



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



STREDNODOBÁ PREDIKCIA

4. Q
2010

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 tlačové a edičné
02/5787 2141
02/5787 2146

Fax:
02/5787 1128

<http://www.nbs.sk>

Schválené Bankovou radou NBS
7. decembra 2010.

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

ISSN 1338-1466



OBSAH

1	ZHRNUTIE	4
2	TECHNICKÉ PREDPOKLADY A MEDZINÁRODNÉ PROSTREDIE	6
3	STREDNODOBÁ PREDIKCIA EUROZÓNY	7
4	STREDNODOBÁ PREDIKCIA SR	9
4.1	Reálna ekonomika	9
	Bežný účet	9
	Trh práce	9
	HDP	10
	Potenciál HDP a produkčná medzera	12
4.2	Inflácia	13
	ZOZNAM GRAFOV	
	Graf 1 Príspevky ukazovateľov trhu práce k nezamestnanosti	10
	Graf 2 Príspevky k rastu HDP v stálych cenách	11
	Graf 3 Predikcia rastu HDP v stálych cenách	12
	Graf 4 Príspevky k rastu potenciálneho HDP	12
	Graf 5 Produkčná medzera	13
	Graf 6 Posun v predikcii HICP inflácie	14
	Graf 7 Predikcia inflácie HICP	14
	ZOZNAM TABULIEK	
	Tab. 1 Technické predpoklady	6
	Tab. 2 Predikcia vybraných ukazovateľov eurozóny	7
	Tab. 3 Strednodobá predikcia (P4Q-2010) základných makroekonomických ukazovateľov	15



1 ZHRNUTIE

Aktualizácia strednodobej predikcie NBS zohľadňuje nové technické predpoklady zahraničného prostredia, vplyv plánovaných vládnych opatrení na zlepšenie hospodárenia verejných financií a aktuálne informácie o vývoji indikátorov reálnej ekonomiky.

Strednodobá predikcia P4Q-2010 pracuje s mierne negatívnejšími predpokladmi vo vývoji zahraničného dopytu ku koncu strednodobého horizontu, ako aj s odhadmi vyšších zahraničných cien a nižších cien ropy (v eurovom vyjadrení).

Vzhľadom na to, že ku dňu uzávierky tejto predikcie nedošlo k prehodnoteniu plánovaných vládnych opatrení, predpokladá sa rovnaký dopad fiškálnej konsolidácie ako v predchádzajúcej predikcii (zníženie deficitu verejných financií v roku 2011 o 1,7 mld. €).

V 3. štvrtroku 2010 na základe rýchleho odhadu ŠÚ SR¹ pokračoval medzištvrtročný rast HDP, ale jeho objem dosiahol mierne nižšiu úroveň, ako sa očakávalo. K danému vývoju prispel predovšetkým vyšší rast dovozov, čo sa negatívne premietlo do nižšieho príspevku čistého exportu k rastu HDP. V 4. štvrtroku 2010 sa očakáva pokračovanie medzikvartálneho rastu HDP. V roku 2010 v rámci jednotlivých komponentov HDP sa predpokladá len mierny rast spotreby domácností vplyvom poklesu spotrebiteľskej dôvery a naďalej vysokej miery nezamestnanosti. Len čiastočné premietnutie rastu disponibilného príjmu do mierneho zvýšenia spotrebných výdavkov domácností sa následne prejaví v náraste miery úspor. K rastu ekonomiky by mala z komponentov domáceho dopytu kladne prispievať najmä konečná spotreba verejnej správy. Fixné investície by mali naďalej pokračovať v poklese z predchádzajúceho roka, no miernejším tempom. Z uvedeného vyplýva, že celkový príspevok domáceho dopytu k rastu HDP by mal byť len mierne kladný. Pozitívne by však mal pôsobiť nárast stavu zásob po výraznom poklese v predchádzajúcom roku. Pokračujúce oživovanie zahraničného dopytu by sa malo postupne premietnuť do nárastu exportnej výkonnosti ekonomiky a v súvislosti s existujúcou dovoznou náročnosťou aj do rastu importov v aktuálnom

roku. Čistý export by tak v roku 2010 mal byť jedným z hlavných komponentov prispievajúcich kladne k rastu HDP. Postupné oživovanie ekonomického rastu by sa malo koncom roka prejavíť aj v zlepšení situácie na trhu práce. Vývoj cien v posledných mesiacoch bol charakterizovaný stagnáciou. V najbližšom období by cenová hladina mala byť prorastovo ovplyvnená predovšetkým vývojom v cenách potravín.

Vývoj ekonomiky v strednodobom horizonte by mal byť ovplyvnený hlavne plánovanými konsolidačnými opatreniami vlády, ktoré by mali v roku 2011 spôsobiť spomalenie rastu HDP, a to prostredníctvom nižšieho príspevku domáceho dopytu. Očakávaný rast zahraničného dopytu by sa v nasledujúcich rokoch mal prejavíť aj v raste exportov a následne aj importov, pričom čistý export by mal prispievať kladne k rastu ekonomiky v celom horizonte predikcie. Situácia na trhu práce by sa mala v strednodobom horizonte zlepšovať, ale v roku 2011 by mala byť negatívne ovplyvnená očakávaným znížením počtu zamestnancov vo verejnej správe v dôsledku konsolidácie. Rastúca ekonomická aktivita spolu so zvyšovaním sadzieb spotrebných daní a dane z pridanej hodnoty by mala viesť k akcelerácii inflácie predovšetkým v roku 2011.

V porovnaní s predchádzajúcou predikciou sa očakáva mierne spomalenie rastu HDP v roku 2010 v dôsledku nižšieho príspevku čistého exportu, nezmenený rast v roku 2011 a mierne nižší rast ekonomiky v roku 2012 v súvislosti s očakávaným vývojom zahraničného dopytu. Vo vývoji inflácie sa predpokladá mierne nižšie tempo rastu v aktuálnom roku v dôsledku pomalšieho ako očakávaného vývoja cien potravín, energií a cien služieb. Cenový vývoj v nasledujúcich rokoch sa v porovnaní s P3Q-2010 výrazne nezmenil.

V aktuálnej strednodobej predikcii HDP pretrvávajú riziká z predchádzajúcej predikcie. Hlavným rizikom je naďalej predpokladaný vplyv konsolidačných opatrení vlády. Rizikom smerom k vyššej dynamike HDP je substitúcia znížených vládnych investícií súkromnými, resp. vyšším čerpaním prostriedkov zo štrukturálnych fondov EÚ. Ďalším prorastovým ri-

¹ Aktuálna predikcia HDP bola založená na údajoch z rýchleho odhadu ŠÚ SR za 3. štvrtrok 2010, v rámci ktorého bol publikovaný aj revidovaný časový rad HDP a zamestnanosti, ale údaje o štruktúre HDP a revízii jednotlivých komponentov neboli v čase uzatvorenia predikcie k dispozícii.



zikom je prípadná realizácia infraštruktúrnych projektov. Rizikom smerom nadol je prípadné výraznejšie premietnutie poklesu disponibilného príjmu domácností do nižšej konečnej spotreby, ako aj dodatočné konsolidačné opatrenia v strednodobom horizonte, s ktorými aktuálna predikcia nepočíta. V rámci HDP naďalej prevládajú riziká (najmä v roku 2011) smerom k rýchlejšiemu rastu ekonomiky.

Na základe vyhodnotenia rizík skúmaných faktorov ovplyvňujúcich strednodobú predikciu inflácie na rok 2011 možno konštatovať, že tieto faktory nevykazujú výraznejšie riziká. Tlmiace ri-

ziko na rok 2011 predstavuje záporná produkčná medzera, stagnujúci domáci dopyt a možný nižší prenos cien komodít do spotrebiteľských cien potravín. Výraznejší rast spotrebiteľských cien v roku 2011 môže spôsobiť lepší vývoj na trhu práce, rýchlejší rast cien komodít, resp. vývoj výmenného kurzu.

Pre rok 2012 sa však miera rizika zvýšila a naplnenie očakávaných možných rizík by posunulo infláciu k vyšším úrovniam na konci predikčného horizontu vplyvom vývoja importných cien, vyšších cien energií, oživenia trhu práce a domáceho dopytu.



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).²

Technické predpoklady týkajúce sa vývoja úrokových sadzieb a cien komodít sú založené na trhových očakávaniach s dátumom uzávierky 11. novembra 2010. Priemerná úroveň krátkodobých úrokových sadzieb by mala v roku 2010 dosiahnuť 0,8 %, v roku 2011 by to malo byť 1,4 % a v roku 2012 sa očakáva úroveň 1,7 %. Nominálne výnosy desaťročných vládnych dlhopisov v eurozóne by mali na základe trhových očakávaní v priemere dosiahnuť 3,5 % v roku 2010, vzrásť na 4,0 % v roku 2011 a 4,3 % v roku 2012. Prognóza berie do úvahy pokračovanie obnovovania štandardných podmienok financovania a predpokladá, že v jej horizonte zostanú rozpätia medzi úrokovými sadzbami bankových úverov a vyššie spomenutými sadzbami stabilné. Úverové podmienky by sa mali v horizonte prognózy postupne uvoľňovať. Podľa prognózy by mali priemerné ceny ropy za barel dosiahnuť v roku 2010 úroveň 79,5 USD, v roku 2011 úroveň 88,6 USD a 90,7 USD v roku 2012. Ceny neenergetických komodít v amerických dolároch by mali v roku 2010 výrazne vzrásť (40,6 %) a ich rast by mal pokračovať aj v rokoch 2011 a 2012 (19,2 %, resp. 2,3 %). Prognóza na

celom horizonte predpokladá, že bilaterálny výmenný kurz EUR/USD zostane nezmenený na úrovni priemeru za desať pracovných dní končiacich dňom uzávierky. To implikuje priemerný výmenný kurz EUR/USD 1,34 na rok 2010 a EUR/USD 1,39 na roky 2011 a 2012. Efektívny výmenný kurz eura by sa mal v roku 2010 znehodnotiť o 5,9 % a v roku 2011 apreciovať o 0,8 %.

V porovnaní so septembrovou predikciou predpokladá decembrová predikcia vyššiu úroveň cien ropy. Rast cien neenergetických komodít by mal byť výraznejší tak v roku 2010, ako aj v roku 2011.

Oživovanie svetového hospodárstva sa dočasne spomaľuje v dôsledku postupného odznievania cyklu zásob, ako aj fiskálnych podporných opatrení. V horizonte prognózy by však dôjst k postupnému posilňovaniu globálneho hospodárskeho rastu. Rásť by mali aj naďalej najmä rozvíjajúce sa ekonomiky, v rozvinutých ekonomikách bude hospodársky rast brzdený vývojom na trhu práce. Svetový reálny HDP mimo eurozóny by mal dosiahnuť rast 5,3 % v roku 2010, 4,3 % v roku 2011 a 4,7 % v roku 2012. Rast na exportných trhoch eurozóny by mal byť v porovnaní s predchádzajúcou prognózou vyšší a mal by dosiahnuť 11,3 % v roku 2010 a 7,2 % v rokoch 2011 a 2012.

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

	Dátum zverejnenia	Predpoklad na obdobie		
		2010	2011	2012
Ropa (USD/b)	september 2010	78,8	84,0	-
	december 2010	79,5	88,6	90,7
Neenergetické komodity	september 2010	39,1	11,0	-
	december 2010	40,6	19,2	2,3
Výmenný kurz USD/EUR	september 2010	1,32	1,31	-
	december 2010	1,34	1,39	1,39

Zdroj: ECB.

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



3 STREDNODOBÁ PREDIKCIA EUROZÓNY

Reálny hrubý domáci produkt zaznamenal v 3. štvrtroku v porovnaní s 2. štvrtkom zmierenie rastu na 0,4 %. K rastu HDP prispel čistý export i domáci dopyt, ktorý však rástol pomalšie ako v predchádzajúcom štvrtroku. V poslednom štvrtroku 2010 by mal byť hospodársky rast nižší v porovnaní s úrovňami dosahovanými v 1. polroku 2010 v dôsledku odznenia podporných fiškálnych opatrení, cyklu zásob a spomalenia zahraničného obchodu. V ďalšom období by malo pokračovať oživovanie ekonomickej aktivity, podporované exportom a postupným rastom domáceho dopytu. Rast súkromnej spotreby by sa mal v horizonte prognózy postupne posilniť. Podporiť by ju malo zvýšenie zamestnanosti a s tým spojený rast príjmov. Spolu s rastúcou dôverou by tiež malo dôjsť k poklesu miery úspor domácností. Miera nezamestnanosti by sa mala stabilizovať a v roku 2012 by mala poklesnúť. Mierne oživovanie by mal zaznamenať aj súkromný investičný dopyt. Verejné investície by v dôsledku prebiehajúcej fiškálnej konsolidácie mali byť relatívne slabé. Rast exportu aj impor-

tu by sa mal v porovnaní s rokom 2010 spomaliť. Príspevok čistého exportu k rastu HDP by mal byť kladný, avšak postupne by sa mal znižovať. Rast potenciálneho produktu HDP by sa mal mierne zvýšiť, pričom sa očakáva zúženie produkčnej medzery.

V porovnaní so septembrovou predikciou sa na rok 2010 zvýšila spodná hranica predikčného rozpätia rastu HDP (horná hranica sa nezmenila), na rok 2011 sa predikčný interval mierne zúžil.

Najmä vďaka rastu cien ropy a potravín by sa mala celková HICP inflácia pohybovať do začiatku roka 2011 na úrovni okolo 2 %. Následne by sa mala importovaná inflácia znížiť, zároveň však v dôsledku postupného oživovania hospodárskej aktivity možno očakávať mierne zvýšenie domácich cenových tlakov. Inflácia bez cien potravín a energií by sa mala v horizonte prognózy zrýchľovať v dôsledku mierneho zvyšovania rastu jednotkových nákladov práce v prostredí zlepšujúcej sa situácie na trhu práce. Ziskové

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

	Dátum zverejnenia	Skutočnosť	Predikcia na obdobie		
		2009	2010	2011	2012
Inflácia HICP	september 2010	-	1,5 – 1,7	1,2 – 2,2	-
	december 2010	0,3	1,5 – 1,7	1,3 – 2,3	0,7 – 2,3
Reálny HDP	september 2010	-	1,4 – 1,8	0,5 – 2,3	-
	december 2010	-4,1	1,6 – 1,8	0,7 – 2,1	0,6 – 2,8
Súkromná spotreba	september 2010	-	0,0 – 0,4	-0,1 – 1,5	-
	december 2010	-1,1	0,6 – 0,8	0,4 – 1,4	0,5 – 2,3
Spotreba vlády	september 2010	-	0,3 – 1,3	-0,1 – 1,1	-
	december 2010	2,4	0,5 – 1,3	-0,8 – 0,6	-0,4 – 1,0
Tvorba hrubého fixného kapitálu	september 2010	-	-2,3 – -0,7	-1,6 – 3,0	-
	december 2010	-11,3	-1,4 – -0,6	-0,5 – 3,1	0,1 – 5,3
Export (tovary a služby)	september 2010	-	7,4 – 10,0	2,9 – 9,3	-
	december 2010	-13,1	9,9 – 11,7	3,7 – 8,7	- 2,5 – 8,7
Import (tovary a služby)	september 2010	-	5,8 – 8,2	1,6 – 7,8	-
	december 2010	-11,8	8,2 – 9,8	2,6 – 7,6	2,3 – 8,1

Zdroj: ECB.



marže by mali v horizonte prognózy naďalej rásť, po výraznom poklese v čase recesie. K zrýchleniu inflácie by malo v horizonte prognózy prispieť aj zvýšenie nepriamych daní.

V porovnaní so septembrovou prognózou by rozpätie predikcie medziročného rastu HICP v roku 2010 malo byť rovnaké a v roku 2011 by malo byť posunuté mierne smerom nahor.



4 STREDNODOBÁ PREDIKCIA SR

Aktualizácia strednodobej predikcie NBS zohľadňuje okrem uvedených technických predpokladov aj nové informácie o vývoji indikátorov reálnej ekonomiky a vplyv plánovaných vládnych opatrení na zlepšenie hospodárenia verejných financií.

Rovnako ako v P3Q-2010 zohľadnila NBS pôvodne avizovaný balíček opatrení, ktoré majú za cieľ zníženie deficitu verejných financií v roku 2011 o 1,7 mld. €. Vzhľadom na to, že v čase vypracovania P4Q-2010 nebol k dispozícii schválený rozpočet verejnej správy, možno predpokladať, že v prípade prijatia odlišnej finálnej podoby oproti aktuálne zakomponovaným fiškálnym opatreniam, môže dôjsť v nasledujúcej prognóze k úprave očakávaného makroekonomického vývoja v strednodobom horizonte.

4.1 REÁLNA EKONOMIKA

BEŽNÝ ÚČET

V rámci bilancie **bežného účtu** sa v 3. štvrtroku 2010 v porovnaní s P3Q-2010 zaznamenal negatívnejší vývoj salda bilancie **zahraničného obchodu**, a to v dôsledku výraznejšieho ako očakávaného rastu dovozu. Vo vývoji dovozu sa pravdepodobne odrazila do značnej miery vyššia tvorba zásob, čo sa prejavilo najmä vo zvýšenom dovoze polotovarov. Vzhľadom na to, že nadštandardný vývoj dovozu v 3. štvrtroku sa vníma najmä ako dôsledok predzásobenia, nepredpokladá sa jeho pokračovanie v ďalších mesiacoch. Napriek tomu výrazne negatívne ovplyvnil vývoj celoročného salda obchodnej bilancie v roku 2010. V dôsledku zmeny cenových relácií (zhoršenia terms of trade) sa v rokoch 2011 a 2012 predpokladá mierne zvýšenie nominálnej úrovne dovozu, čo by sa v strednodobom horizonte malo prejsť v zhoršení salda zahraničného obchodu v porovnaní s predchádzajúcou predikciou.

V súlade s P3Q-2010 sa po medziročnom poklese vývozu a dovozu o približne 20 % v roku 2009 očakáva v rokoch 2010 až 2012 návrat kladných dynamík dovozu a vývozu (vzhľadom na očaká-

vaný vývoj zahraničného dopytu, ako aj doterajší aktuálny vývoj).

Hlavným **rizikom** prognózy obchodnej bilancie je vývoj zahraničného dopytu v porovnaní s očakávaniami a tiež načasovanie jednotlivých infraštruktúrnych projektov. Rizikom je aj iný vývoj dovozných náročností, ktorý by sa mohol prejsť vo vyššom dovoze.

V prípade **ostatných položiek bežného účtu** umožnil aktuálny vývoj zachovať ich predikciu nezmenenú.

V súlade s predchádzajúcou predikciou by sa mal podiel **deficitu bežného účtu** na HDP v rokoch 2010 až 2012 medziročne zlepšovať, ako dôsledok postupného rastu zahraničného dopytu.

TRH PRÁCE

Na základe rýchleho odhadu zamestnanosti ŠÚ SR v 3. štvrtroku 2010, ktorý bol v súlade s očakávaniami NBS, a tiež vzhľadom na aktuálny vývoj mesačných indikátorov nedošlo k zmene v predikcii zamestnanosti v roku 2010 v porovnaní s P3Q-2010. Ani v strednodobom horizonte nedochádza k zmenám prognózy ukazovateľov trhu práce, pričom sa zohľadnili rovnaké predpoklady týkajúce sa znižovania počtu zamestnancov vo verejnom sektore ako v predchádzajúcej predikcii. Mesačné štatistiky **miezd** za vybrané odvetvia ekonomiky indikujú vývoj v súlade s očakávaniami P3Q-2010, pričom zásadnejšie sa nemenia ani základné makroekonomické ukazovatele v strednodobom horizonte, preto nedochádza k zmenám predikovaných hodnôt kompenzácií na zamestnanca.

Vývoj **zamestnanosti** bude ovplyvnený rastom ekonomickej aktivity, pričom sa predpokladá postupné oživovanie na trhu práce, ktoré však bude v roku 2011 čiastočne korigované vplyvom fiškálnej konsolidácie vo verejnom sektore. Predpokladom predikcie je znižovanie výdavkov vo verejnom sektore prostredníctvom rovnomerného rozloženia poklesu počtu zamestnancov a poklesu mzdových prostriedkov (50 : 50). V strednodobom horizonte sa predpokladá zvy-

šovanie počtu zamestnaných osôb v porovnaní s úrovňami počas krízy, ale pomalším tempom ako oživovanie výkonnosti ekonomiky. To by sa malo prejavovať v náraste produktivity práce a čiastočne by sa to malo premietnuť aj do zvyšovania kompenzácií na zamestnanca. Ich dynamika by mala byť ovplyvnená aj očakávaným nižším objemom vyplatených miezd vo verejnom sektore na jednej strane, ale aj zvýšením odvodového zaťaženia na strane druhej.

Nezamestnanosť by tak mala reagovať na zlepšujúcu sa výkonnosť ekonomiky len postupne, pretože najmä v roku 2011 sa s ohľadom na predpokladaný demografický vývoj očakáva nárast počtu obyvateľov v produktívnom veku, ktorí budú tlmiť výraznejší pokles nezamestnanosti napriek narastajúcemu počtu zamestnaných osôb. Negatívny vplyv na vývoj nezamestnanosti sa očakáva aj z dôvodu znižovania počtu zamestnancov vo verejnom sektore v roku 2011. Je možné predpokladať, že miera nezamestnanosti poklesne v strednodobom horizonte o približne 0,5 percentuálneho bodu v porovnaní s jej súčasnou úrovňou.

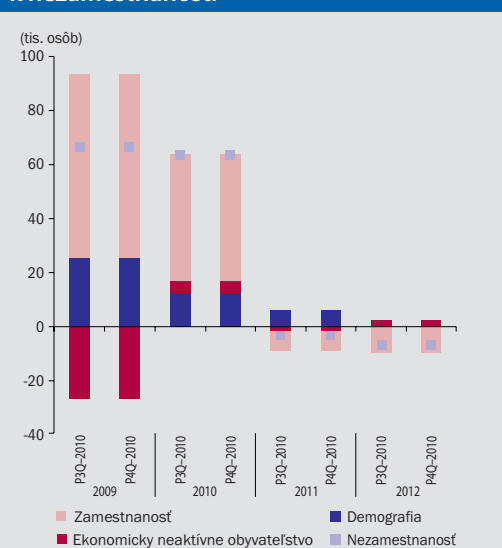
V predikcii ukazovateľov trhu práce prevládajú pozitívne **riziká**, keď rizikom smerom k lepšiemu vývoju na trhu práce je rýchlejší rast ekonomiky, ale aj forma realizácie a vplyv fiškálnej konsolidácie. Vývoj zamestnanosti, resp. miezd bude závisieť od proporcie konsolidovania verejných výdavkov prostredníctvom znižovania zamestnanosti, resp. miezd. Rizikom smerom k horšiemu vývoju je spôsob, akým sa vyrovnávajú podnikateľské subjekty s nárastom nákladov práce. Je možné, že nižšie zisky firiem (rast ceny práce cez zvýšené odvodové zaťaženie a absorbovanie časti zvýšenej DPH na úkor marží) sa môžu prejavovať v nižšej zamestnanosti alebo v nižších dohodnutých mzdách v rámci kolektívnych vyjednávání, resp. v nižšom objeme vyplatených variabilných zložiek, čo by viedlo k nižšiemu rastu kompenzácií na zamestnanca. Miera nezamestnanosti bude závisieť aj od vekovej štruktúry prepustených osôb vo verejnom sektore, pričom prípadné prepúšťanie osôb v dôchodkovom veku nebude mať vplyv na nárast nezamestnanosti.

HDP

Podľa rýchleho odhadu ŠÚ SR (ktorý zohľadňoval aj revíziu časového radu HDP) bol objem vytvoreného **HDP** a jeho medziročný rast v 3. štvrtroku 2010 mierne nižší, ako sa očakávalo v septembrovej predikcii NBS. To sa premietlo aj do veľmi mierneho spomalenia celoročnej dynamiky reálnej ekonomiky v tomto roku, predovšetkým v dôsledku nižšieho príspevku čistého exportu. V porovnaní s P3Q-2010 sa predpokladá nezmenený rast HDP v nasledujúcom roku a mierne nižší rast ekonomiky v roku 2012 v súvislosti s očakávaným spomalením rastu svetového dopytu a následným spomalením rastu slovenských vývozov. V rámci štruktúry HDP sú zmeny v porovnaní s predchádzajúcou predikciou nepatrné.

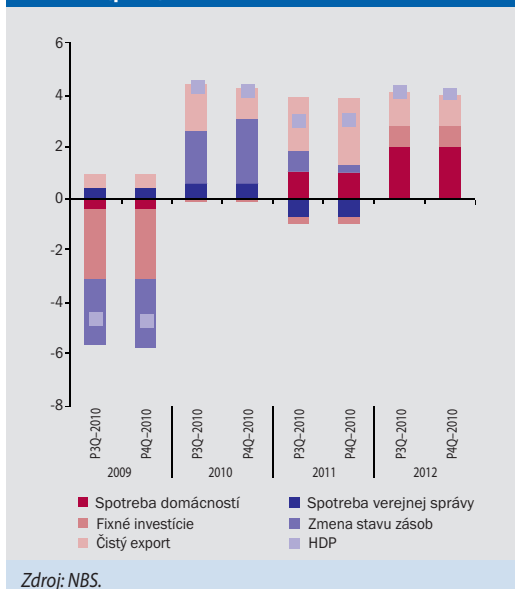
Dôvodom pomalšieho rastu HDP v 3. štvrtroku 2010 je nižší príspevok čistého exportu, a to najmä vplyvom vyšších dovozov, čo vyplýva z mesačných štatistík zahraničného obchodu. Vyššie importy v 3. štvrtroku by sa mali do istej miery premietnuť do nárastu zásob a mohli by predstavovať budúcu spotrebu, investície či exporty. V rámci štruktúry HDP by mala súkromná spotreba v roku 2010 ešte stagnovať, zatiaľ čo verejná spotreba pravdepodobne vzrastie. Tvorba hrubého fixného kapitálu by mala v aktuál-

Graf 1 Príspevky ukazovateľov trhu práce k nezamestnanosti



Zdroj: NBS.

Poznámka: Príspevky jednotlivých ukazovateľov trhu práce sa berú do úvahy z pohľadu vplyvu na nezamestnanosť, napríklad nezamestnanosť sa zvyšuje poklesom zamestnanosti, nárastom demografie (počtu obyvateľov v produktívnom veku), poklesom ekonomicky neaktívneho obyvateľstva.

Graf 2 Príspevky k rastu HDP v stálych cenách (p. b.)


nom roku poklesnúť. V roku 2010 sa očakáva, že k rastu HDP v stálych cenách by mal pozitívne prispievať čistý export, pokrízové obnovovanie zásob v ekonomike, ale aj verejná spotreba.

Vývoj ekonomiky v strednodobom horizonte by mal byť ovplyvnený predovšetkým zavedením konsolidačných opatrení vlády začiatkom roka 2011 a predpokladaným vývojom zahraničného dopytu. Domáci dopyt by mal aj v roku 2011 naďalej stagnovať vplyvom nižšej spotreby verejnej správy, nižších vládnych investícií a len mierneho rastu súkromnej spotreby. V roku 2012 bude rast HDP podporovať čistý export, súkromná spotreba i fixné investície.

Domáci dopyt

V roku 2010 by mala **konečná spotreba domácností** po prepade v predchádzajúcom roku zaznamenať stagnáciu. Aktuálne mesačné ukazovatele – klesajúce, resp. stagnujúce tržby maloobchodu, opätovne klesajúca spotrebiteľská dôvera a najmä domácnosťami vnímaná neistota ohľadom budúceho vývoja nezamestnanosti a ich finančnej situácie – neindikujú výraznejší rast súkromnej spotreby v tomto roku. V súvislosti s aktuálnym vývojom na trhu práce je možné očakávať len mierny rast disponibilného príjmu domácností, pričom miera úspor by v krátkodobom horizonte mala naďalej ostať na vysokej

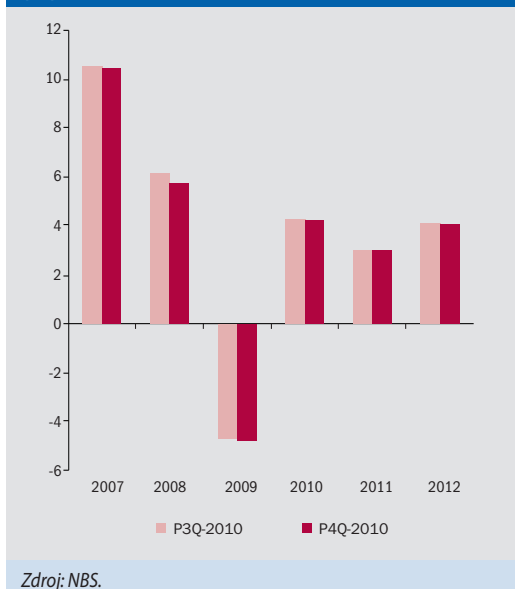
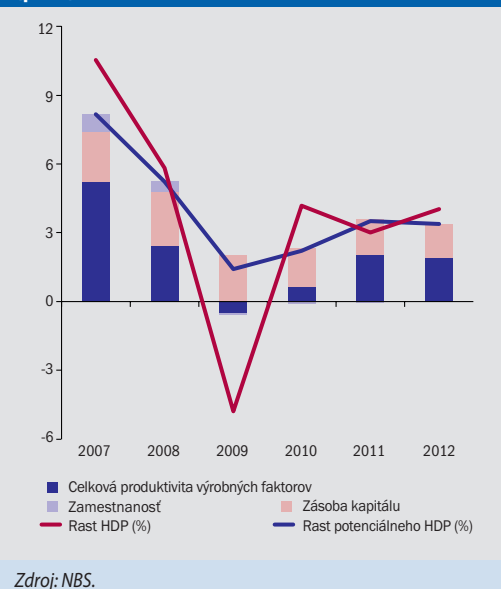
úrovni. V strednodobom horizonte by sa rýchly rast produktivity práce z predchádzajúcich rokov mohol premietnuť do nárastu miezd, čo spolu s postupným nárastom zamestnanosti vytvára priestor na vyššie reálne spotrebné výdavky domácností. Výraznejší nárast súkromnej spotreby však bude tlmený, pretože na reálne príjmy domácností by malo negatívne pôsobiť rozšírenie vymeriavacích základov pre sociálne a zdravotné odvody, zníženie kompenzácií vo verejnej správe a zvýšenie nepriamych daní. Je možné očakávať, že domácnosti sa aj napriek nižšiemu disponibilnému dôchodku budú snažiť realizovať časť svojich spotrebných zámerov, preto je predpokladom prognózy aj zníženie súčasnej vysokej miery úspor.

Nevyužívaná výrobná kapacita, neistota firiem ohľadom budúceho ekonomického vývoja a dopytu po ich výrobkoch a službách, ako aj problémy s financovaním investičných zámerov spôsobili výrazný prepád investičných aktivít v roku 2009. V súvislosti s postupným odznievaním týchto efektov sa očakáva zmiernenie negatívnych tendencií **tvorby hrubého fixného kapitálu** v roku 2010 a výraznejšie oživenie súkromných nerezidenčných investícií v roku 2011. Ďalším prorastovým faktorom tvorby kapitálu by mali byť investície do infraštruktúry (2. balík PPP projektov, investície na odstraňovanie následkov povodní) a investícia v automobilovom priemysle, ktoré ovplyvnia vývoj investícií predovšetkým v roku 2010, pričom vplyvom bázičného efektu znížia medziročnú dynamiku tvorby hrubého fixného kapitálu v roku 2011. Negatívne na vývoj investičnej aktivity v roku 2011 by malo pôsobiť aj znižovanie verejných investícií v dôsledku fiškálnej konsolidácie.

V aktuálnej predikcii sa očakáva významný príspevok zmeny stavu zásob k rastu ekonomiky v roku 2010. V strednodobom horizonte by mal byť vplyv zmeny stavu zásob na HDP zanedbateľný.

Čistý export

Na základe vývoja mesačných štatistík zahraničného obchodu sa predpokladá mierne rýchlejší rast dovozu v aktuálnom roku, čo sa následne premietne aj do zníženia kladného príspevku čistého exportu k rastu HDP v porovnaní s predchádzajúcou predikciou. V strednodobom horizonte by mal rovnako ako podľa P3Q-2010

Graf 3 Predikcia rastu HDP v stálych cenách (%)

Graf 4 Príspevky k rastu potenciálneho HDP (p. b.)


pokračovať rast vývozov, no mierne pomalším tempom najmä v roku 2012 v súvislosti so spomalením rastu zahraničného dopytu. Mierne nižší rast exportov sa následne cez existujúcu dovoznú náročnosť prejaví aj v znížení importov, a teda vplyv nižšieho svetového dopytu na rast HDP by mal byť len mierny. Významným prorastovým impulzom exportnej výkonnosti v roku 2011 bude rozšírenie produkcie v automobilovom priemysle. Zároveň je v predikcii dovozov tovarov a služieb zapracovaný predpoklad nižšieho domáceho dopytu z dôvodu fiškálnej konsolidácie.

Hlavným **rizikom** predikcie HDP je predpokladaný vplyv konsolidačných opatrení vlády, prípadne zavedenie dodatočných opatrení, s ktorými aktuálna predikcia nepočíta. Rizikom smerom k nižším ekonomickým rastom je prípadné výraznejšie premietnutie poklesu disponibilného príjmu domácností do nižšej konečnej spotreby v prípade, keby čerpali svoje úspory v menšej miere, ako sa očakáva. Ďalším rizikom spomalenia rastu disponibilného príjmu by mohlo byť premietnutie zvýšeného odvodového zaťaženia zamestnávateľmi do nižšieho rastu miezd v ďalšom období. Rizikom smerom k vyššej dynamike HDP je substitúcia znížených vládnych investícií súkromnými, resp. vyšším čerpaním prostriedkov zo štrukturálnych fondov EÚ. Prorastovým ri-

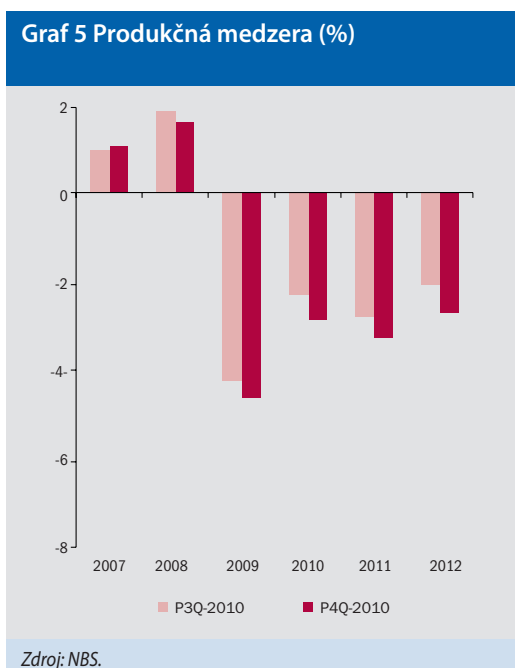
zikom je aj prípadná realizácia ďalších infraštruktúrnych projektov.

Riziká vývoja HDP (najmä v roku 2011) sa tak javia byť naďalej skôr prorastové.

POTENCIÁL HDP A PRODUKČNÁ MEDZERA

V porovnaní s predikciou P3Q-2010 ostáva pohľad na vývoj potenciálneho HDP v rámci aktuálnej prognózy nezmenený. Potenciálny rast slovenskej ekonomiky sa v strednodobom horizonte zrýchľuje a mal by byť podporený najmä rastúcou celkovou produktivitou výrobných faktorov, zatiaľ čo príspevky potenciálnej zamestnanosti zostávajú blízke nule.

Napriek rovnakému pohľadu na potenciálny produkt však dochádza v porovnaní s prognózou P3Q-2010 k zmene predikcie produkčnej medzery. Táto zmena je priamym dôsledkom zakomponovania revidovaného časového radu skutočného HDP, ktorý bol zverejnený spolu s rýchlym odhadom HDP za 3. štvrtrok 2010. Vzhľadom na to, že revízia spôsobila posun úrovne reálneho HDP v 1. polroku 2010 o približne -0,5 percentuálneho bodu oproti pôvodným nerevidovaným údajom, záporná produkčná medzera v rokoch 2010 – 2012 je v porovnaní s predchádzajúcou predikciou približne o pol percentuálneho bodu



väčšia. Keďže v čase zostavovania aktuálnej predikcie bol k dispozícii iba rýchly odhad HDP bez informácií o jeho štruktúre a revidovaný bol tiež len celkový HDP, NBS premietla rozsah revízie do produkčnej medzery. Na základe analýzy revidovanej štruktúry historického časového radu HDP a zverejnenia detailných informácií o vývoji ekonomiky v 3. štvrtroku však môže dôjsť k prehodnoteniu pohľadu na potenciálny produkt a produkčnú medzeru.

4.2 INFLÁCIA

Medziročná miera inflácie sa od júla 2010 pohybuje na úrovni približne 1 %. Vývoj inflácie meranej HICP bol charakterizovaný protichodným vývojom v jednotlivých komponentoch základnej štruktúry inflácie, keď dynamika cien tovarov sa od augusta 2010 mierne znížila a medziročné tempo rastu cien služieb sa mierne zvýšilo. V rámci cien tovarov sa spomalil medziročný rast cien potravín a na druhej strane došlo k spomaleniu medziročného poklesu cien priemyselných tovarov bez energií, ako aj cien energií.

V porovnaní s P3Q-2010 bol skutočný vývoj inflácie v posledných mesiacoch v priemere nižší, a to v dôsledku pomalšieho ako očakávaného vývoja cien potravín, energií a cien služieb. Pomalšie tempo rastu cien služieb bolo naďalej ovplyv-

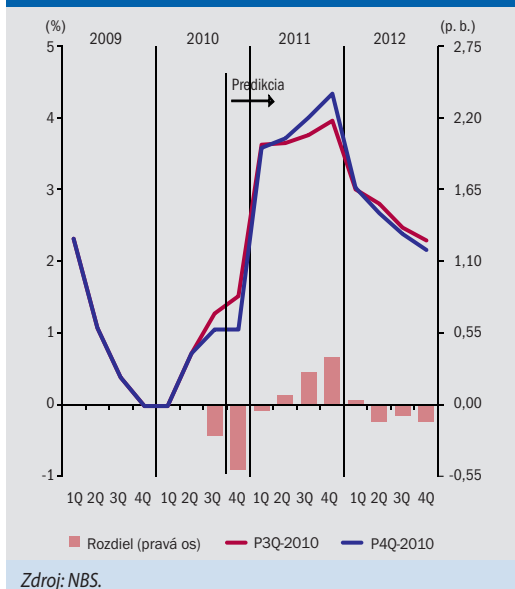
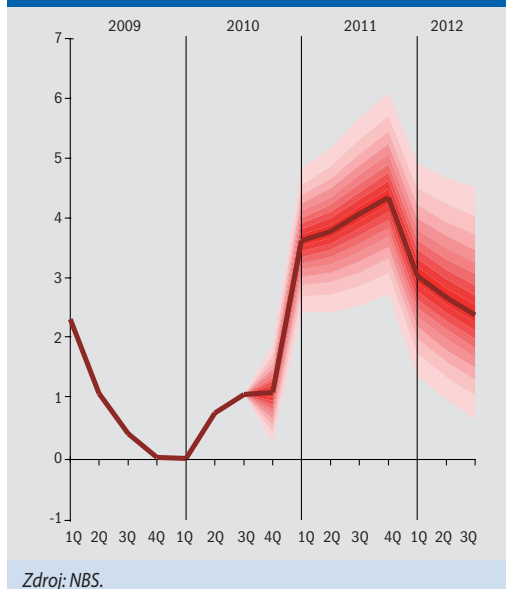
ňované stagnujúcim dopytom a opatrnosťou spotrebiteľov, čo potvrdzuje aj vývoj tržieb v maloobchode. Nižší skutočný vývoj v porovnaní s predpokladmi z P3Q-2010 sa tak odrazil v nižšej dynamike inflácie na konci roka 2010.

Aktuálna strednodobá predikcia zohľadňuje nové predpoklady vývoja cien energetických komodít a agrokomodít, ako aj výmenného kurzu USD/EUR. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou sa v P4Q-2010 berie do úvahy silnejší výmenný kurz EUR/USD a vyššie úrovne cien niektorých kľúčových agrokomodít v roku 2011. Tieto predpoklady sa odrazili v rýchlejšej dynamike cien potravín v rokoch 2011 a 2012 v porovnaní so strednodobou predikciou P3Q-2010. Rýchlejšia dynamika cien potravín by sa mala nepriamo odzrkadliť v mierne rýchlejšej dynamike cien služieb. Dynamika cien priemyselných tovarov by sa mala v roku 2011 zrýchľovať pomalšie, ako sa predpokladalo v predchádzajúcej strednodobej prognóze. Decembrová strednodobá predikcia očakáva zvyšovanie spotrebných daní, DPH a zavedenie nových poplatkov s rovnakým príspevkom k priemernej očakávanej inflácii ako v P3Q-2010, v rozsahu približne 1 percentuálny bod v roku 2011 a 0,1 percentuálneho bodu v roku 2012. V strednodobom horizonte sa tak neočakávajú podstatné zmeny v štruktúre ani v úrovni celkovej inflácie oproti P3Q-2010.

Rýchlejšia dynamika cien potravín v porovnaní s predchádzajúcou predikciou je ovplyvnená výraznejším posunom v cenách agrokomodít (pšenice, mlieka, jatočných ošípaných). V aktuálnej predikcii sa predpokladá, že miera prenosu vývoja cien agrokomodít do spotrebiteľských cien bude podobná ako v minulosti.

Ceny **priemyselných tovarov bez energií** by sa mali v roku 2011 postupne zrýchľovať, no naďalej by mali dosiahnuť pomerne nízku úroveň v dôsledku predpokladaného silnejšieho výmenného kurzu EUR/USD a nízkej dynamiky priemyselných tovarov bez energií v eurozóne. V roku 2010 došlo aj k zmene formy regulácie cien liekov, ktorá viedla k výraznému spomaleniu dynamiky cien liekov, čo sa zohľadnilo aj v celom horizonte predikcie.

V cenách **služieb** sa naďalej prejavuje spomalenie ekonomickej aktivity z minulého roka, ako aj

Graf 6 Posun v predikcii HICP inflácie

Graf 7 Predikcia inflácie HICP (%)


nízky spotrebiteľský dopyt v tomto roku. Zrýchlenie rastu cien služieb v porovnaní s rokom 2010 bude vplyvom vyšších daní a cien potravín.

Ceny energií by mali v roku 2011 oproti roku 2010 zrýchliť svoju dynamiku v dôsledku očakávaného rastu cien plynu, elektrickej energie, tepla, kde sú predpoklady na ich rast rovnaké ako v P3Q-2010.

Na základe vyhodnotenia **rizík** skúmaných faktorov ovplyvňujúcich strednodobú predikciu inflácie na rok 2011 možno konštatovať, že tieto faktory nevykazujú výraznejšie riziká. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou sa výsledná miera rizika faktorov v roku 2011 nezmenila a naplnenie možných rizík by infláciu zvýšilo len mierne. Tlmiace riziko na rok 2011 predstavuje schvaľovací proces fiškálnej konsolidácie (nezvýšenie spotrebnej dane z piva, s nižším príspevkom do inflácie), záporná produkčná medzera,

stagnujúci domáci dopyt a možný nižší prenos cien komodít do spotrebiteľských cien potravín. Výraznejší rast spotrebiteľských cien v roku 2011 môže spôsobiť lepší vývoj na trhu práce, rýchlejší rast cien komodít, resp. vývoj výmenného kurzu. Neistotu prehľbuje vývoj regulovaných cien, keďže v čase zostavenia predikcie neboli známe regulačné výmery ÚRSO na rok 2011.

V roku 2012 sa však miera rizika zvýšila a naplnenie očakávaných možných rizík by posunulo infláciu k vyšším úrovňam na konci predikčného horizontu o približne 0,2 percentuálneho bodu. Na strane prorastových rizík je vývoj importných cien, ktoré môžu v dôsledku rýchlejšieho oživenia ekonomickej aktivity, ako aj vyšších cien energií rásť rýchlejšie. S tým môže súvisieť prípadný rýchlejší rast regulovaných cien energií. V rámci domácich zdrojov rastu cenovej hladiny predstavuje riziko prípadné rýchlejšie oživenie trhu práce a domáceho dopytu.



Tabuľka 3 Strednodobá predikcia (P4Q-2010) základných makroekonomických ukazovateľov

	Skutočnosť	Predikcia P4Q-2010			Zmena oproti P3Q-2010		
	2009	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Ceny (medziročná dynamika v %)							
Inflácia meraná HICP (priemer)	0,9	0,7	3,9	2,6	-0,2	0,1	0,0
Inflácia meraná CPI (priemer)	1,6	0,9	3,8	2,6	-0,1	0,0	0,0
ULC ¹⁾ (kompenzácie na zamestnanca v b. c./produktivita práce ESA 95 v s. c.)	7,1	-1,8	2,2	2,8	0,1	0,0	0,0
Produktivita práce ESA 95 (HDP s. c./zamestnanosť ESA 95)	-2,3	5,7	2,9	3,5	-0,2	0,0	-0,2
Kompenzácie na zamestnanca (b. c.)	4,7	3,8	5,2	6,4	0,0	0,0	-0,1
Ekonomická aktivita (medziročná dynamika v %, ak nie je uvedené inak)							
HDP reálny	-4,8	4,2	3,0	4,0	-0,1	0,0	-0,1
Konečná spotreba domácností	-0,7	0,1	1,9	3,8	-0,0	-0,1	0,0
Konečná spotreba verejnej správy	2,8	3,2	-3,9	0,1	0,0	-0,1	0,1
Tvorba hrubého fixného kapitálu	-10,5	-0,4	-0,9	3,6	0,0	0,0	-0,1
Vývoz tovarov a služieb	-16,5	13,3	7,4	7,6	0,0	-0,1	-0,3
Dovoz tovarov a služieb	-17,6	12,4	4,9	6,9	0,7	-0,7	-0,2
Hrubý disponibilný dôchodok domácností, reálny	-0,2	0,9	0,5	3,8	0,0	-0,6	0,0
Output gap (% z potenciálneho produktu)	-4,6	-2,8	-3,3	-2,7	-0,6	-0,6	-0,6
Trh práce (medziročná dynamika v %)							
Zamestnanosť podľa ESA 95	-2,5	-1,5	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0
Miera nezamestnanosti podľa VZPS ²⁾ (%)	12,1	14,3	14,2	13,9	0,0	0,0	0,0
Platobná bilancia							
Otvorenosť ekonomiky (% HDP)	139,8	156,9	159,3	163,1	0,7	-0,5	-0,6
Obchodná bilancia (% HDP)	1,9	0,8	2,1	2,7	-0,5	-0,2	-0,2
Bilancia služieb (% HDP)	-2,0	-1,6	-1,3	-1,1	-0,0	0,0	0,0
Bežný účet (% HDP)	-3,2	-3,1	-1,3	-0,4	-0,5	-0,1	-0,2
Bežný a kapitálový účet (% HDP)	-2,5	-1,6	0,5	1,5	-0,5	-0,2	-0,2

Zdroj: NBS.

1) ULC – jednotkové náklady práce.

2) VZPS – výberové zisťovanie pracovných síl.