat). Koncesná zmluva so spoločnosťou GRANVIA, a. s., bola uzavretá 23. marca 2009 a 20. apríla 2009 minister podpísal 1. dodatok k zmluve. Pôvodný termín finančného uzavretia (30. jún 2009) bol niekoľkokrát presunutý, keďže financujúce banky žiadali, aby štát poskytol podporu financovania projektu do výšky 90% úveru, ktorý na projekt poskytnú. Dru-

hý dodatok, schválený 17. júla, predpokladá zvýšenie pôvodnej ceny a zvýšenie ročného poplatku, ktorý bude štát odvádzať koncesionárovi po výstavbe R1, pričom ale štát nebude poskytovať žiadne záruky, na ktorých pôvodne banky trvali. Tri úseky R1 by mali byť dokončené v auguste až októbri 2011 a severný obchvat Banskej Bystrice v júli 2012. K finančnému uzavretiu projektu došlo 27. augusta 2009, a to s konečnou sumou 1,757 mld. € a výškou ročnej splátky 125,3 mil. €. To znamená reálne spustenie financovania (tzv. disbursement) projektu R1, teda koncesionár mohol začať naplno stavať hneď od ďalšieho dňa. Reálne spustenie výstavby sa však predpokladá asi v priebehu 4. štvrtroka 2009.

Balík č. 3 (diaľnica D1 v okolí Žiliny, úseky Hričovské Podhradie – Lietavská Lúčka, Lietavská Lúčka – Višňové, Lietavská Lúčka – Žilina a Višňové – Dubná Skala) v dĺžke zhruba 29 kilometrov vrátane 7,5 km dlhého tunela medzi Višňovým a Dubnou Skalou. Verejné obstarávanie balíka č. 3 sa začalo v apríli 2008 zverejnením oznámenia vo vestníku Európskej únie č. 2008/S 80-108302 a vo vestníku Úradu pre verejné obstarávanie č. 82. Termín na predkladanie ponúk uchádzačov bol stanovený do 11. mája 2009. V tejto lehote predložil ponuku jediný uchádzač, a to konzorcium Hochtief PPP Solutions GmbH, Alpine Bau GmbH, FCC Construcción S. A., Western Carpathians Motorway Investors Company GmbH.

Vzhľadom na neistotu týkajúcu sa uzavretia finančného krytia 1. balíka PPP a počiatočnú fázu prípravy 3. balíka PPP je v predikcii zakomponovaný iba efekt realizácie 2. balíka PPP, a to s polročným omeškaním oproti P2Q-2009.

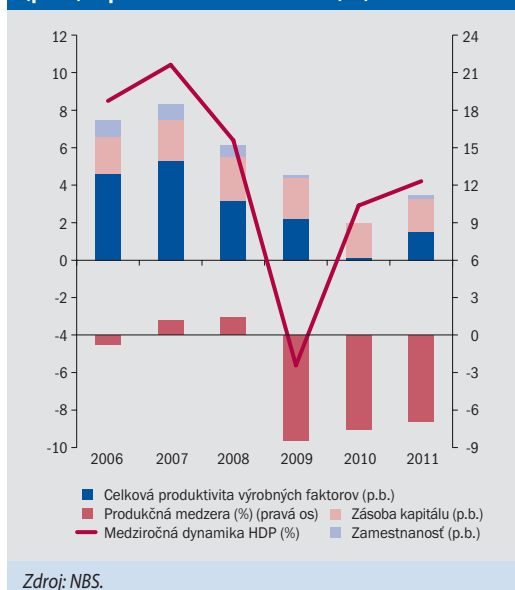
POTENCIÁL HDP A PRODUKČNÁ MEDZERA

V aktuálnej strednodobej predikcii NBS sa súčasne hospodárska kríza premietla nielen do dopytovej časti ekonomiky, ale aj do spomalenia potenciálu ekonomiky. U žiadneho z výrobných faktorov sa však zatiaľ nepredpokladá záporné

tempo rastu (tzv. level shift), z čoho vyplýva, že potenciál HDP pokračuje v miernom raste a úrovňovo sa neprepadáva. Inak je to, samozrejme, na dopytovej strane, kde v dôsledku globálneho poklesu zahraničnoobchodnej výmeny dochádza v roku 2009 k výraznému prepadu reálneho HDP, čo spôsobuje prehĺbenie zápornej



Graf 2 Príspevky k rastu potenciálu HDP (p. b.) a produkčná medzera (%)



Zdroj: NBS.

produkčnej medzery až k úrovňam -8,4 % v roku 2009 s následným obratom a postupným znižovaním zápornej medzery HDP.

V porovnaní s predkrízovým obdobím sa v rokoch 2009 a 2010 predpokladá výrazné spomalenie rastu potenciálu ekonomiky s opätovným zrýchlením v roku 2011.³ Pri pohľade na štruktúru ponukovej strany HDP je zrejmé, že nižší investičný dopyt sa prejaví aj v pomalšej akumulácii kapitálu. Rast kapitálu na celom horizonte prognózy predpokladá dynamiky nad 3 %, ale oproti júnovej prognóze mierne pomalšie. Prepad zamestnanosti v prvom polroku 2009 sa čiastočne premietol aj v pohľade na jej potenciálnu zložku. Aj keď v potenciálnej zamestnanosti sa nepredpokladá, že by malo dôjsť k jej prepadu ako pri skutočnej zamestnanosti, očakáva sa len minimálny rast s postupným oživením ku koncu roka 2010. V roku 2010 sa ešte neočakáva, že zamestnanosť by mala prispievať k rastu potenciálneho HDP, ale v roku 2011 sa predpokladá, že príspevok k rastu ekonomiky cez trh práce bude 0,2 percentuálneho bodu. Vo vývoji celkovej produktivity výrobných faktorov (TFP) sa očakáva výrazné spomalenie, pričom v roku 2010 by príspevok TFP mal byť blízky nule, keď sa predpokladá, že potenciál HDP bude rásť tempom 1,9 %. Postupné oživenie ekonomiky spojené s oživením investičnej aktivity a zlepšením na trhu práce sa premietne

aj do potenciálu HDP a v roku 2011 sa očakáva rast na úrovni 3,5 %.

HICP

Inflácia na Slovensku aj v posledných mesiacoch naďalej klesá. Od apríla 2009 sa znížila z 1,4 % na 0,6 % v júli 2009. Posledný vývoj HICP inflácie bol charakterizovaný spomalením dynamiky takmer všetkých subkomponentov inflácie (okrem cien energií). Znižovala sa najmä dynamika cien potravín (hlavne v cenách spracovaných potravín), čo bolo spôsobené základným efektom (relatívne vysokým nárastom cien v rovnakom období predchádzajúceho roka) a posledným vývojom v cenách agrokomodít (ceny mlieka). V rámci základnej štruktúry inflácie sa zaznamenalo aj nižšie tempo rastu cien priemyselných tovarov bez energií a cien služieb. Ceny priemyselných tovarov bez energií a ceny služieb boli ovplyvnené spomalením ekonomickej aktivity a dopytu, čo viedlo k poklesu dovozných cien. Znehodnotenie mien susedných krajín a „nákupná turistika“ v zahraničí spolu so silným konkurenčným prostredím na domácom maloobchodnom trhu vyústili do poklesu cien predovšetkým priemyselných tovarov bez energií. Mierne spomalenie v cenách služieb bolo ovplyvnené vývojom cien v oblasti rekreačných a osobných služieb, bývania a dopravy, kde sa prejavili relatívne nízke ceny energií a základný efekt (reštaurácie – vplyv vývoja cien potravín pred rokom). Negatívny vývoj cien energetických komodít mal za následok vyššie ceny pohonných látok. Skutočný vývoj inflácie bol v posledných mesiacoch vzhľadom na uvedené faktory nižší ako predpoklady v P2Q-2009.

Rovnako ako v predchádzajúcich predikciách aj aktuálna predikcia predpokladá, že inflácia bude postupne klesať a dosiahne najnižšiu úroveň v októbri 2009 (0,4 %), následne by sa mala mierne zrýchliť na 0,6 % v decembri 2009. Ďalej by sa mala jej dynamika zrýchľovať na úroveň 2,2 % na konci roka 2010 a na 2,5 % v decembri 2011. Za týmto trendom je vývoj vo všetkých zložkách inflácie. Hlavným faktorom je postupné obnovenie ekonomickej aktivity v priebehu rokov 2010 – 2011. To by sa malo prejavíť v postupnom zvyšovaní tempa rastu spotrebiteľských cien.

V porovnaní s predchádzajúcou predikciou P2Q-2009 je aktuálna predikcia priemernej ročnej in-

³ Pohľad na ročné údaje rastu potenciálu je deformovaný tzv. carry-over efektom (vďaka vysokým medzištvrtročným dynamikám v roku 2008 je rast potenciálu v priemere za rok 2009 vyšší ako v roku 2010). Hoci sa to z ročných agregátov javí inak, k najväčšiemu spomaleniu rastu potenciálu ekonomiky dochádza v priebehu roka 2009. Za týmto horizontom sa tempá rastu postupne zvyšujú a ponuková strana sa konsoliduje.



flácie na rok 2009 nižšia, na rok 2010 na rovnakej úrovni a na rok 2011 mierne nižšia. V roku 2009 by to malo byť ovplyvnené pomalšou dynamikou cien potravín, priemyselných tovarov bez energií a výraznejším prepadom ekonomickej aktivity. Nižšia dynamika inflácie v roku 2009 by sa mala prejavovať aj v roku 2010 (predovšetkým v prvom polroku), to by však malo byť kompenzované rýchlejšim oživením ekonomiky (rýchlejšia dynamika inflácie v druhej polovici roka), ako bol predpoklad v P2Q-2009, čo viedlo k nezmenenej predikcii priemernej inflácie na rok 2010. V roku 2011 nedošlo v porovnaní s predchádzajúcou predikciou k podstatnej zmene priemerného medziročného tempa rastu HICP.

V rámci štruktúry inflácie sa vzhľadom na vývoj v posledných mesiacoch, ako aj predpoklad nižších očakávaných cien potravinárskych komodít (ošipáných, pšenice, mlieka, kukurice) predpokladá v potravinách nižšia dynamika cien potravín predovšetkým na konci roka 2009 a začiatku roka 2010, ale aj v dlhšom časovom horizonte. Nedávny vývoj v cenách priemyselných tovarov bez energií odzrkadľoval stagnáciu v medzinárodnom obchode a snahu výrobcov o zníženie nákladov na udržanie konkurencieschopnosti, preto sa oproti predchádzajúcej predikcii očakáva nižšia dynamika cien priemyselných tovarov bez energií v horizonte rokov 2009 – 2010, a naopak, v rokoch 2011 by vzhľadom na oživenie svetového dopytu mala byť dynamika vyššia. V cenách energií sa naďalej predpokladá zrýchľovanie dynamiky cien pohonných látok. Vývoj cien energetických komodít v roku 2009 by mohol umožniť regulačnému úradu (ÚRSO), aby zmenil ceny niektorých energií pre domácnosti v januári 2010. Keďže však nie je zverejnené žiadne oficiálne stanovisko týkajúce sa budúceho vývoja regulovaných cien energií, v aktuálnej prognóze na roky 2010 – 2011 sa predpokladá stagnácia týchto cien na úrovni roka 2009. V cenách služieb sa spomalenie ekonomickej aktivity neprejavuje tak, ako sa predpokladalo v predchádzajúcej predikcii, čo viedlo k vyšším očakávaným dynamikám ich cien v rokoch 2009 – 2010.

Graf 3 Predikcia inflácie (%)



Administratívne ceny by mohli dosiahnuť dynamiku na úrovni 5,4 % v priemere za rok 2009 a 3,0 % v roku 2010 a 2,7 % v roku 2011 (v P2Q-2009 to bolo 5,0 % v roku 2009 a 2,7 % v rokoch 2010 – 2011). Vývoj v rokoch 2009 – 2010 je ovplyvnený výraznejším ako predpokladaným zvyšovaním cien vodného, stočného, v zdravotníctve a poštách v posledných mesiacoch roka 2009. Rovnako sa predpokladá zvýšenie spotrebných daní na cigarety s vplyvom na celkovú infláciu 0,2 percentuálneho bodu v období september 2009 až január 2010. V predikcii sa nezohľadnil aktuálny návrh ministerstva financií na zvýšenie spotrebných daní na alkohol, pretože v čase prípravy aktuálnej predikcie išlo o návrh v pripomienkovom konaní, ktorého konečná podoba bude zrejme až po prerokovaní v parlamente.

Celková inflácia bez energií a nespracovaných potravín (jadrová inflácia) by mala v priemere za rok 2009 dosiahnuť 1,8 %. V roku 2010 by to malo byť 2,6 % a v roku 2011 by to malo byť 3,0 %.

Tabuľka 3 Porovnanie predikcií HICP (medziročná zmena v %, priemer za obdobie)

	2008	2009	2010	2011
P1Q-2009	3,9	1,7	2,0	2,9
P2Q-2009	3,9	1,3	1,8	2,5
P3Q-2009	3,9	1,1	1,8	2,4

Zdroj: NBS.



Tabuľka 4 Porovnanie predikcií HICP (medziročná zmena v %, koniec roka)

	2008	2009	2010	2011
P1Q-2009	3,5	1,4	2,4	3,3
P2Q-2009	3,5	0,9	2,1	2,7
P3Q-2009	3,5	0,6	2,2	2,5

Zdroj: NBS.

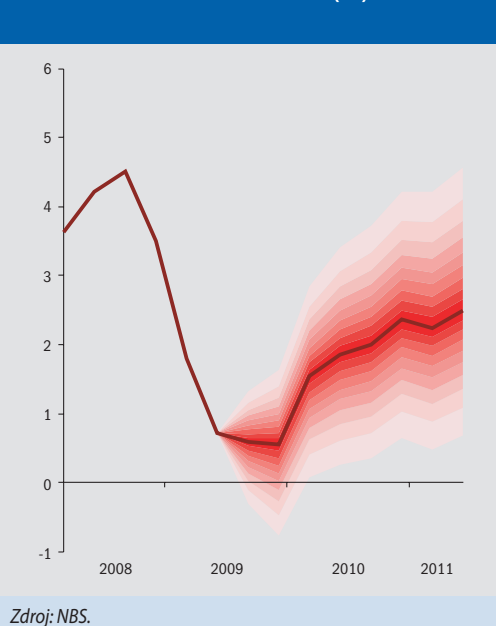
V aktuálnej predikcii inflácie na rok 2009 sú riziká prevažne smerom nadol v dôsledku toho, že pokles globálnej ekonomickej aktivity môže viesť k ďalšiemu väčšiemu ako predpokladanému poklesu dopytu s vplyvom na spotrebiteľské ceny. Rizikom je aj predpoklad vývoja regulovaných cien energií od januára 2010.

Aktuálna predikcia nebrala do úvahy pravdepodobný rast nepriamych daní na alkohol, ktoré by od marca 2010 mohli predstavovať vplyv na celkovú infláciu približne 0,06 percentuálneho bodu.

Naopak, v strednodobom horizonte prevládajú prorastové riziká. Výraznejšie hospodárske oživenie sa môže prejaviť v rýchlejšom rastie cien komodít a importných cien s prorastovým vplyvom na spotrebiteľské ceny. Rizikom je aj vývoj výmenných kurzov mien susedných krajín (Česka, Poľska, Maďarska), ktorých výraznejšie posilnenie by mohlo znamenať vyššiu dovezenú infláciu.

Na základe vyhodnotenia rizík možno považovať strednodobú predikciu inflácie za realistickú, keď žiadny z vybraných faktorov ovplyvňujúcich infláciu nevykazuje výrazné riziko. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou sa miera rizika jednotlivých faktorov dokonca mierne znížila na celom horizonte prognózy.

Graf 4 Predikcia inflácie HICP (%)



Zdroj: NBS.

Celkovo by zisťované rizikové faktory mohli ovplyvniť infláciu o -0,12 percentuálneho bodu (-0,10 percentuálneho bodu v P2Q-2009) ku koncu roka 2009, o 0,07 percentuálneho bodu (0,08 percentuálneho bodu v P2Q-2009) ku koncu roka 2010 a o 0,19 percentuálneho bodu (0,18 percentuálneho bodu v P2Q-2009) ku koncu roka 2011.



Tabuľka 5 Strednodobá predikcia (P3Q-2009) základných makroekonomických ukazovateľov

	2008	2009	2010	2011	2009	2010	2011
	Skutočnosť	Prognóza			Rozdiel v porovnaní s P2Q-2009		
Ceny (medziročná dynamika v %)							
Inflácia meraná HICP (priemer)	3,9	1,1	1,8	2,4	-0,2	0,0	-0,1
Inflácia meraná CPI (priemer)	4,6	1,8	2,3	3,1	-0,3	-0,2	0,2
Jednotkové náklady práce ULC (kompenzácie na zamestnanca v b. c./produktivita práce ESA 95 v s. c.)	5,3	8,9	-1,7	1,5	3,0	-1,7	-0,2
Produktivita práce ESA 95 (HDP s. c./zamestnanosť ESA 95)	3,5	-3,8	3,1	3,8	-1,0	0,6	0,1
Kompenzácie na zamestnanca (b. c.)	9,0	4,8	1,3	5,3	1,7	-1,1	-0,1
Ekonomická aktivita (medziročná dynamika v %, ak nie je uvedené inak)							
HDP reálny	6,4	-5,6	2,9	4,2	-1,4	0,6	0,1
Konečná spotreba domácností	6,1	-1,3	-0,6	3,3	-2,3	-0,8	-0,3
Konečná spotreba verejnej správy	4,3	4,8	3,3	2,9	2,6	1,2	0,1
Tvorba hrubého fixného kapitálu	6,8	-10,4	2,9	1,4	-1,7	-0,3	-0,6
Vývoz tovarov a služieb	3,2	-17,6	6,0	6,7	0,9	5,2	0,0
Dovoz tovarov a služieb	3,3	-17,4	6,0	4,3	-0,3	5,8	-0,9
Hrubý disponibilný dôchodok domácností reálny	7,2	1,2	0,7	3,2	-1,7	-0,1	0,1
Output gap (% z potenciálneho produktu)	0,5	-8,4	-7,6	-6,9	-0,8	-0,3	0,2
Trh práce							
Zamestnanosť podľa ESA 95 (medziročná dynamika v %)	2,8	-1,9	-0,2	0,4	-0,4	-0,1	0,1
Miera nezamestnanosti podľa VZPS (%)	9,6	11,2	11,9	11,9	-0,3	-0,1	-0,2
Platobná bilancia							
Otvorenosť ekonomiky (% HDP)	166,8	136,7	139,5	140,3	-0,9	5,3	5,0
Obchodná bilancia (% HDP)	-1,1	-1,0	-0,9	0,8	2,0	1,6	2,3
Bilancia služieb (% HDP)	-0,7	-1,4	-1,2	-1,1	-0,3	-0,2	-0,3
Bežný účet (% HDP)	-6,5	-5,8	-5,0	-2,9	1,7	1,4	1,9
Bežný a kapitálový účet (% HDP)	-5,3	-4,2	-3,0	-0,8	1,7	1,3	2,0

Zdroj: NBS.



PREPAD HDP VO SVETLE DOPYTOVÉHO ALEBO PONUKOVÉHO ŠOKU

Hospodárska kríza spôsobila v slovenskej ekonomike výrazné zlomy, ktoré potvrdzujú dopytový charakter súčasnej krízy. Do akej miery kríza postihuje, resp. postihla aj ponukovú stránku ekonomiky, a či vôbec, nie je zatiaľ možné vierohodne posúdiť, v dôsledku čoho rovnovážne trendy, ako aj aktuálna pozícia ekonomiky nesú v sebe výraznú mieru neistoty, ktorá sa však časom bude dať lepšie identifikovať. V prípade takýchto štrukturálnych zlomov totiž zlyhávajú všetky konvenčné štatistické a dokonca aj sofistikovanejšie metódy s modelovo-ekonomickým základom. Preto je potrebné pristúpiť k expertným úpravám na základe dostupných informácií. Produkčná medzera a potenciálny HDP sú nemeateľné veličiny a ich hodnoty sa líšia v závislosti od typu použitej metódy a dostupných informácií, resp. od previazanosti s inými ukazovateľmi ekonomického vývoja. V súčasnosti sú dostupné len obmedzené a nepresné údaje. Výsledná miera neistoty sa odráža v skutočnosti, že názory na aktuálnu pozíciu produkčnej medzery a úroveň potenciálneho produktu sa značne líšia.

Ponukovú stránku ekonomiky je možné v súčasnej situácii posudzovať v zásade dvoma spôsobmi.

1) Hospodárska kríza je prevažne dopytového charakteru a ponukovú stránku ekonomiky postihuje len okrajovo – potenciál sa neprepadáva, počas krízy však môže rásť pomalším tempom ako v období pred krízou, po odznení krízy môže rásť rovnakým, pomalším, ale aj rýchlejším tempom ako v období pred krízou. Táto možnosť znamená otvorenie výrazne negatívnej produkčnej medzery a návrat k rovnovážnym úrovniam si vyžaduje tempá rastu reálneho HDP dlhodobo prekračujúce tempá rastu potenciálu. Zároveň to znamená dlhodobé deflačné tlaky v ekonomike alebo skutočnosť, že sa citlivosť cenovej hladiny na cyklickú pozíciu ekonomiky vplyvom krízy zmenila.

2) Kríza zasahuje ponukovú stránku ekonomiky – potenciálny produkt sa v období krízy prepadáva na nižšie úrovne (level shift), po odznení

krízy môžu byť tempá rastu potenciálu nad úrovňou, pod ňou, ale aj na rovnakej úrovni ako v období pred krízou. V tomto prípade nemusí byť produkčná medzera veľmi výrazná a jej uzavretie by malo trvať oveľa kratšie. Aby sa však o takejto možnosti dalo uvažovať, je potrebné vyšpecifikovať, ktoré faktory by prepád potenciálnej produkcie ekonomiky mali spôsobiť.

Štandardným prístupom ku kvantifikácii potenciálneho produktu je dvojfaktorová produkčná funkcia, do ktorej vstupujú dva výrobné faktory (práca a kapitál) a ich celková produktivita (TFP – total factor productivity). Ak by teda v ekonomike malo dôjsť k prepadu úrovne potenciálu, musel by byť vyvolaný zmenou v niektorom z týchto vstupov.

V prípade kapitálu môže ísť o zvýšenú mieru odpisov v dôsledku reštrukturalizácie ekonomiky alebo o veľké množstvo mimoriadnych odpisov v dôsledku krachu firiem. V našich podmienkach sa však o reštrukturalizácii ekonomiky zatiaľ uvažovať nedá a informácie o mimoriadnych odpisoch tiež nie sú k dispozícii. Preto NBS zatiaľ nemení svoje doterajšie predpoklady o zásobe kapitálu – jediný dôsledok krízy sa prejavuje nižšími investíciami, čo znamená, že zásoba kapitálu rastie pomalšie ako v uplynulých rokoch; nedochádza však k jej prepadu. Potenciálna zamestnanosť je determinovaná množstvom pracovnej sily a výškou rovnovážnej úrovne nezamestnanosti (NAIRU). Vplyv samotnej krízy v tomto období by nemal pôsobiť na počet ekonomicky aktívnych osôb. Mierne zvýšenie NAIRU môže byť ovplyvnené návratom ľudí zo zahraničia. Ďalšie zvyšovanie NAIRU môžeme očakávať až v prípade reštrukturalizácie ekonomiky, ktorá zatiaľ neprebíha. Výrazný prepád v potenciálnej zamestnanosti by preto bol v súčasnej situácii neodôvodniteľný.

Čo sa týka TFP, v dôsledku krízy nepochybne dochádza k zníženiu tempa technologického pokroku. Nižšie výdavky na vedu a výskum spolu s nižšími investíciami do nových technológií spomaľujú rast celkovej produktivity výrobných faktorov, prípadne spôsobujú, že technológie



stagnujú. Odôvodnenie výrazného prepadu celkovej produktivity výrobných faktorov by si však opäť vyžadovalo pozorovanú reštrukturalizáciu ekonomiky a následnú realokáciu zdrojov zo sektorov s vysokou produktivitou do sektorov s nízkou produktivitou, k čomu u nás zatiaľ nedochádza.

NBS v predikcii premieta hospodársku krízu do ponukovej stránky ekonomiky len čiastočne,

v podobe spomalenia rastu potenciálu v porovnaní s predpokladmi z predkrízového obdobia. Načrtnuté problémy spojené s takýmto pohľadom, veľká miera neistoty a budúci vývoj, ktorý môže priniesť argumenty podporujúce prepád úrovne potenciálu cez jeden alebo viaceré vstupy produkčnej funkcie, však pripúšťajú možnosť zmeny pohľadu na odhad produkčnej medzery a potenciálneho produktu v nasledujúcich predikciách.

