



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA  
EUROSYSTEM



# STREDNODOBÁ PREDIKCIA

4. Q  
2009

Vydala:  
© Národná banka Slovenska

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  
15. decembra 2009.

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



# OBSAH

<b>1</b>	<b>ZHRNUTIE</b>	<b>4</b>
<b>2</b>	<b>TECHNICKÉ PREDPOKLADY A MEDZINÁRODNÉ PROSTREDIE</b>	<b>5</b>
<b>3</b>	<b>STREDNODOBÁ PREDIKCIA EUROZÓNY</b>	<b>6</b>
<b>4</b>	<b>STREDNODOBÁ PREDIKCIA SR</b>	<b>7</b>
4.1	Reálna ekonomika	7
	Bežný účet	7
	Trh práce	7
	HDP	8
	Potenciál HDP a produkčná medzera	10
4.2	HICP	10
	<b>ZOZNAM GRAFOV</b>	
	Graf 1 Predikcia rastu HDP v stálych cenách	9
	Graf 2 Príspevky k rastu potenciálu HDP a produkčná medzera	10
	Graf 3 Porovnanie predikcií inflácie	11
	Graf 4 Predikcia inflácie HICP	12
	<b>ZOZNAM TABULIEK</b>	
	Tab. 1 Technické predpoklady	5
	Tab. 2 Prognóza vybraných ukazovateľov eurozóny	6
	Tab. 3 Porovnanie predikcií HICP (priemer za rok)	11
	Tab. 4 Porovnanie predikcií HICP (koniec roka)	11
	Tab. 5 Strednodobá predikcia (P4Q-2009) základných makroekonomických ukazovateľov	13



# 1 ZHRNUTIE<sup>1</sup>

Aktuálna strednodobá predikcia P4Q-2009 pracovala s priaznivejšími predpokladmi vo vývoji zahraničného dopytu, ako aj s odhadmi vyšších cien komodít. Očakávaná v oblasti vývoja zahraničného dopytu pozitívne ovplyvnili vývoj ekonomiky SR v porovnaní s odhadmi v predchádzajúcej predikcii.

V treťom štvrtroku 2009 podľa rýchleho odhadu ŠÚ SR pokračoval v súlade s očakávaniami medzištvrtročný rast HDP. Pozitívnejší vývoj v danom období však zaznamenal zahraničný obchod, najmä vplyvom výraznejšieho oživovania exportnej výkonnosti pri pretrvávajúcich nízkych dovozoch. Tento trend by mal pokračovať a prejaví sa v miernejšom medziročnom poklese HDP v roku 2009 v porovnaní s predchádzajúcou strednodobou predikciou. V rámci domáceho dopytu sa naďalej predpokladá prepád investícií, ale miernejší pokles konečnej spotreby ako v P3Q-2009. K poklesu HDP by malo prispieť aj pokračujúce znižovanie stavu zásob v 3. štvrtroku 2009, vo výraznejšom rozsahu, než sa pôvodne predpokladalo. V ďalšom období sa však očakáva mierna obnova zásob v súvislosti s oživením ekonomickej aktivity.

Prepad slovenskej ekonomiky sa prejavil vo výraznejšom poklese zamestnanosti v 3. štvrtroku 2009 v porovnaní s očakávaniami, v dôsledku čoho došlo k revidovaniu jej celoročnej dynamiky.

Vývoj spotrebiteľských cien v roku 2009 by mal byť ovplyvnený pomalšou dynamikou inflácie v posledných mesiacoch, než sa očakávalo, čo sa premietne do nižšieho celoročného priemeru HICP v porovnaní s predchádzajúcou predikciou. V nasledujúcich mesiacoch sa predpokladá postupné zrýchľovanie medziročnej dynamiky inflácie v súvislosti s vývojom cien komodít, čo by malo byť iba čiastočne eliminované poklesom niektorých regulovaných cien začiatkom roku 2010.

V strednodobom horizonte sa predpokladá pokračovanie oživovania zahraničného dopytu na mierne vyšších úrovniach v porovnaní s predchádzajúcou predikciou. Vyšší svetový dopyt sa premietne do rastu exportnej výkonnosti. Výrazne pozitívnejší vývoj zahraničného obchodu v roku 2009 sa však prejaví v zápornom príspevku čistého exportu k rastu HDP v roku 2010. Nárast produkcie sa postupne premietne aj do pozitívnejšieho vývoja na trhu práce, v rámci ktorého sa však začiatkom roka budú naďalej prejavovať následky výraznejšieho prepadu zamestnanosti v 3. štvrtroku 2009, ako sa odhadovalo. Investičná aktivita v strednodobom horizonte by mala rovnako ako v P3Q-2009 vzrásť, k čomu prispievajú aj investície do infraštruktúry formou PPP projektov a investícia v automobilovom priemysle. V roku 2011 by mal byť rast ekonomiky ovplyvnený aj začatím výroby nového modelu automobilu. Postupné oživenie v strednodobom horizonte sa prejaví aj zvyšovaním tempa rastu spotrebiteľských cien.

V aktuálnej strednodobej predikcii naďalej pretrvávajú vybilancované riziká vývoja reálnej ekonomiky z predchádzajúcej prognózy. Rizikom smerom nadol je ukončenie zahraničných vládnych opatrení, ktoré môže viesť k pomalšej obnove ekonomickej aktivity, a teda k vývoju ekonomiky v tvare „W“. Otáznym je aj vplyv nevyhnutných konsolidácií verejných financií na domáci aj zahraničný dopyt. Pozitívnym rizikom je realizácia ďalších balíčkov PPP projektov, ktoré neberieme do úvahy v aktuálnej predikcii.

Riziká súčasnej prognózy inflácie sú vyvážené na prorastovej, ako aj dezinflačnej strane kvôli prípadným odchýlkam vývoja zahraničného dopytu od očakávaní. Rôzny vývoj svetového dopytu môže viesť k rôznym cenám energetických a poľnohospodárskych komodít a rovnako aj k rôznym dovozným cenám.

<sup>1</sup> Aktuálna predikcia HDP je založená na údajoch z rýchleho odhadu ŠÚ SR za 3. štvrtrok 2009, v rámci ktorého však nie sú publikované údaje za jednotlivé komponenty HDP. Údaje o štruktúre HDP v 3. štvrtroku 2009 v čase uzatvorenia predikcie neboli k dispozícii.



## 2 TECHNICKÉ PREDPOKLADY A MEDZINÁRODNÉ PROSTREDIE

Technické predpoklady strednodobej prognózy, ako aj vývoj medzinárodnej ekonomiky sú prevzaté z decembrovej prognózy Eurosystemu (Eurosystem Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area).<sup>2, 3</sup>

Odhad krátkodobých úrokových sadziieb je čisto technického charakteru. Na základe použitej metodológie je celková priemerná úroveň krátkodobých úrokových sadziieb stanovená na rok 2009 a 2010 na úrovni 1,2 %. V roku 2011 by mala vzrásť na 2,4 %. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne by mali podľa očakávaní trhu dosiahnuť v priemere 4,0 % v roku 2009 a mierne vzrásť na 4,1 % v roku 2010 a na 4,6 % v roku 2011. Prognóza zohľadňuje nedávno zaznamenané zlepšenie podmienok financovania a zároveň vychádza z predpokladu, že v horizonte prognózy sa rozptáčia medzi úrokovými sadzbami bankových úverov a vyššie spomenutými sadzbami zúžia. Podľa predpokladov by sa mali úverové podmienky v horizonte prognózy uvoľňovať. Prognóza predpokladá postupný nárast priemernej ceny ropy za barel v roku 2010, ako aj v roku 2011. Ceny neenergetických komodít v amerických dolároch by mali v roku 2009 výrazne klesnúť a v roku 2010 naopak výrazne vzrásť, pričom v roku 2011 by mal byť ich rast miernejší. Bilaterálny výmenný kurz EUR/USD pre prognózu je daný priemerom za dvojtýždňové obdobie do termínu stanovenia predpokladov

prognózy a dosahuje úroveň 1,39 pre rok 2009 a 1,49 pre roky 2010 a 2011.

V porovnaní so septembrovou predikciou ECB predpokladá decembrová predikcia vyššiu úroveň cien ropy v roku 2010. Neenergetické komodity by mali v porovnaní s predchádzajúcou prognózou v roku 2009 klesať o niečo výraznejšie a naopak v roku 2010 by mali zaznamenať silnejší rast. Súčasne decembrová prognóza predpokladá apreciaciu efektívneho výmenného kurzu EUR/USD o 0,8 % v roku 2009 a následne o 2,2 % v roku 2010.

Výhľad svetového hospodárstva naďalej vykazuje známky oživenia. To však bude nerovnomerné, podporované hlavne menovými a fiškálnymi stimulmi, obnovením rastu zahraničného obchodu a zásob. Nakoľko však niektoré z uvedených faktorov majú len dočasný vplyv, trvalejšiu podporu oživenia hospodárskeho rastu si bude vyžadovať postupné zlepšovanie podmienok financovania. Celkovo sa očakáva, že globálny hospodársky rast bude miernejší v porovnaní s minulými trendmi, nakoľko oživenie je v rozvinutých ekonomikách tlmené vplyvom krízy. Svetový reálny HDP mimo eurozóny by mal v roku 2009 dosiahnuť pokles o 0,6 %, v roku 2010 by už globálna ekonomika mala vzrásť o 3,5 % a v roku 2011 o 3,9 %. Exportné trhy eurozóny zaznamenajú v roku 2009 pokles o 12,2 %, pričom v roku 2010 sa očakáva ich rast o 4,2 % a v roku 2011 na 4,7 %.

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

	Prognóza	Predpoklad na obdobie		
		2009	2010	2011
Ropa (USD/b)	september 2009	62,4	78,8	-
	december 2009	62,2	81,4	85,9
Neenergetické komodity	september 2009	-21,4	17,1	-
	december 2009	-22,3	24,7	4,0

Zdroj: ECB.

2 Technické predpoklady týkajúce sa vývoja úrokových sadziieb, energetických a neenergetických komodít sú založené na trhových očakávaniach s dátumom uzávierky 12. novembra 2009.

3 Podrobnejšie informácie o prognóze ECB možno nájsť na [www.ecb.int](http://www.ecb.int)



### 3 STREDNODOBÁ PREDIKCIA EUROZÓNY

Po piatich štvrtrokoch poklesu zaznamenala ekonomika eurozóny v treťom štvrtroku 2009 rast. Ovplynulo to viacerými faktormi, medzi ktoré patria fiškálne stimuly, cyklus zásob a oživenie obchodu. Keď však vplyv týchto dočasných faktorov zanikne, môže sa začiatkom roku 2010 rast HDP opäť zmierniť. Počas prognózovaného obdobia do roku 2011 sa očakáva, že hospodársky rast bude podporovaný exportom a silnejším domácim dopytom. Pretrvávajúci vplyv doterajších menopolitických opatrení a realizovaná podpora finančného systému budú stimulovať ekonomické oživenie v horizonte prognózy. Očakáva sa však, že miera rastu HDP nedosiahne v sledovanom období úroveň pred krízou. V rámci komponentov HDP budú celkové investície do začiatku roku 2011 klesať, miera ich poklesu sa však bude spomaľovať. Súkromná spotreba bude tlmená zhoršenými vyhlídkami na trhu práce. Vládne investície by mali tak v roku 2009, ako aj v roku 2010 v súlade s prijatými fiškálnymi opatreniami výrazne vzrásť a následne poklesnúť. Po prudkom poklese by sa mal postupne oživiť export, a to vo väčšej miere ako import. Dopyt po práci bude podľa predikcie tlmený mzdovou nepružnosťou v kontexte

prudkého poklesu aktivity. Spolu s poklesom zamestnanosti by mala nezamestnanosť rásť počas celého horizontu prognózy. Taktiež sa očakáva, že produkčná medzera ostane počas predikovaného obdobia výrazne záporná.

V porovnaní so septembrovou predikciou by mal byť vývoj hrubého domáceho produktu o niečo priaznivejší počas celého obdobia prognózy.

V horizonte prognózy by mala byť inflácia len mierna, tlmená relatívne nízkou úrovňou ekonomickej aktivity. Z pohľadu domácich cenových tlakov mzdové tlaky v priebehu roku 2009 výrazne poklesli v dôsledku zhoršenia situácie na trhu práce. Rast miezd by tak mal byť aj v prognózovanom období mierny. Po poklese v roku 2009 by produktivita mala vzrásť. Jednotkové náklady práce by mali v roku 2010 poklesnúť a v roku 2011 len mierne rásť.

Očakávaný medziročný rast celkovej HICP inflácie v roku 2009 je v rámci rozpätia zo septembrovej prognózy, pre rok 2010 je rozpätie mierne nad úrovňami predikovanými v septembri 2009.

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

	Prognóza	Prognóza na obdobie			
		2008 <sup>1)</sup>	2009	2010	2011
HICP	september 2009	-	0,2 – 0,6	0,8 – 1,6	-
	december 2009	3,3	0,3 – 0,3	0,9 – 1,7	0,8 – 2,0
Reálny HDP	september 2009	-	-4,4 – -3,8	-0,5 – 0,9	-
	december 2009	0,5	-4,1 – -3,9	0,1 – 1,5	0,2 – 2,2
Súkromná spotreba	september 2009	-	-1,3 – -0,5	-0,8 – 0,6	-
	december 2009	0,4	-1,2 – -1,0	-0,2 – 0,8	0,2 – 1,8
Spotreba vlády	september 2009	-	1,4 – 2,0	1,0 – 1,8	-
	december 2009	2,0	2,2 – 3,0	0,5 – 1,7	0,4 – 1,8
Tvorba hrubého fixného kapitálu	september 2009	-	-12,1 – -9,9	-5,2 – -1,2	-
	december 2009	-0,6	-11,3 – -10,5	-3,1 – -0,1	-1,7 – 2,3
Export (tovary a služby)	september 2009	-	-16,2 – -13,6	-0,6 – 2,4	-
	december 2009	0,8	-14,5 – -12,5	0,6 – 5,6	0,7 – 6,5
Import (tovary a služby)	september 2009	-	-13,6 – -11,0	-2,3 – 2,1	-
	december 2009	0,9	-12,6 – -11,0	0,4 – 4,6	0,8 – 5,4

Zdroj: ECB.

1) Skutočnosť.



## 4 STREDNODOBÁ PREDIKCIA SR

### 4.1 REÁLNA EKONOMIKA

#### BEŽNÝ ÚČET

V rámci bilancie **bežného účtu** boli začiatkom druhého polroku 2009 zaznamenané najvýraznejšie rozdiely v bilancii **zahraničného obchodu**, kde sa dosiahlo pozitívnejšie saldo, ako sa pôvodne očakávalo. Lepší vývoj obchodnej bilancie vyplynul zo skutočnosti, že priaznivejší vývoj vývozu bol sprevádzaný nižším dovozom. Oživenie exportnej výkonnosti bolo výraznejšie ako pôvodné predpoklady, pričom najmä v údajoch z augusta a septembra sa prejavil pozitívnejší vývoj zahraničného dopytu. Nižší dovoz bol dôsledkom nižšieho importu plynu, nenaplnenia predpokladov o tvorbe zásob očakávanej v dôsledku predpokladaného postupného oživovania ekonomiky a čiastočne aj znižujúcou sa dovoznou náročnosťou. V dôsledku predpokladaného pokračovania pozitívnejšieho vývoja zahraničného dopytu (v porovnaní s P3Q-2009) sa očakáva zvýšenie úrovni vývozu koncom roku 2009, ale aj v celom horizonte prognózy. Dovozy by mal byť prorastovo ovplyvnený existujúcou dovoznou náročnosťou vývozu, pričom postupné znižovanie dovoznej náročnosti pozorované v priebehu roka 2009 sa premietlo aj do strednodobej predikcie. Úroveň dovozu by malo v poslednom štvrtroku 2009 pozitívne ovplyvniť aj zníženie odhadu dovozu plynu (vzhľadom na to, že sa doposiaľ nenaplniajú predpoklady o postupnom dobiehaní minuloročnej úrovne dovozu plynu), ako aj predpokladaná nižšia tvorba zásob v porovnaní s pôvodnými očakávaniami. V roku 2010 sa už neočakáva podobný pozitívny vplyv týchto faktorov na dovoz, čo by sa malo prejavovať vo výraznejšom medziročnom raste dovozu v porovnaní s predchádzajúcou predikciou.

V súlade s predchádzajúcou prognózou sa v roku 2009 predpokladá pokles medziročných dynamík vývozu a dovozu presahujúci 20% hranicu. V rokoch 2010 a 2011 možno očakávať postupný návrat kladných dynamík vývozu a dovozu.

V dôsledku pôsobenia uvedených faktorov došlo k poklesu celoročného deficitu zahraničného

obchodu v roku 2009 v porovnaní s predchádzajúcou predikciou. V ďalších rokoch sa takisto očakáva dosahovanie lepšieho salda zahraničného obchodu, a to predovšetkým vplyvom vyššieho zahraničného dopytu. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou nedošlo k zmene predpokladov o PPP projektoch na strane dovozu v celom horizonte prognózy a ani k zmene predpokladov o novej investícii v automobilovom priemysle, ktorá by sa mala prejavovať od roku 2011 vo zvýšení vývozu.

Hlavným rizikom prognózy obchodnej bilancie je nižší rast zahraničného dopytu v porovnaní s očakávaniami, ako aj načasovanie jednotlivých investícií PPP projektov alebo PZI. Rizikom je aj iný dovoz plynu koncom roka 2009 vzhľadom na jeho značnú volatilitu v prvom polroku.

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 najmä nižšími príjmami za poskytnuté služby a následným prehodnotením ich vývoja na horizonte prognózy. Naopak v porovnaní s predchádzajúcou predikciou sa očakávajú nižšie platby úrokov (na základe zmeny štruktúry zahraničného dlhu), ktoré by sa mali prejavovať v miernom zlepšení **bilancie výnosov**. Nové predpoklady o príjmoch a výdavkoch z fondov EÚ boli príčinou zmeny salda **bilancie bežných transferov**. Najvýraznejšie ovplyvnili predikciu na rok 2009, kde nižší odhad príjmov (aj na základe aktuálneho vývoja) významne zhoršil očakávané celoročné saldo bežných transferov.

Podiel **deficitu bežného účtu** na HDP by sa mal v horizonte prognózy zlepšiť najmä vďaka priaznivejšiemu odhadovanému zahraničnému dopytu (s vplyvom na vývoj obchodnej bilancie).

#### TRH PRÁCE

V roku 2009 sa neočakávajú zmeny v predikcii **kompensácií na zamestnanca** v porovnaní s predchádzajúcou predikciou. V prvom polroku 2009 zaznamenali kompensácie na zamestnanca výrazný rast, pod ktorý sa podpísal objem vyplateného odstupného vyplývajúceho z hromadných prepúšťaní.





V nasledujúcom období sa očakáva postupné spomaľovanie rastu kompenzácií z titulu pomalšieho rastu základnej zložky mzdy v súvislosti s vývojom ziskovosti korporácií, ako aj nižšieho vplyvu vyplateného objemu odstupného. V roku 2010 sa očakáva rýchlejší rast kompenzácií na zamestnanca v porovnaní s P3Q-2009. Pod takýto vývoj sa podpísalo rýchlejšie očakávané oživenie ekonomiky a s tým súvisiaci rast odpracovaných hodín. Predpokladáme, že v rýchlejšom raste kompenzácií sa odzrkadlí aj nárast dohodnutej minimálnej mzdy, čo sa následne môže odraziť aj v poklese zamestnanosti.

V roku 2011 sa v porovnaní s predchádzajúcou predikciou očakáva rýchlejší rast kompenzácií na zamestnanca z dôvodu výraznejšieho rastu produktivity práce v predchádzajúcich rokoch, čo by sa mohlo pozitívne odraziť pri mzdových vyjednávaniach.

Na základe rýchleho odhadu ŠÚ SR v 3. štvrťroku 2009, keď došlo k výraznejšiemu poklesu **zamestnanosti**, ako aj vplyvom pretrvávajúcich ohlasovaných hromadných prepúšťaní sa predpokladá v roku 2009 v porovnaní s P3Q-2009 väčší pokles zamestnanosti. Koncom roka 2008 sa v dôsledku hospodárskej krízy začala vo firmách v SR (hlavne v odvetví priemyslu) obmedzovať výroba. V snahe zachovať zamestnanosť pristúpili zamestnávateľia k redukcii odpracovaných hodín. Takýto trend pokračoval aj v 1. polroku 2009, aj keď v 2. štvrťroku už došlo len k miernemu medzikvartálnemu poklesu odpracovaných hodín v porovnaní s predchádzajúcimi obdobiami. Očakáva sa, že časť zamestnávateľov nebude môcť už viac zotrvať pri redukcii počtu odpracovaných hodín, ale pristúpi k znižovaniu počtu zamestnaných osôb. Ku koncu roka 2009 bude preto dochádzať k ďalšiemu znižovaniu zamestnanosti. Zhoršenie vývoja zamestnanosti sa očakáva aj začiatkom roka 2010, v dôsledku čoho by malo dôjsť v porovnaní s P3Q-2009 k väčšiemu celoročnému poklesu jej dynamiky. Postupné oživovanie economickej aktivity sa bude v roku 2011 premietiť aj do vývoja zamestnanosti, ktorá bude približne na úrovni predchádzajúcej predikcie. Predpokladá sa, že s postupným oživovaním economickej aktivity by mali obmedzenie výroby a s ním súvisiaca redukcia odpracovaných hodín postupne pominúť.

Výraznejší pokles zamestnanosti sa prejavil v náraste miery nezamestnanosti v celom prognózovanom období.

Hlavným rizikom vývoja na trhu práce je pomalšie oživovanie economickej aktivity, ktoré by mohlo byť sprevádzané ďalšími hromadnými prepúšťaniami a obmedzovaním výroby hlavne v proexportne orientovaných podnikoch.

## HDP

Vývoj HDP v 3. štvrťroku 2009 bol podľa rýchleho odhadu ŠÚ SR v súlade s očakávaniami z P3Q-2009. Ekonomika spomalila svoj medziročný prepád a vzrástla medzištvrtročne o 1,6 %. Na základe mesačných ukazovateľov k tomuto rastu prispel hlavne vývoj čistého exportu. Na jednej strane sa oživenie zahraničného dopytu prejavilo v raste exportnej výkonnosti ekonomiky, na druhej strane pozitívne pôsobili pokračujúce nízke úrovne dovozu tovarov a služieb. Nízke dynamiky dovozov odrážali nižšiu dovoznú náročnosť exportu a vývoj domáceho dopytu. Z hľadiska jednotlivých zložiek domáceho dopytu predpokladáme rovnaký vývoj ako v P3Q-2009 aj z hľadiska pôsobenia jednorazových efektov na súkromnú spotrebu a investície (napr. dôvera spotrebiteľov, šrotovné, PPP projekty, nové investície atď.). Aktuálny pozitívnejší vývoj v zahraničnom obchode by sa mal premietnuť aj do jeho celoročného kladného príspevku a následne sa prejaví v pomalšom prepade ekonomiky v roku 2009 oproti predchádzajúcej predikcii.

V strednodobom horizonte sa očakáva rýchlejšie oživenie economickej aktivity ako v P3Q-2009 v súvislosti s pozitívnejším vývojom svetovej ekonomiky. Vyšší zahraničný dopyt by mal vplyvať na rast exportnej výkonnosti slovenskej ekonomiky v roku 2010 s ďalším zrýchlením v roku 2011. Tento vývoj sa následne premietne aj do rýchlejšieho rastu domáceho dopytu. Podobne ako v minulej predikcii, v roku 2011 by malo k akcelerácii economickeho rastu prispieť aj rozšírenie výroby v automobilovom priemysle.

V medzikvartálnom porovnaní sa po výraznom prepade HDP v 1. štvrťroku 2009 a následnom oživení v 2. a 3. štvrťroku očakáva pokračovanie podobného vývoja aj v poslednom kvartáli 2009. V tomto roku sa predpokladá, že výrazne pozitívny vplyv na domáci dopyt, ako aj na zahraničný dopyt mali protikrizové opatrenia vlád, ktorých efekt sa však ku koncu roka začne postupne vytrácať, znižovať. Preto v 1. štvrťroku 2010 nemusí HDP už zaznamenať medzikvartál-



ny rast. Čo sa týka medziročných dynamík, v nasledujúcom období budú výrazne ovplyvnené bázickým efektom, ktorý treba pri hodnotení vývoja ekonomiky brať do úvahy. To znamená, že dosahované kladné medziročné dynamiky nemusia vypovedať o výraznom naštartovaní ekonomického rastu, ale môžu súvisieť s výrazným prepadom HDP v rovnakom období minulého roka. V rokoch 2010 – 2011 by malo oživovanie ekonomiky naďalej pokračovať a HDP by mal medzištvrtročne rásť, avšak pomalšími dynamikami ako v roku 2009.

#### Domáci dopyt

**Konečná spotreba domácností** by mala v roku 2009 zaznamenať pokles v dôsledku spomalenia rastu disponibilného príjmu, čo súvisí s vývojom na trhu práce (pokles zamestnanosti, spomalenie rastu kompenzácií na zamestnanca), ale v porovnaní s P3Q-2009 by mal byť tento pokles miernejší. V druhej polovici roka by totiž malo dôjsť k návratu spotrebiteľskej dôvery, ktorá sa prepadla začiatkom roka, čo by sa malo prejavovať aj v mierne zvýšenej súkromnej spotrebe. V dôsledku uvedených faktorov by malo dôjsť k zníženiu miery úspor v porovnaní s predchádzajúcou predikciou. V nasledujúcich rokoch sa v súvislosti s rastom disponibilného príjmu očakáva postupný rast spotreby domácností na mierne vyšších úrovniach ako v P3Q-2009.

V predikcii **fixných investícií** sa očakáva podobne ako v minulej prognóze výrazný pokles dynamiky v roku 2009. Nízky zahraničný dopyt by mal ovplyvniť ziskovosť firiem a následne aj zníženie ich investičných aktivít. Investovanie formou PPP projektov v oblasti infraštruktúry, ako aj investície v automobilovom priemysle by mali koncom roka 2009 mierne korigovať celoročný prepád investícií rovnako ako v P3Q-2009. V strednodobom horizonte predpokladáme mierny rast investícií do strojov a stavieb v súvislosti s oživovaním ekonomickej aktivity na mierne vyšších úrovniach.

Znižovanie **stavu zásob** v prvom polroku 2009 by malo pokračovať aj v nasledujúcom období, čo vyplýva aj z nižších dovozov podľa mesačných ukazovateľov. Zmena stavu zásob by tak mala prispievať zápornejšie k rastu HDP v tomto roku v porovnaní s P3Q-2009. V roku 2010 by však s postupným oživením ekonomiky malo dôjsť k opätovnému zvyšovaniu stavu zásob, a teda

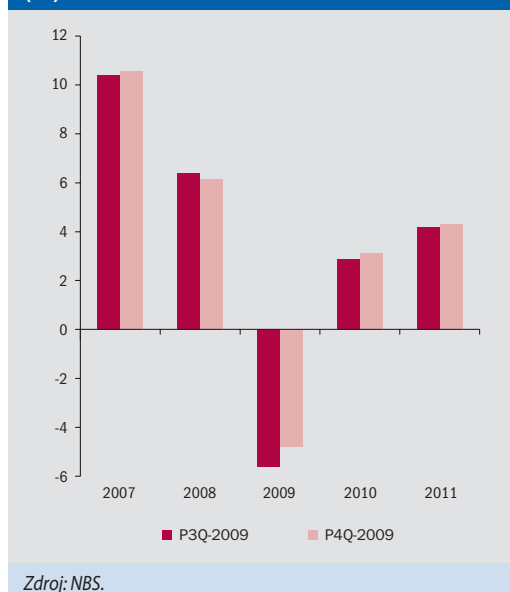
ku kladnému príspevku k ekonomickému rastu s negatívnym vplyvom na vývoj dovozov.

#### Čistý export

Na základe aktuálnych mesačných štatistík došlo v 3. štvrtroku 2009 k výrazne lepšiemu vývoju exportnej výkonnosti ekonomiky v porovnaní s očakávaniami. Objem importov však naďalej zostal na nízkych úrovniach z predchádzajúcich mesiacov (nízky domáci dopyt, a znižovanie dovozných náročností exportov). Tento vývoj by sa mal podpísať pod výrazné zlepšenie salda zahraničného obchodu s pozitívnym príspevkom k rastu HDP v roku 2009 v porovnaní s jeho tlmiacim efektom očakávaným v P3Q-2009. V rokoch 2010 – 2011 sa predpokladá pokračovanie pozitívneho vývoja v zahraničnom dopyte, exportná výkonnosť by sa mala naďalej zvyšovať a v súvislosti s rastom domáceho dopytu by mal vykázať postupný nárast aj dovoz. V roku 2010 by však čistý export mal prispievať negatívne k rastu HDP, čo súvisí hlavne s jeho výrazne kladným príspevkom v roku 2009 a s očakávaným rastom zásob v ekonomike. K rastu exportnej výkonnosti by malo pozitívne prispievať v roku 2011 aj rozšírenie produkcie v automobilovom priemysle (nový model).

V aktuálnej strednodobej predikcii naďalej pretrvávajú vybilancované riziká z predchádzajúcej prognózy. Rizikom smerom nadol je ukončenie

Graf 1 Predikcia rastu HDP v stálych cenách (%)



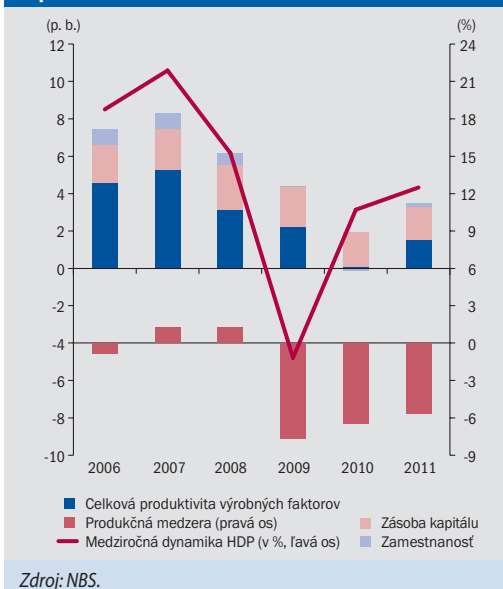
zahraničných vládnych opatrení, čo môže viesť k pomalšej obnove ekonomickej aktivity, a teda k vývoju ekonomiky (svetovej a domácej) v tvare „W“. Otáznym je aj vplyv nevyhnutných konsolidácií verejných financií na domáci aj zahraničný dopyt. Pozitívnym rizikom je realizácia ďalších balíčkov PPP projektov, ktoré sa v aktuálnej predikcii nezohľadňujú.

#### POTENCIÁL HDP A PRODUKČNÁ MEDZERA

V rámci strednodobej predikcie došlo aj k prehodnoteniu vývoja potenciálu ekonomiky. Napriek tomu, že sa po období výrazných prílevov priamych zahraničných investícií očakával návrat dynamík rastu potenciálneho HDP na dlhodobu udržateľnú úroveň, aktuálne spomalenie jeho rastu pod túto úroveň súvisí predovšetkým s hospodárskou krízou. Spomalenie investičnej aktivity, ako aj zhoršenie na trhu práce by sa mali prejaviť nielen v dynamike HDP, ale aj v spomalení rastu jeho potenciálnej úrovne. Kým v roku 2009 sa očakáva vzhľadom na bázičský efekt dynamika na úrovni 4,4%, v roku 2010 je očakávaný rast na úrovni len 1,8%. K spomaleniu rastu potenciálu HDP by mali prispieť všetky zložky, pričom najvýraznejšie zmeny možno očakávať v produktivite výrobných faktorov (TFP). V roku 2010 sa predpokladá príspevok blízky nule s postupným nárastom v ďalších rokoch. Akumulácia kapitálu z dôvodu hospodárskej krízy odzrkadľuje aj slabú investičnú aktivitu a na horizonte prognózy sa predpokladá spomalenie dynamiky kapitálu na úroveň okolo 3,2%. V dynamike potenciálnej zamestnanosti sa očakáva mierny pokles, ktorý odzrkadľuje prepád aktuálnej zamestnanosti v roku 2009. V roku 2010 by mala v potenciálnej zamestnanosti pretrvávajúť stagnácia a vplyvom bázičského efektu sa očakáva mierne záporný príspevok k rastu potenciálneho HDP. Oživenie ekonomiky by sa malo postupne prejaviť aj vo vývoji potenciálnej zamestnanosti, avšak podobne ako vo vývoji TFP až v roku 2011, v ktorom sa celkový rast potenciálneho HDP očakáva na úrovni 3,5%.

Následkom výrazného prepádu ekonomického rastu sa v roku 2009 očakáva značné prehĺbenie zápornej produkčnej medzery na úroveň -7,6%. Tento prepád je však už v porovnaní s predchádzajúcou predikciou miernejší (keďže aj pokles HDP v aktuálnej predikcii je miernejší) a v ďalších rokoch sa spolu s oživením ekonomiky očakáva jej postupné znižovanie.

**Graf 2 Príspevky k rastu potenciálu HDP a produkčná medzera**



#### 4.2 HICP

Medziročná miera rastu spotrebiteľských cien sa naďalej spomaľovala a v októbri dosiahla po prvýkrát v histórii zápornú hodnotu.

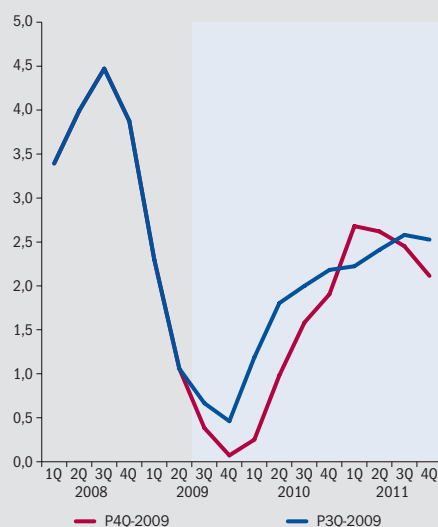
Skutočný vývoj inflácie bol v posledných mesiacoch nižší ako predpoklady v P3Q-2009. Dynamika inflácie sa od júla 2009 znížila z 0,6% na -0,1% v októbri 2009. Posledný vývoj HICP bol charakterizovaný spomalením dynamiky vo väčšine komponentov inflácie okrem cien nespracovaných potravín, ktoré zaznamenali spomalenie medziročného poklesu, a cien priemyselných tovarov bez energií, ktorých medziročná dynamika zostala na rovnakej úrovni ako v júli. Najväčšie spomalenie dynamiky zaznamenali ceny energií, čo bolo spôsobené bázičským efektom vývoja cien tepla (relatívne vysoký nárast cien v rovnakom období predchádzajúceho roka). Dynamika cien služieb dosiahla nižšie hodnoty, ako bol predpoklad v P3Q-2009, čo bolo ovplyvnené vývojom cien v oblasti dopravy, rekreačných, osobných a ostatných služieb (služby lekárov a zubných lekárov). Vo vývoji služieb sa prejavil stagnujúci dopyt, ako aj bázičský efekt vývoja cien spreď roka.

Najväčší rozdiel oproti predpokladom z predchádzajúcej predikcie bol zaznamenaný v cenách potravín a priemyselných tovarov bez energií.

V rámci cien priemyselných tovarov bez energií najvýraznejšie spomalenie medziročného tempa rastu zaznamenali ceny odevov, obuvi a nábytku. Naopak svoju dynamiku zrýchlili ceny farmaceutických produktov a spomalil sa medziročný pokles cien motorových vozidiel. Potraviny ako celok zaznamenali v októbri 2009 rovnakú medziročnú dynamiku ako v júli 2009, kým v P3Q-2009 sa očakávalo spomalenie ich záporných dynamík. Vývoj jednotlivých komponentov bol však rozdielny. Kým spracované potraviny za posledné mesiace zrýchlili svoj medziročný pokles (chlieb a obilniny, oleje a tuky, nealkoholické nápoje, víno), nespracované potraviny spomalili svoj pokles na medziročnej báze (ovocie a zelenina).

Aktuálna predikcia predpokladá, že medziročná dynamika inflácie sa bude postupne zrýchľovať. V decembri 2009 by sa mala HICP mierne zrýchliť na 0,3 % a ďalej by mala dosiahnuť úroveň 1,9 % na konci roka 2010 a 2,0 % v decembri 2011. Zvyšovanie inflácie sa prejavuje vo všetkých jej zložkách, predovšetkým v cenách potravín a priemyselných tovarov bez energií. Hlavnými faktormi sú postupné obnovovanie ekonomickej aktivity a predpokladaný vývoj cien komodít, čo by sa malo prejavovať v postupnom zvyšovaní tempa rastu spotrebiteľských cien.

V porovnaní s P3Q-2009 je aktuálna predikcia priemernej ročnej inflácie na rok 2009 a 2010 nižšia a na rok 2011 mierne vyššia. V roku 2009 by sa mal prejavovať vplyv pomalšej dynamiky inflácie v posledných mesiacoch, než sa pôvodne

**Graf 3 Porovnanie predikcií inflácie (%)**


Zdroj: NBS.

očakávalo. Nižšia dynamika inflácie v roku 2009 by sa mala prejavovať ešte aj v prvej polovici roku 2010. Aktuálna predikcia však na rozdiel od P3Q-2009 predpokladá znižovanie regulovaných cien energií od januára 2010, čo prevážilo aj vplyv rýchlejšieho oživovania ekonomiky. Predikcia na rok 2011 predpokladá v porovnaní s P3Q-2009 mierne zvýšenie priemerného medziročného tempa rastu HICP predovšetkým v dôsledku rýchlejšej dynamiky cien potravín vplyvom zmenených technických predpokladov.

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

	2008	2009	2010	2011
P2Q-2009	3,9	1,3	1,8	2,5
P3Q-2009	3,9	1,1	1,8	2,4
P4Q-2009	3,9	0,9	1,2	2,5

Zdroj: NBS.

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

	2008	2009	2010	2011
P2Q-2009	3,5	0,9	2,1	2,7
P3Q-2009	3,5	0,6	2,2	2,5
P4Q-2009	3,5	0,3	1,9	2,0

Zdroj: NBS.

Administratívne ceny by mohli dosiahnuť dynamiku na úrovni 5,1 % v priemere za rok 2009, 0,9 % v roku 2010 a 3,2 % v roku 2011 (v P3Q-2009 to bolo 5,4 % v roku 2009, 3,0 % v roku 2010 a 2,7 % v roku 2011). Pokles dynamiky administratívnych cien<sup>4</sup> v roku 2010 oproti roku 2009, ako aj oproti predpokladom z P3Q-2009 je spôsobený avizovaným poklesom regulovaných cien v januári 2010.

Celková inflácia bez energií a nespracovaných potravín (jadrová inflácia) by mala podľa aktuálnej prognózy dosiahnuť 1,7 % v priemere za rok 2009, 2,4 % v roku 2010 a 2,9 % v roku 2011. V rámci štruktúry jadrovej inflácie sa v cenách spracovaných potravín vzhľadom na vývoj v posledných mesiacoch a na nízke ceny potravinárskych komodít v krátkodobom horizonte v porovnaní s P3Q-2009 predpokladá nižšia dynamika cien predovšetkým na konci roka 2009 a na začiatku roka 2010. Od druhého štvrťroka 2010 sa očakáva postupný návrat k rýchlejšim medziročným dynamikám oproti P3Q-2009. Takýto trend by mal pokračovať až do roku 2011. Predpokladá sa aj pokračovanie vplyvu nárastu spotrebných daní na cigarety z februára 2009 s dosahom na celkovú infláciu na úrovni 0,2 percentuálneho bodu, pričom tento efekt by mal pôsobiť až do októbra 2010. Súčasťou predikcie je aj návrh ministerstva financií na zvýšenie spotrebných daní na alkohol s dosahom na celkovú infláciu na úrovni 0,06 percentuálneho bodu, čo by sa malo prejavovať od marca 2010.

Ceny priemyselných tovarov bez energií v horizonte rokov 2009 – 2010 vzhľadom na vývoj v posledných mesiacoch oproti predchádzajúcej predikcii by mali dosiahnuť nižšiu dynamiku v porovnaní s predpokladmi v P3Q-2009. V ro-

Graf 4 Predikcia inflácie HICP (%)



ku 2011 by oživenie svetového dopytu malo zvýšiť dynamiku oproti roku 2010. V cenách služieb sa spomalenie ekonomickej aktivity začalo prejavovať v posledných mesiacoch, keď ich dynamika dosiahla nižšie hodnoty, ako bol predpoklad v P3Q-2009, čo viedlo k nižším dynamikám ich cien v rokoch 2009 – 2010 oproti očakávaniam.

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 výsledná miera rizika faktorov mierne znížila na celom horizonte prognózy.

<sup>4</sup> Predikcia vývoja administratívnych cien energií v P4Q-2009 vychádzala z predpokladov vývoja svetových cien ropy a z odhadov vývoja regulovaných cien. Cenové rozhodnutia Úradu pre reguláciu sieťových odvetví počas prípravy prognózy P4Q-2009 neboli dostupné.



Tabuľka 5 Strednodobá predikcia (P4Q-2009) základných makroekonomických ukazovateľov

	2008	2009	2010	2011	2009	2010	2011
	Skutočnosť	Prognoza			Rozdiel v porovnaní s P3Q-2009		
<b>Ceny (medziročná dynamika v %)</b>							
Inflácia meraná HICP (priemer)	3,9	0,9	1,2	2,5	-0,2	-0,6	0,1
Inflácia meraná CPI (priemer)	4,6	1,7	1,9	3,1	-0,1	-0,4	0,0
ULC (kompenzácie na zamestnanca v b. c./produktivity práce ESA 95 v s. c.)	5,5	7,4	-2,3	2,0	-1,5	-0,6	0,5
Produktivita práce ESA 95 (HDP s. c./zamestnanosť ESA 95)	3,3	-2,4	4,4	3,8	1,3	1,3	-0,1
Kompenzácie na zamestnanca (b. c.)	9,0	4,8	2,0	5,8	0,0	0,7	0,5
<b>Ekonomická aktivita (medziročná dynamika v %, ak nie je uvedené inak)</b>							
HDP reálny	6,2	-4,8	3,1	4,3	0,8	0,2	0,1
Konečná spotreba domácností	6,1	-1,1	0,1	3,8	0,2	0,7	0,5
Konečná spotreba verejnej správy	4,3	4,9	3,0	2,7	0,1	-0,3	-0,2
Tvorba hrubého fixného kapitálu	6,8	-10,4	3,0	1,7	0,0	0,1	0,2
Vývoz tovarov a služieb	3,2	-16,2	6,7	6,5	1,4	0,7	-0,2
Dovoz tovarov a služieb	3,3	-18,5	8,4	4,4	-1,2	2,4	0,2
Hrubý disponibilný dôchodok domácností, reálny	7,2	1,0	0,9	3,8	-0,1	0,2	0,5
Output gap (% z potenciálneho produktu)	1,3	-7,6	-6,4	-5,7	0,8	1,2	1,2
<b>Trh práce</b>							
Zamestnanosť podľa ESA 95 (medziročná dynamika v %)	2,8	-2,4	-1,2	0,5	-0,5	-1,0	0,2
Miera nezamestnanosti podľa VZPS (%)	9,6	11,5	12,6	12,5	0,3	0,7	0,6
<b>Platobná bilancia</b>							
Otvorenosť ekonomiky (% HDP)	166,8	137,6	140,7	140,6	0,9	1,2	0,3
Obchodná bilancia (% HDP)	-1,1	1,6	-0,3	1,2	2,6	0,6	0,4
Bilancia služieb (% HDP)	-0,7	-1,8	-1,5	-1,3	-0,4	-0,3	-0,2
Bežný účet (% HDP)	-6,5	-3,8	-4,4	-2,2	2,0	0,6	0,7
Bežný a kapitálový účet (% HDP)	-5,3	-2,9	-2,1	0,0	1,3	0,9	0,8

Zdroj: NBS.

