



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



STREDNODOBÁ PREDIKCIA

4. Q
2016

Vydala:

© Národná banka Slovenska

Adresa:

Národná banka Slovenska
Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava

Kontakt:

02/5787 2146

<http://www.nbs.sk>

Prerokované Bankovou radou NBS
13. decembra 2016.

Všetky práva vyhradené.

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

ISSN 1338-1466 (elektronická verzia)



OBSAH

1	ZHRNUTIE	4		11
2	AKTUÁLNY VÝVOJ V ZAHRANIČÍ A V SR	5		
3	TECHNICKÉ PREDPOKLADY PREDIKCIE	6		
3.1	Komodity, výmenný kurz	6		
3.2	Zahraničný dopyt	6		
4	MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCIA SR	7		
4.1	Ekonomický rast	7		
4.2	Trh práce	10		
4.3	Cenový vývoj	10		
5	FIŠKÁLNY VÝHLAD	12		
6	RIZIKÁ PROGNÓZY	14		
7	POROVNANIE S PREDCHÁDZAJÚCOU PROGNÓZOU	15		
ZOZNAM BOXOV				
Box 1	Strednodobý horizont predikcie ovplyvnený automobilkami	8		
ZOZNAM GRAFOV				
Graf 1	Vývoj zahraničného dopytu a slovenského exportu tovarov a služieb	7		
Graf 2	Vývoj príjmov, spotreby a miery úspor domácností	8		
Graf 3	Vývoj HDP a produkčnej medzery	8		
Graf 4	Vývoj zamestnanosti, odpracovaných hodín a miery nezamestnanosti	10		
Graf 5	Štruktúra medziročnej inflácie			11
Graf 6	Dopytová inflácia a produkčná medzera			11
Graf 7	Rozklad salda verejných financií			12
Graf 8	Fiškálna pozícia			12
Graf 9	Predikcia inflácie HICP			14
Graf 10	Štruktúra rastu HDP			15
Graf 11	Vývoj priemernej mzdy v ekonomike a príspevkov súkromného a verejného sektora			15
Graf 12	Vývoj zamestnanosti v ekonomike a príspevkov súkromného a verejného sektora			16
Graf 13	Porovnanie štruktúry cenového vývoja			16
ZOZNAM GRAFOV V BOXOCH				
Box 1				
Graf A	Odhadovaný vplyv nových auto-investícií na rast exportu tovarov a služieb			9
Graf B	Odhadovaný počet vyrobených automobilov			9
Graf C	Odhadovaný vplyv nových auto-investícií na rast reálneho HDP			9
ZOZNAM TABULIEK				
Tab. 1	Vývoj HDP a inflácie			4
Tab. 2	Investície			7
Tab. 3	Mzdy			10
Tab. 4	Vývoj jednotlivých zložiek inflácie			11
Tab. 5	Fiškálny vývoj			13
Tab. 6	Riziká predikcie			14
Tab. 7	Strednodobá predikcia základných makroekonomických ukazovateľov			17



1 ZHRNUTIE

Tempo rastu slovenskej ekonomiky sa v 3. štvrtroku 2016 mierne spomalilo na 0,7 %. Bolo to v dôsledku slabšieho zahraničného dopytu, ktorý sa prejavil v znížení vývozu tovarov a výraznejšieho poklesu investičnej aktivity. Ten vyplýval z vysokého poklesu verejných aj súkromných investícií. Pravdepodobne aj určitá časť súkromných investícií bola financovaná z eurofondov, ktoré sa nepodarilo zatiaľ v tomto roku nahradiť. Súkromná spotreba tak bola hlavným zdrojom rastu podporená stále sa lepšiacou situáciou na trhu práce.

Pokles investičného dopytu spolu so slabším zahraničným dopytom boli premietnuté do prehodnotenia rastu ekonomiky v tomto roku a v roku 2017 smerom k nižším dynamikám.

Ekonomika by tak mala vzrásť o 3,3 % v tomto roku a o 3,1 % v roku 2017 (zníženie zhodne o 0,2 percentuálneho bodu). V ďalších rokoch by sa mal zrýchliť rast zahraničného dopytu. Zvýrazní sa rast súkromnej spotreby, oživia sa investície a začne produkovať nová automobilka. **Ekonomika by tak mala akcelerovať na 4,2 % v roku 2018.** V aktuálnej strednodobej predikcii bol predĺžený horizont do roku 2019, kedy by sa mal rast HDP zrýchliť na **4,6 %**. V danom roku predpokladáme už mierne prehrievanie ekonomiky.

Trh práce sa vyvíjal v 3. štvrtroku lepšie, ako sa čakalo. Prejaviť by sa to malo v rýchlejšom raste zamestnanosti v tomto roku, aj v roku 2017 v porovnaní s predchádzajúcou predikciou. Zvy-

šujúca sa participácia a veľký počet novovytvorených pracovných miest sa premieta do historicky najvyššieho počtu pracujúcich. V horizonte predikcie sa uvažuje so spomalením rastu zamestnanosti v dôsledku nesúladu ponuky a dopytu po pracovnej sile, čo by sa malo prejaviť v náraste počtu odpracovaných hodín a zvyšovaním počtu zahraničných pracovníkov. **Miera nezamestnanosti by mala v horizonte predikcie poklesnúť k 7,7 % koncom roka 2019.** Mzdový vývoj by mal byť podporený rastom produktivity práce a tiež by mal začať odzrkadľovať pnutia na trhu práce a rýchlejší nárast miezd vo verejnej správe.

Inflácia by mala na prelome rokov dosiahnuť kladnú hodnotu a postupne sa zrýchľovať.

Vplyvať by na to mali zvyšujúce sa ceny komodít, ktoré sa prejaví v raste cien potravín a pohonných látok. V cenách služieb sa okrem rastúcich nominálnych miezd začnú sekundárne prejavovať aj rastúce ceny vstupov. V súlade so zvyšujúcimi sa dovoznými cenami by mali začať rásť aj ceny priemyselných tovarov. Inflácia by sa tak mala priblížiť k 2 % ku koncu horizontu predikcie. Zároveň sa prvýkrát po dlhšom období nereviduje výhľad pre infláciu smerom k nižším hodnotám. **Končí sa tak bezinflačné obdobie, ktoré bolo sprevádzané silným nárastom reálnych miezd.**

V reálnej ekonomike, ako aj v inflácii, sú riziká vybilancované.

Tabuľka 1 Vývoj HDP a inflácie (medziročná zmena v %)

	P4Q-2016				Rozdiel oproti P3Q-2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
HDP	3,3	3,1	4,2	4,6	-0,2	-0,2	0,0
HICP	-0,5	1,2	1,8	1,9	0,0	0,1	0,1
Dopytová inflácia ¹⁾	0,9	1,6	2,1	2,6	0,0	0,0	0,1

Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

¹⁾HICP inflácia bez cien potravín, energií a administratívnych cien. Lepšie odráža domáce cenové tlaky ako celková inflácia HICP a v prípade odznenia externých šokov lepšie naznačuje budúci vývoj inflácie.



2 AKTUÁLNY VÝVOJ V ZAHRANIČÍ A V SR

RAST EUROZÓNY V 3. ŠTVRŤROKU 2016 NA ÚROVNI PREDCHÁDZAJÚCEHO ŠTVRŤROKA

Rýchly odhad Eurostatu potvrdil predbežný odhad o **raste ekonomiky eurozóny v 3. štvrtroku 2016** medzikvartálne 0,3 %, čím si eurozóna zachovala tempo rastu z predchádzajúceho štvrtroka. Rýchlejší rast maloobchodu a stavebníctva naznačujú posilnenie vplyvu domáceho dopytu na ekonomiku eurozóny. Relatívne dynamicky sa zvýšila aj priemyselná produkcia a v rámci nej aj priemyselná výroba. To by mohlo signalizovať aj posilnenie exportnej aktivity, avšak dostupné informácie z národných štatistických úradov sú nejednoznačné. Na druhej strane tieto informácie poukazujú na rýchlejší rast importov a tlmiaci vplyv čistého exportu. Z hľadiska teritoriálnej štruktúry došlo v rámci kľúčových ekonomík k rozdielnemu vývoju. Kým vo Francúzsku a Taliansku sa hospodársky rast zvýšil zhodne o 0,3 percentuálneho bodu (na 0,2 %, resp. 0,3 %) a Holandsko si zachovalo dynamiku z predchádzajúceho štvrtroka (0,7 %), v prípade Nemecka a Španielska sa rast ekonomickej aktivity zmiernil o 0,2 percentuálneho bodu, resp. 0,1 percentuálneho bodu (na 0,2 %, resp. 0,7 %). Signály z dostupných predstihových indikátorov na ďalšie obdobie naznačujú miernu akceleráciu ekonomického rastu. V rámci cenovej oblasti bola inflácia meraná HICP podľa rýchleho odhadu v novembri na úrovni 0,6 % (0,5 % v októbri). V porovnaní s predchádzajúcim mesiacom sa zrýchlil rast cien potravín, no zároveň sa mierne prehĺbil pokles cien energií.

MIERNE SPOMALENIE RASTU SLOVENSKEJ EKONOMIKY V DÔSLEDKU SLABŠÍCH INVESTÍCIÍ¹

Slovenská ekonomika vzrástla v 3. štvrtroku o 0,7 %, čo bolo v súlade s predpokladmi z pred-

chádzajúcej predikcie o spomalení tempa rastu. Štruktúra rastu ekonomiky bola však odlišná od predpokladov. Súkromná spotreba potiahla ekonomiku, avšak menšou mierou v porovnaní s predpokladmi. Výrazne sa prepadli investície, čo mohlo byť čiastočne kompenzované zvýšením zásob. Vývoz mierne poklesol, čo odzrkadľovalo vývoj aj nemeckej ekonomiky. Slabší domáci dopyt spolu s poklesom vývozu spôsobil výraznejší prepád dovozov. Prepád domáceho dopytu v porovnaní s odhadmi spôsobilo prehodnotenie výhľadu rastu ekonomiky na najbližšie obdobie.

Na trhu práce sa mierne spomalenie ekonomickej aktivity neprejavilo. Firmy naďalej vytvárali nové pracovné miesta v 3. štvrtroku a zamestnanosť sa zvýšila rovnako ako v predchádzajúcich štvrtrokoch o 0,6 %. Bolo to výraznejšie, ako sa predpokladalo v septembrovej predikcii. Nové pracovné miesta generovali najmä služby. Miera nezamestnanosti tak pokračovala v poklese. Rast miezd sa mierne zrýchlil v súlade s predpokladmi. Vplýva na to najmä rast miezd v niektorých službách aj v priemyselných odvetviach, kde firmy čelia nedostatku pracovných síl.

Medziročný pokles cien sa v 3. štvrtroku nepatrne prehĺbil na -0,7 %, avšak v októbri už došlo v súlade s predpokladmi k zmierneniu poklesu na -0,3 %. Prispeli k tomu rastúce ceny energetických komodít, ktoré sa prejavili v cenách pohonných látok. Rovnako ceny služieb a priemyselných tovarov bez energií zrýchlili tempo rastu.

¹ Podrobnejšie informácie v publikácii „Správa o ekonomike SR, december 2016“.



3 TECHNICKÉ PREDPOKLADY PREDIKCIE²

3.1 KOMODITY, VÝMENNÝ KURZ

Výmenný kurz³ eura sa voči americkému doláru od uzávierky predchádzajúcej prognózy (začiatok septembra) mierne znehodnotil. V aktuálnej predikcii sa predpokladá na úrovni 1,09 USD/EUR, čo predstavuje slabší kurz o 2,6 % oproti septembrovej predikcii. Nominálny efektívny kurz (počítaný na báze 15 najvýznamnejších obchodných partnerov SR) je v porovnaní s predchádzajúcou predikciou takmer nezmenený (silnejší o 0,1 %).

Cena ropy Brent v USD sa očakáva na mierne nižšej úrovni v porovnaní s predchádzajúcou prognózou. V dolárovom vyjadrení by podľa futures mala dosiahnuť úroveň 43,1 USD/barel v roku 2016, úroveň 49,3 USD/barel v roku 2017, v roku 2018 by sa mala zvýšiť na 52,6 USD/barel a v roku 2019 na 54,6 USD/barel. Očakávaná cena ropy v eurách by mala byť v porovnaní s predchádzajúcou prognózou nižšia o 1,3 % v roku 2016, približne na rovnakej úrovni v roku 2017 a vyššia o 1,2 % v roku 2018⁴.

3.2 ZAHRANIČNÝ DOPYT

Decembrová predikcia Eurosystemu⁵ predpokladá pokračovanie oživenia ekonomickej ak-

tivity v eurozóne. Rast HDP eurozóny by mal dosiahnuť v roku 2016 a 2017 úroveň 1,7 % a následne by sa v rokoch 2018 a 2019 mal zmierniť na 1,6 %. V porovnaní so septembrovou predikciou ECB bol rast zrevidovaný smerom nahor pre rok 2017 o 0,1 percentuálneho bodu. Hlavným faktorom rastu by mal byť naďalej domáci dopyt, podporený akomodatívnym nastavením menovej politiky ECB. V horizonte prognózy by sa mal zrýchliť aj rast exportov v súlade s očakávaným globálnym oživením. Malo by sa to prejavovať v postupnom zvyšovaní príspevku čistého exportu k rastu HDP. Zahraničný dopyt eurozóny bude čiastočne limitovaný slabým výhľadom pre rast importov Veľkej Británie. Podmienky na trhu práce by sa mali v horizonte prognózy zlepšovať.

Zahraničný dopyt Slovenska bol v dôsledku očakávaného slabšieho dopytu zo strany našich obchodných partnerov v nasledujúcich rokoch revidovaný smerom nadol. V roku 2016 by mal byť jeho rast približne na úrovni predchádzajúceho roka (3,5 %). Uvedenú dynamiku by si mal zachovať aj v roku 2017. Následne v rokoch 2018 a 2019 by sa mal zvýšiť na 4,1 %, resp. 4,0 %.

- ² Technické predpoklady strednodobej prognózy vychádzajú z „Makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu“ z decembra 2016 s dátumom uzávierky 17. 11. 2016.
- ³ Prognóza v celom horizonte predpokladá, že bilaterálny výmenný kurz EUR/USD zostane nezmenený na úrovni priemeru za desať pracovných dní končiacich dňom uzávierky.
- ⁴ Posledný nárast cien ropy súvisiaci s rozhovormi v rámci OPECu z časového hľadiska (dátum uzávierky) nebol v predikcii zohľadnený.
- ⁵ Podľa „Makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu“ z decembra 2016.

4 MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCIA SR

4.1 EKONOMICKÝ RAST

PRECHODNÉ SPOMALENIE EXPORTU

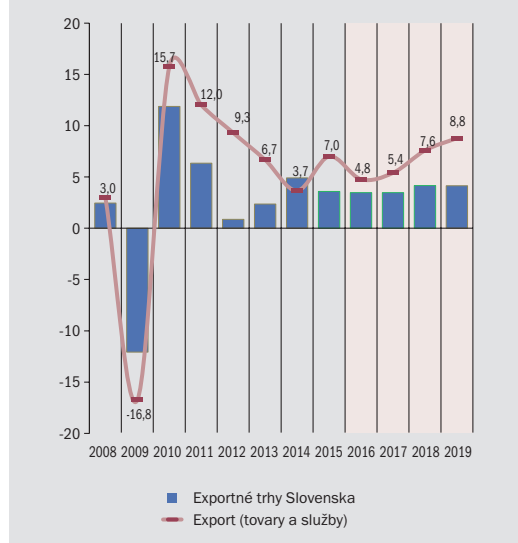
Spomalenie exportnej výkonnosti slovenskej ekonomiky v tomto roku by malo reflektovať slabší zahraničný dopyt v druhej polovici roku 2016. V ďalšom období sa predpokladá mierne oživenie zahraničného dopytu. To podporí akceleráciu vývozu. V rokoch 2018 a 2019 by mal byť impulzom pre akceleráciu exportu začiatok produkcie nových investícií v automobilovom

priemysle. Slovensko by malo v dôsledku toho výraznejšie zvyšovať trhové podiely.

TOHTOROČNÝ POKLES INVESTÍCIÍ VYSTRIEDA POSTUPNÝ RAST INVESTIČNEJ AKTIVITY V ĎALŠÍCH ROKOCH

Pokles investícií v tomto roku by mal byť spôsobený najmä „poeurofondovým vytriezvením“. Prepád verejných investícií nedokáže kompenzovať ani súkromný investičný dopyt, ktorý takisto v tomto roku pribrzdil. V ďalších rokoch sa očakáva postupné zrýchlenie rastu investícií, čo by malo byť ovplyvnené vyššími vládnymi investíciami, najmä v oblasti infraštruktúry a pokračovaním rastu súkromných investícií. Súkromné investície by mali byť naďalej podporované uvoľnenou menovou politikou a pokračovaním investičných aktivít v automobilovom priemysle.

Graf 1 Vývoj zahraničného dopytu a slovenského exportu tovarov a služieb (medziročná zmena v %, s. c.)



Zdroj: ŠÚ SR, ECB a výpočty NBS.

SILNÝ RAST SÚKROMNEJ SPOTREBY V HORIZONTE PREDIKCIE

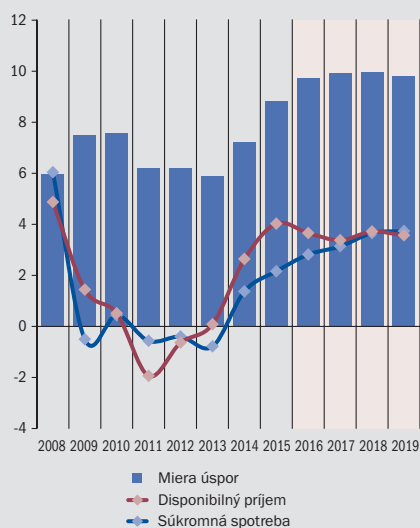
V tomto roku sa očakáva mierne zrýchlenie rastu súkromnej spotreby v porovnaní s minulým rokom. Bude podporené stále sa lepšiacou situáciou na trhu práce a pozitívnym príjmovým efektom v nízkoinflačnom prostredí. Domácnostiam však aj v roku 2016 zostane z disponibilného príjmu stále zvyšujúca sa časť vo forme úspor. V strednodobom horizonte pokračujúci rast zamestnanosti, ako aj kompenzácií, by mal vytvárať dostatok zdrojov na ďalšiu akceleráciu súkromnej spotreby. Miera úspor sa predpokladá na pomerne vysokej úrovni v celom horizonte predikcie.

Tabuľka 2 Investície (medziročná zmena v %, s. c.)

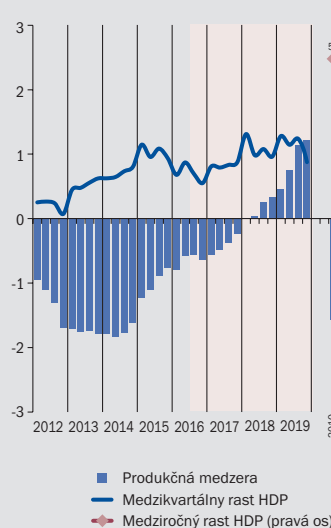
	2015	2016	2017	2018	2019
Tvorba hrubého fixného kapitálu spolu	16,9	-2,3	2,6	5,7	4,1
– súkromný sektor	5,5	9,4	1,1	4,5	4,2
– verejný sektor (vrátane PPP) ¹⁾	63,7	-33,3	9,1	10,8	3,9

Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

1) PPP projekt bratislavského obchvatu bude štatisticky zaradený medzi súkromné investície. Analyticky však predstavuje skôr verejnú investíciu.

Graf 2 Vývoj príjmov, spotreby (medziročná zmena v %, s. c.) a miery úspor domácností (%)


Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Graf 3 Vývoj HDP a produkčnej medzery (%)


Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

SVIŽNÉ TEMPO RASTU EKONOMIKY V CELOM HORIZONTE PREDIKCIE

Prechodné spomalenie rastu ekonomiky v rokoch 2016 a 2017 by malo odzrkadľovať vývoj zahraničného dopytu a pokles investičnej aktivity spojený s výrazne nižším prílevom eurofondov. **Ekonomika by mala vzrásť o 3,3 % v tomto roku a o 3,1 % v roku 2017.** V strednodobom horizonte sa predpokladá zrýchlenie zahraničného do-

pytu, čo by malo potiahnuť exportnú výkonnosť smerom k rýchlejšiemu rastu. Akcelerácia exportu však bude podporená hlavne začiatkom produkcie v automobilovom priemysle. Domáci dopyt sa po prechodnom miernom spomalení výraznejšie oživí. **V roku 2018 by tak mala ekonomika akcelerovať na 4,2 % a v roku 2019 na 4,6 %.** Pomerne dynamický rast ekonomiky by mohol viesť k postupnému miernemu prehrievaniu ekonomiky v roku 2018, ktoré sa ešte zvýrazní v roku 2019.

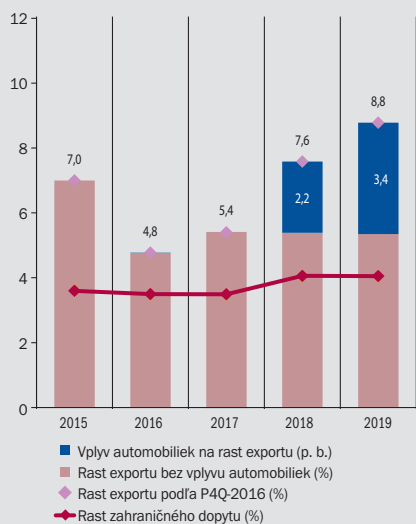
Box 1
STREDNODOBÝ HORIZONT PREDIKCIE OVPLYVNENÝ AUTOMOBILKAMI

Z aktuálnej predikcie P4Q-2016 vyplýva, že slovenská ekonomika by si mala v horizonte predikcie zachovať solídny rast, ktorý by mal akcelerovať k úrovni 4,6 % v roku 2019. Podstatný podiel pri tak významnej akcelerácii ekonomického rastu majú predovšetkým nové investície v automobilovom priemysle. Tie zásadným spôsobom menia pohľad na ekonomický rast a jednotlivé komponenty, najmä investície a vývoz.

Pozitívne k rastu investícií by mali automobily prispievať v rokoch 2016 a 2017, kedy

sa okrem iného očakáva výstavba areálu automobilky Jaguar Land Rover (JLR), ako aj dovoz nových technológií touto automobilkou. Následne by mali pozitívne efekty nových investícií pominúť, z čoho vyplýva negatívny príspevok v raste celkových investícií v ďalších rokoch.

Príspevok automobiliek k ekonomickému rastu by mal byť najvýraznejší ku koncu horizontu predikcie, pričom v roku 2019 by mal kulminovať. Produkcia nových automobilov po-

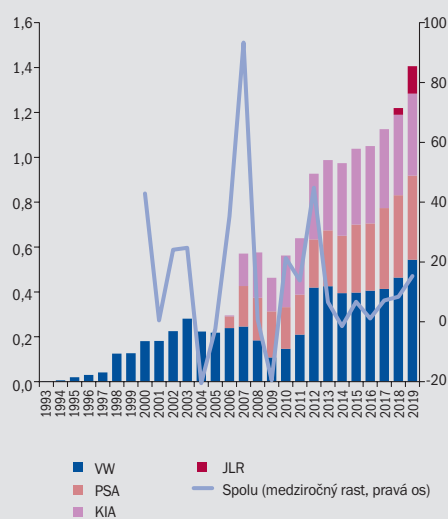
Graf A Odhadovaný vplyv nových auto-investícií na rast exportu tovarov a služieb


Zdroj: Výpočty NBS.

tívne ovplyvní exportnú výkonnosť slovenskej ekonomiky. Pri zohľadnení nábehu produkcie automobilky JLR, ako aj ďalšieho navýšenia produkčných možností v automobilovom priemysle, by mohol rast exportu dosiahnuť takmer 9 % v roku 2019. V celom horizonte predikcie by malo dochádzať k získavaniu trhových podielov aj po odrátaní pozitívneho efektu zvýšenej produkcie automobiliek, keďže rast exportu by mal prevyšovať dynamiku zahraničného dopytu.

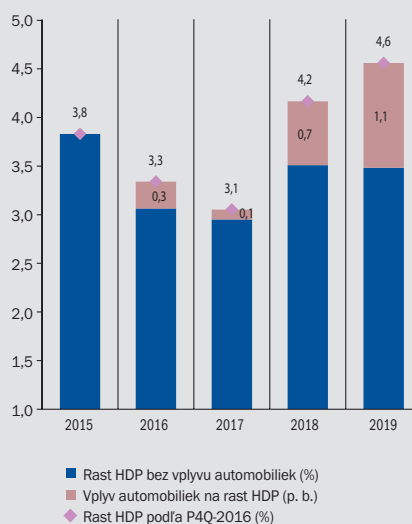
Od roku 2018 by sa mal v novej nitrianskej automobilke začať vyrábať model Land Rover Discovery. Počet vyrobených áut by sa mal vplyvom nábehu novej výroby medziročne zrýchliť o 2,7 percentuálneho bodu a v roku 2019 až o 7,3 percentuálneho bodu. Na Slovensku by sa tak mohlo ročne vyrábať celkovo až 1,4 mil. kusov áut. Za horizontom prognózy by po dosiahnutí plného nábehu mala automobilka JLR ročne vyrábať približne 150 tisíc kusov automobilov.

Podľa modelových odhadov by predpokladané investície automobiliek (vrátane zvýšenej produkcie) mohli zrýchliť rast HDP kumulatívne o 2,1 percentuálneho bodu do roku 2019. Tieto odhady v sebe zahŕňajú tak priame, ako

Graf B Odhadovaný počet vyrobených automobilov (mil. kusov)


Zdroj: Výročné správy automobiliek a ZAP SR.

aj nepriame sekundárne efekty investícií. Produkcia áut násobí dopyt v rámci automobilového priemyslu a kumuluje na seba dodávateľské siete a vytvára tak dopyt po produktoch z iných odvetví. Ekonomika SR by tak po zarátaní vplyvu investícií v automobilovom priemysle mohla v rokoch 2018 a 2019 rásť o 4,2 %, resp. 4,6 %.

Graf C Odhadovaný vplyv nových auto-investícií na rast reálneho HDP


Zdroj: Výpočty NBS.

4.2 TRH PRÁCE

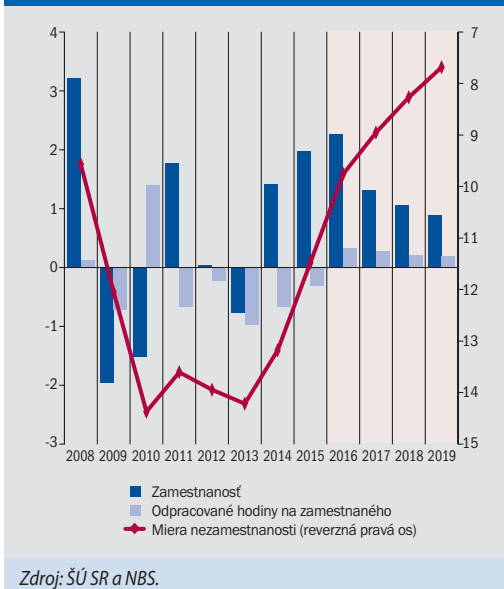
SITUÁCIA NA TRHU PRÁCE BY MALA POKRÁČOVAŤ V PRIAZNIVOM VÝVOJI

Rast ekonomiky sa naďalej prejavuje v pokračujúcej tvorbe nových pracovných miest. V tomto roku by mal byť zaznamenaný druhý najvyšší medzročný rast zamestnanosti v histórii. Vyšší rast bol zaznamenaný len v predkrízovom roku 2008. Očakávania podnikov naďalej indikujú generovanie nových pracovných miest v najbližšom období. V nasledujúcich rokoch by sa mal rast zamestnanosti spomaliť, keďže sa predpokladá, že už firmy predbehli pokrízové očistenie na trhu práce a v ekonomike je zamestnaných doteraz najvyšší počet pracujúcich. Nedostatok pracovníkov by mohli firmy riešiť zamestnávaním ľudí na dôchodku, častejším využívaním skrátených úväzkov a nábormi zahraničných pracovníkov. Týmto by mala byť podporená ponuková strana trhu práce s postupným zvyšovaním miery participácie. Firmy by mohli tiež nedostatok vhodných zamestnancov čiastočne nahradiť zvyšovaním počtu odpracovaných hodín. Takýto vývoj by sa mal premietnuť do zrýchľovania miezd s pozitívnym dopadom do súkromnej spotreby.

Miera nezamestnanosti by mala pokračovať v klesajúcom trende. Ku koncu roku 2019 by sa mala znížiť až k 7,7 %. Ešte výraznejšiemu zníženiu by mala brániť najmä rastúca miera participácie.

Nominálne mzdy sa budú zvyšovať pomerne dynamicky tak vplyvom narastajúcej produktivity

Graf 4 Vývoj zamestnanosti, odpracovaných hodín (medzročná zmena v %) a miery nezamestnanosti



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

práce, ako aj zvyšujúcej sa inflácie a pnutia na trhu práce. Vo verejnom sektore boli zapracované predpoklady o vyššom vyjednanom náraste miezd, ktorý bude naďalej prevyšovať rast miezd súkromného sektora.

4.3 CENOVÝ VÝVOJ

RASTÚCE CENY OD ROKU 2017

Inflácia by sa mala dostať zo záporných hodnôt na prelome rokov. Končí sa tak bezinflačné obdobie, ktoré bolo sprevádzané aj silným náras-

Tabuľka 3 Mzdy (medzročný rast v %)

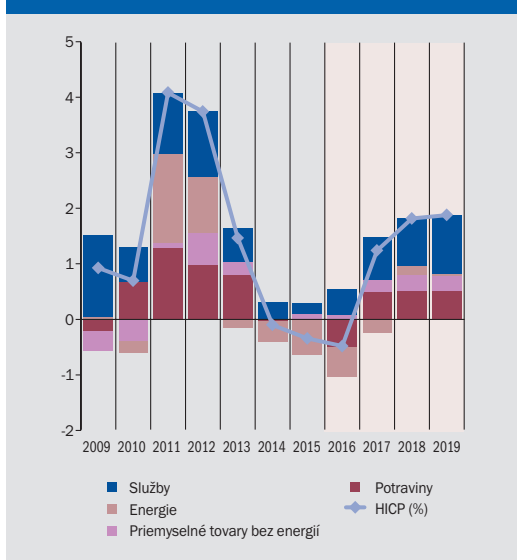
	2015	2016	2017	2018	2019
Neinflačné mzdy (nominálna produktivita)	1,4	0,6	3,0	5,1	5,8
Celá ekonomika, nominálne	2,9	3,4	4,0	4,5	4,6
Celá ekonomika, reálne	3,2	3,9	2,7	2,6	2,5
Súkromný sektor, nominálne	2,8	3,0	3,7	4,3	4,6
Súkromný sektor, reálne	3,1	3,5	2,4	2,4	2,5
Verejná správa, školstvo, zdravotníctvo, nominálne	3,3	5,1	4,9	4,9	4,5
Verejná správa, školstvo, zdravotníctvo, reálne	3,7	5,7	3,6	3,0	2,4

Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

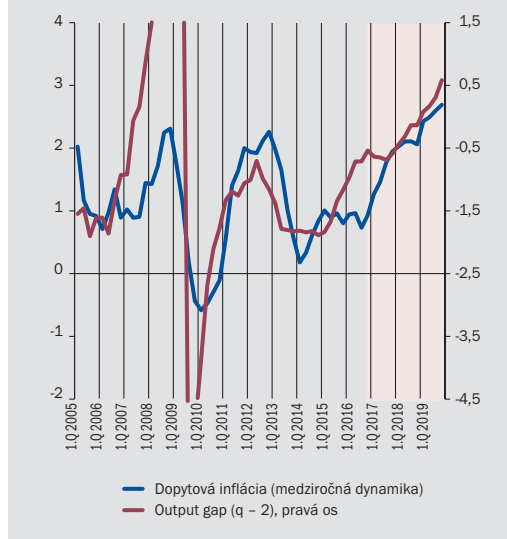
Poznámka: Deňované CPI. Odvetvie Verejná správa, školstvo a zdravotníctvo predstavuje sekcie O, P a Q klasifikácie SK NACE Rev.2 Rast nominálnej priemernej mzdy vo verejnom sektore (ESA S.13) sa očakáva na úrovni 5,2 % v roku 2016, 4,9 % v roku 2017, 4,9 % v roku 2018 a 4,5 % v roku 2019.

tom reálnych miezd. K akcelerácii inflácie od budúceho roku by mali pôsobiť ceny potravín, a to vplyvom technických predpokladov o vývoji potravinárskych komodít a odznenia efektu poklesu nižšej DPH na vybrané potraviny od januára tohto roku. Prorastovo by mali prispievať aj ceny služieb. Malo by to byť v dôsledku sekundárnych efektov nárastu cien vstupov a oživeného domáceho dopytu. Vývoj cien ropy by sa mal odraziť

aj v prorastovom pôsobení cien energií. Po troch rokoch nepatrného nárastu sa postupne očakávajú tiež mierne rastúce ceny priemyselných tovarov bez energií, ktoré by mali odzrkadľovať zvyšujúce sa dovozné ceny. Takisto pnútia na trhu práce a akcelerácia nominálnych miezd by mala postupne zrýchľovať infláciu služieb. Inflácia by tak mala dosiahnuť hodnotu 1,2 % v roku 2017 a neskôr sa ustáliť tesne pod 2 %.

Graf 5 Štruktúra medziročnej inflácie (p. b.)


Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Graf 6 Dopytová inflácia a produkčná medzera (%)


Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

Tabuľka 4 Vývoj jednotlivých zložiek inflácie (medziročný rast v %)

	Priemer 2004 – 2008 (predkrízové obdobie)	Priemer 2010 – 2014 (pokrízové euro obdobie)	2015	2016	2017	2018	2019
HICP	4,1	2,0	-0,1	-0,5	1,2	1,8	1,9
Potraviny	3,6	3,1	-0,2	-2,0	2,1	2,2	2,1
Priemyselné tovary bez energií	0,2	0,3	0,0	0,3	0,7	0,9	0,9
Energie	8,3	2,3	-2,2	-3,6	-1,6	1,1	0,2
Služby	5,3	2,5	1,0	1,5	2,4	2,7	3,3
Dopytová inflácia	1,8	1,0	0,5	0,9	1,6	2,1	2,6

Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

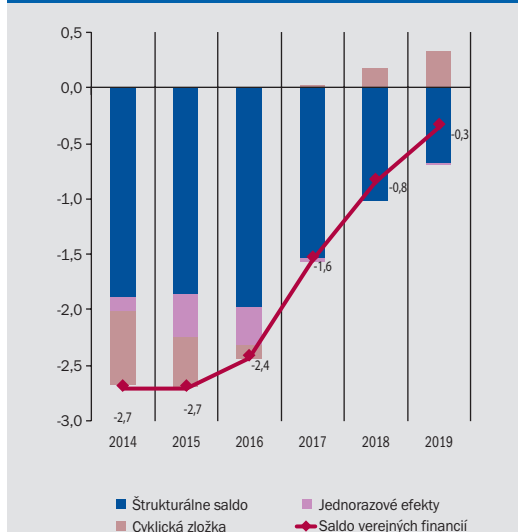
 Poznámka: „Neutrálna úroveň“ rastu cien (tzv. beta konvergencia) je pre Slovensko v súčasnosti odhadovaná na úrovni približne 2,7 %. Podrobnejšie informácie v analytickom komentári *Perspektívy dlhodobejšieho vývoja slovenskej ekonomiky (do roku 2020)*

5 FIŠKÁLNY VÝHLAD

**PRIAZNVÝ MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ, NÍZKE ÚROKY
A OPATRENIA V PRÍJMOVEJ OBLASTI ZNIŽUJÚ DEFICIT**

Po októbrovej EDP revízií hospodárenie verejnej správy v roku 2015 skončilo s deficitom na úrovni 2,7 % HDP, čo je o 0,3 percentuálneho bodu HDP lepšie v porovnaní s pôvodnými odhadmi, najmä vplyvom vyššieho výberu dane z príjmov právnických osôb. V tomto roku by mal deficit verejných financií klesnúť na úroveň 2,4 % HDP⁶. V horizonte prognózy sa predpokladá ďalšie znižovanie deficitu na úroveň 1,6 % v roku 2017, na 0,8 % HDP v roku 2018 a 0,3 % HDP v roku 2019. Na postupné znižovanie deficitu verejných financií by mal priaznivo vplyvať najmä pokračujúci ekonomický rast, priaznivý vývoj na trhu práce a nízka miera inflácie s pozitívnym dopadom na indexáciu sociálnych výdavkov. Naďalej pokračuje pozitívny vplyv nízkych úrokových nákladov a od roku 2017 aj vplyv vládnych opatrení najmä v príjmovej oblasti. Prognóza zohľadňuje prijaté opatrenia vlády v rámci schváleného Rozpočtu verejnej správy na roky 2017 – 2019⁷.

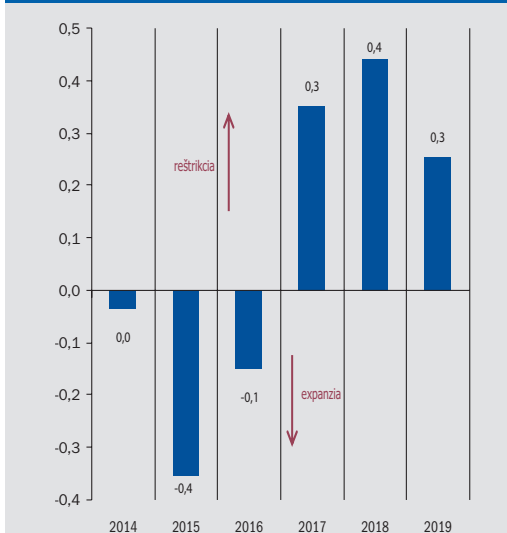
Graf 7 Rozklad salda verejných financií (% HDP)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Poznámka: Jednorazové faktory zahŕňajú necyclecké efekty, ktoré dočasne menia saldo verejnej správy, pričom v budúcnosti má dôjsť k ich odbúraní.

Graf 8 Fiškálna pozícia (medziročná zmena v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Poznámka: Medziročná zmena cyklicky očisteného primárneho salda upravená o vplyv PPP projektov mimo bilancie verejného sektora. Bez vplyvu eurofondov mimo sektor verejnej správy.

POSTUPNÉ OŽIVOVANIE SPOTREBY VEREJNEJ SPRÁVY A INVESTÍCIÍ

V budúcom roku sa predpokladá pokračovanie spomaľovania reálnej konečnej spotreby verejnej správy. To súvisí so spomaľením platieb za zdravotnú starostlivosť. Zároveň dynamickejší cenový vývoj spomaľuje nárast výdavkov v reálnom vyjadrení. V horizonte prognózy sa predpokladá postupné zrýchľovanie dynamiky reálnej spotreby.

V prvých troch štvrtrokoch tohto roka došlo oproti očakávaniam k výraznejšiemu prepadu verejných investícií, ktorý súvisí s pomalším čerpaním EÚ fondov z nového programového obdobia. Predpokladá sa, že v budúcom roku by malo už dôjsť k postupnému oživeniu čerpania EÚ fondov, ako aj súvisiacej investičnej aktivity. K výraznejšiemu nárastu investícií by pritom malo dôjsť až v roku 2018.

6 Detailnejšia analýza rozpočtu sa nachádza v analytickom komentári *Analýza Návrhu rozpočtu verejnej správy na roky 2017 – 2019*. S novou makroekonomickou prognózou sa znižuje odhad deficitu pre tento rok o 0,1 % HDP a je nezmenený pre rok 2017.

7 Na daňové príjmy by malo počnúc rokom 2017 prarastovo vplyvať najmä predĺženie osobitného odvodu v regulovaných odvetviach s dvojnásobnou sadzbou odvodu, ako aj ponechanie sadzby osobitného odvodu finančných inštitúcií na súčasnej úrovni. K rastu príjmov by malo prispieť aj zvýšenie sadzieb dane z tabakových výrobkov, vyššie zdanenie hazardu a rozšírenie 8 % odvodu na ďalšie produkty neživotného poistenia. Od roku 2018 by malo príjmy zvyšovať zavedenie zdaňovania dividend. Zvýšiť príjmy by malo aj zrušenie stropov zdravotných odvodov a zvýšenie stropov na vybrané kategórie sociálneho poistenia. Tieto efekty budú tlmené znížením sadzby DPPPO na 21 % a postupným nárastom sadzby starobného poistenia odvádzaného do druhého piliera. V nedaňových príjmoch by malo mať pozitívny vplyv zvýšenie poplatku za udržiavanie núdzových zásob ropy. Na výdavkovej strane by v tomto roku dodatočná valorizácia miezd pedagogických zamestnancov, vyššie korekcie fondov EÚ, ako aj zvýšenie vianočného príspevku dôchodcom mali zvyšovať celkové výdavky. V budúcom roku sa predpokladá aj vplyv zavedenia minimálnej valorizácie dôchodkov, ako aj pokračovanie relatívne dynamickej valorizácie plátov zamestnancov vo verejnej správe.



Tabuľka 5 Fiškálny vývoj (medziročná zmena v %, s. c., ak nie je uvedené inak)

	2015	2016	2017	2018	2019
Konečná spotreba verejnej správy	5,4	2,9	0,9	1,3	1,7
Vládne investície (vrátane PPP) ¹⁾	63,7	-33,3	9,1	10,8	3,9
Saldo verejných financií (% HDP)	-2,7	-2,4	-1,6	-0,8	-0,3
Fiškálna pozícia ²⁾ (medziročná zmena v p. b.)	-0,4	-0,1	0,3	0,4	0,3
Hrubý dlh (% HDP)	52,5	52,9	52,6	51,1	50,1

Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

1) NBS predpokladá, že PPP projekt obchvatu Bratislavy bude metodicky posúdený ako aktívum mimo sektora verejnej správy a bude tak formálne zaradený do súkromných investícií.

2) Medziročná zmena cyklicky očisteného primárneho salda upravená o vplyv PPP projektov mimo bilancie verejného sektora. Bez vplyvu eurofondov mimo sektor verejnej správy.

VEREJNÝ DLH BY SA MAL UDRŽAŤ POD HRANICOU 53 % HDP

Vplyvom jesennej revízie HDP klesol verejný dlh vykázaný v roku 2015 o 0,4 percentuálneho bodu na úroveň 52,5 % HDP. V aktuálnom roku

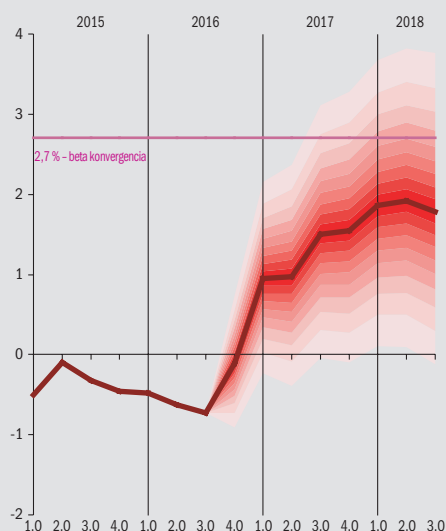
by mal vzrásť na úroveň 52,9 % HDP. V ďalšom období najmä vplyvom zlepšovania primárnej bilancie rozpočtu a nižších úrokových nákladov by sa mal postupne znížiť k úrovni 50,1 % HDP na konci roka 2019.

6 RIZIKÁ PROGNÓZY

V strednodobom horizonte sú riziká vybilancované. Smerom k nižšiemu rastu môže pôsobiť miernejšie čerpanie eurofondov a slabšie súkromné investície v prostredí pretrvávajúcich geopolitických rizík a zvýšenej neistoty. Naopak, dynamickejšie sa môže vyvíjať spotreba verejnej správy a nižšia tvorba úspor domácností.

V cenovom vývoji sú riziká vybilancované. Smerom k vyššiemu rastu by mohol pôsobiť rýchlejší rast cien ropy (dohoda v rámci OPECu o znížení produkcie ropy), čo by však mohlo byť čiastočne kompenzované nižším zahraničným dopytom.

Graf 9 Predikcia inflácie HICP (%)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Poznámky: Graf je vypočítaný na základe historických predikčných chýb inflácie a dotazníka rizík. Podrobnejší popis konštrukcie grafu na: http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/MU/pris_04.pdf, alebo http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/MU/Hucek_Gavura09-07-Biatec.pdf

Beta konvergencia – predpoklad, že krajiny s nižšou úrovňou HDP (na obyvateľa) majú tendenciu rásť rýchlejšie ako krajiny s vyššou úrovňou HDP, čím dochádza k procesu dobiehania vyspelých krajín. Rovnako to platí aj pri dobiehaní cenovej hladiny. Podrobnejšie informácie v analytickom komentári *Perspektívy dlhodobiejšieho vývoja slovenskej ekonomiky (do roku 2020)*

Tabuľka 6 Riziká predikcie

	2017	2018	2019
HDP	Vybilancované	Vybilancované	Vybilancované
Inflácia	Vybilancované	Vybilancované	Vybilancované

Zdroj: NBS.

7 POROVNANIE S PREDCHÁDZAJÚCOU PROGNOZOU

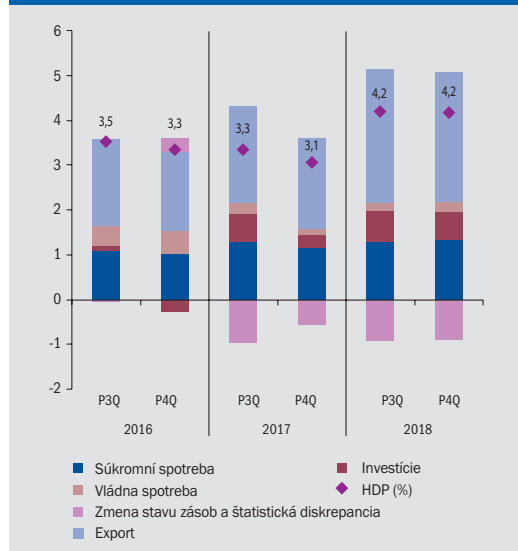
MIERNE ZHORŠENIE VÝHLADU RASTU EKONOMIKY VPLYVOM AKTUÁLNEHO VÝVOJA

Slovenská ekonomika by mala rásť v tomto a budúcom roku mierne pomalšie, ako sa predpokladalo v septembrovej predikcii. Naznačili to údaje za 3. štvrťrok, ktoré indikujú pomalší rast domáceho dopytu, ako aj exportnej výkonnosti. Zahraničný dopyt by mal rásť mierne pomalšie v horizonte predikcie. To sa premietlo do spomalenia exportnej výkonnosti. Domáci dopyt bol slabší v 3. štvrťroku v porovnaní s minulou predikciou. To sa následne premietlo aj do výhľadu na budúci rok. Súkromná spotreba by mala rásť pomalšie, avšak najväčšia zmena je v investičnom dopyte. Ten by mal tento rok poklesnúť a obnoviť sa nižším tempom, ako sa predpokladalo. Pravdepodobne bola podhodnotená závislosť súkromných investícií od eurofondov, čo sa po prudkom poklese eurofondov prejavilo hlavne v 3. štvrťroku. Rovnako sa nepočítalo s výpadkami investícií v niektorých ďalších odvetviach.

LEPŠIE VYHLIADKY NA TRHU PRÁCE

Aktuálny vývoj na trhu práce bol opätovne lepší ako očakávania zo septembrovej predikcie. Pri nezmenených pokračujúcich pozitívnych očakávaniach zamestnávateľov o ďalšom vývoji tak dochádza k zrýchleniu rastu zamestnanosti v tomto roku a vplyvom čiastočného prenosu aj v roku 2017. Viac vygenerovaných pracovných miest by však nemalo byť plne premietnuté v dodatočnom znižovaní miery nezamestnanosti, nakoľko by sa mala zvýšiť participácia a počet pracujúcich zo zahraničia. V mzdovom vývoji došlo k zrýchleniu dynamiky v roku 2018 vplyvom pnutia na trhu práce, vyššej inflácie a príspevku verejného sektora.

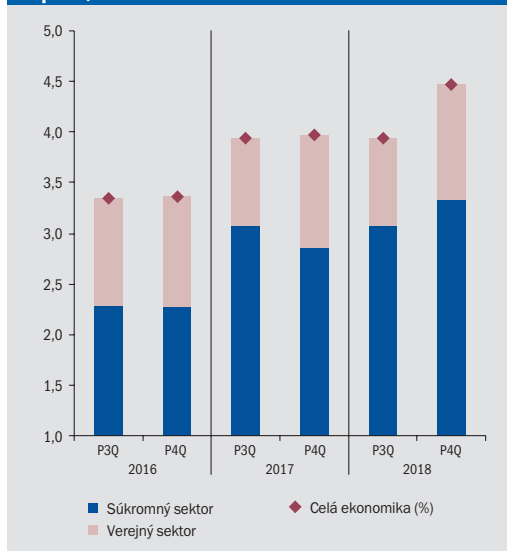
Graf 10 Štruktúra rastu HDP⁸ (medziročný rast v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Poznámka: V položke „Zmena stavu zásob a štatistická diskrepancia“ je aj nerozdelený import, ktorý zostal po rozpočítaní dovoznej náročnosti.

Graf 11 Vývoj priemernej mzdy v ekonomike a príspevkov súkromného a verejného sektora (medziročný rast v %, príspevky v p. b.)

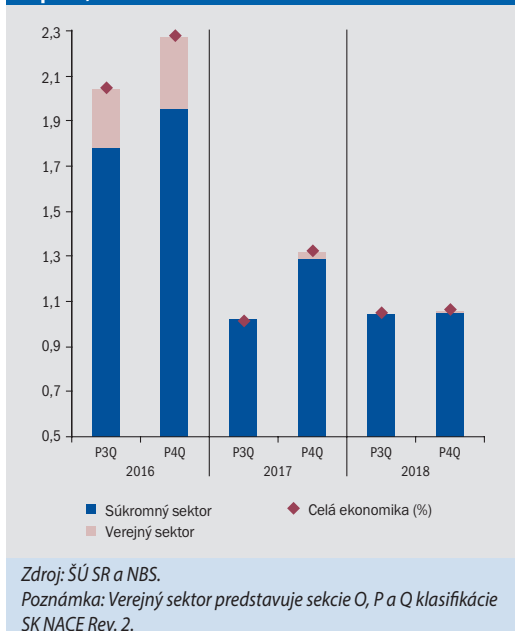


Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

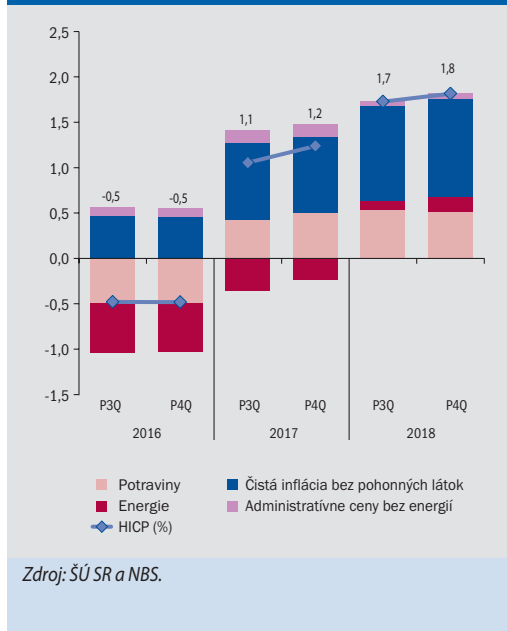
Poznámka: Verejný sektor predstavuje sekcie O, P a Q klasifikácie SK NACE Rev. 2.

⁸ Štruktúra rastu HDP je vypočítaná ako príspevky rastu jednotlivých komponentov HDP po odrátaní ich dovoznej náročnosti. V našom prípade sa vychádzalo z konštantnej dovoznej náročnosti jednotlivých zložiek HDP (konečná spotreba domácností 30 %, vládna spotreba 7 %, investície 50 % a export 62,5 %). Zvyšok dovozu bol zaradený do zmeny stavu zásob a štatistickej diskrepancie.

Graf 12 Vývoj zamestnanosti v ekonomike a príspevkov súkromného a verejného sektora (medziročný rast v %, príspevky v p. b.)



Graf 13 Porovnanie štruktúry cenového vývoja (medziročný rast v %, príspevky v p. b.)



Po dlhšom čase sa inflácia nereviduje smerom k nižším hodnotám

Inflácia by mala byť mierne vyššia, ako sa predpokladalo v septembrovej predikcii. Vyplýva to z vyšších cien energetických komodít v hori-

zonte predikcie. Predpokladá sa tak menej negatívny vplyv cien energií v roku 2017 a mierne vyšší rast cien energií v roku 2018. V roku 2017 sa očakáva ešte dodatočný vplyv vyšších cien potravín.



Tabuľka 7 Strednodobá predikcia (P4Q-2016) základných makroekonomických ukazovateľov											
Ukazovateľ	Jednotka	Skutočnosť	P4Q-2016					Zmena oproti P3Q-2016			
		2015	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	
Cenový vývoj											
Inflácia meraná HICP	medziročný rast v %	-0,3	-0,5	1,2	1,8	1,9	0,0	0,1	0,1	-	
Inflácia meraná CPI	medziročný rast v %	-0,3	-0,5	1,2	1,8	2,0	0,0	0,1	0,0	-	
Deflátor HDP	medziročný rast v %	-0,2	-0,4	1,3	1,9	2,1	-0,1	0,0	0,1	-	
Ekonomická aktivita											
Hrubý domáci produkt	medziročný rast v %, s. c.	3,8	3,3	3,1	4,2	4,6	-0,2	-0,2	0,0	-	
Súkromná spotreba	medziročný rast v %, s. c.	2,2	2,8	3,1	3,7	3,7	-0,1	-0,4	0,2	-	
Konečná spotreba verejnej správy	medziročný rast v %, s. c.	5,4	2,9	0,9	1,3	1,7	0,3	-0,4	0,2	-	
Tvorba hrubého fixného kapitálu	medziročný rast v %, s. c.	16,9	-2,3	2,6	5,7	4,1	-3,2	-3,1	-0,1	-	
Vývoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	7,0	4,8	5,4	7,6	8,8	-0,4	-0,4	-0,1	-	
Dovoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	8,1	2,7	4,7	7,4	8,1	-1,4	-1,4	0,0	-	
Čistý vývoz	mil. EUR v s. c.	4 293	5 939	6 736	7 364	8 556	678	1 393	1 386	-	
Produkčná medzera	% z potenciálneho produktu	-1,0	-0,6	-0,4	0,2	0,9	0,0	0,1	0,2	-	
Hrubý domáci produkt	mil. EUR v b. c.	78 686	80 986	84 566	89 782	95 864	377	222	280	-	
Trh práce											
Zamestnanosť	tis. osôb, ESA 2010	2 267	2 319	2 349	2 374	2 395	5,3	12,7	13,1	-	
Zamestnanosť	medziročný rast v %, ESA 2010	2,0	2,3	1,3	1,1	0,9	0,3	0,3	0,1	-	
Počet nezamestnaných	tis. osôb, VZPS ¹⁾	314	269	248	229	213	-4,6	-9,2	-7,5	-	
Miera nezamestnanosti	%	11,5	9,8	9,0	8,3	7,7	-0,1	-0,3	-0,2	-	
Medzera v nezamestnanosti ²⁾	p. b.	1,8	0,2	-0,2	-0,5	-1,0	0,0	-0,1	0,0	-	
Produktivita práce ³⁾	medziročný rast v %	1,8	1,0	1,7	3,1	3,6	-0,5	-0,6	0,0	-	
Neinflačné mzdy (nominálna produktivita) ⁴⁾	medziročný rast v %	1,4	0,6	3,0	5,1	5,8	-0,5	-0,5	0,1	-	
Nominálne kompenzácie na zamestnanca	medziročný rast v %, ESA 2010	2,4	2,7	4,4	4,5	4,6	-0,1	0,5	0,6	-	
Nominálne mzdy ⁵⁾	medziročný rast v %	2,9	3,4	4,0	4,5	4,6	0,0	0,1	0,6	-	
Reálne mzdy ⁶⁾	medziročný rast v %	3,2	3,9	2,7	2,6	2,5	0,0	-0,1	0,5	-	
Domácnosti a neziskové inštitúcie slúžiace domácnostiam											
Disponibilný dôchodok	medziročný rast v %, s. c.	4,0	3,7	3,4	3,7	3,6	-	-	-	-	
Miera úspor ⁷⁾	% z disponibilného dôchodku	8,8	9,7	9,9	10,0	9,8	-	-	-	-	
Sektor verejnej správy⁸⁾											
Celkové príjmy	% HDP	42,9	40,9	41,2	41,2	40,6	0,1	0,5	0,7	-	
Celkové výdavky	% HDP	45,6	43,4	42,8	42,0	40,9	0,0	0,5	0,8	-	
Saldo verejných financií ⁹⁾	% HDP	-2,7	-2,4	-1,6	-0,8	-0,3	0,1	0,0	0,0	-	
Cyklický komponent	% trendového HDP	-0,4	-0,1	0,0	0,2	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-	
Štrukturálne saldo	% trendového HDP	-1,9	-2,0	-1,5	-1,0	-0,7	0,2	0,1	0,0	-	
Cyklicky očistené primárne saldo	% trendového HDP	-0,5	-0,7	0,0	0,4	0,7	0,1	0,1	0,0	-	
Fiškálna pozícia ¹⁰⁾	medziročná zmena v p. b.	-0,4	-0,1	0,6	0,4	0,2	-0,2	0,0	0,0	-	
Hrubý dlh	% HDP	52,5	52,9	52,6	51,1	50,1	0,0	0,1	0,0	-	



Tabuľka 7 Strednodobá predikcia (P4Q-2016) základných makroekonomických ukazovateľov (pokračovanie)

Ukazovateľ	Jednotka	Skutočnosť	P4Q-2016					Zmena oproti P3Q-2016			
			2015	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Platobná bilancia											
Bilancia tovarov	% HDP	2,7	3,9	4,2	4,3	5,0	0,8	1,8	1,8	-	
Bežný účet	% HDP	0,2	1,3	1,6	2,0	2,9	1,9	2,8	2,7	-	
Externé prostredie a technické predpoklady											
Rast zahraničného dopytu Slovenska	medziročný rast v %	3,6	3,5	3,5	4,1	4,0	0,1	-0,2	-0,2	-	
Výmenný kurz USD/EUR ¹¹⁾	úroveň	1,11	1,11	1,09	1,09	1,09	-0,5	-2,6	-2,6	-	
Cena ropy v USD ¹¹⁾	úroveň	52,4	43,1	49,3	52,6	54,6	-1,8	-2,8	-1,5	-	
Cena ropy v USD	medziročný rast v %	-47,0	-17,7	14,3	6,7	3,7	-1,5	-1,1	1,4	-	
Cena ropy v EUR	medziročný rast v %	-36,6	-17,7	16,5	6,7	3,7	-1,1	1,3	1,4	-	
Ceny neenergetických komodít v USD	medziročný rast v %	-16,5	-4,0	6,6	3,8	4,5	-1,0	1,3	-0,4	-	
EURIBOR – 3M	% p. a.	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	-	
Výnos 10-ročného štátneho dlhopisu SR	%	0,9	0,5	0,9	1,1	1,3	0,1	0,5	0,5	-	

Zdroj: NBS, ECB a ŠÚ SR.

1) VZPS – výberové zisťovanie pracovných síl.

2) Rozdiel medzi mierou nezamestnanosti a NAIRU (mierou nezamestnanosti, ktorá nezrýchluje infláciu). Kladný výsledok znamená vyššiu mieru nezamestnanosti v porovnaní s NAIRU.

3) HDP s. c. / zamestnanosť ESA 2010

4) Vypočítaná z nominálneho HDP a zamestnanosti zo štvrtročného štatistického výkazníctva ŠÚ SR.

5) Priemerné mesačné mzdy zo štatistického výkazníctva ŠÚ SR.

6) Mzdy zo štatistického výkazníctva deflované infláciou CPI.

7) Miera úspor = hrubé úspory / (hrubý disponibilný dôchodok + úpravy vyplývajúce zo zmeny nároku na dôchodok) *100, pričom Hrubé úspory = hrubý disponibilný dôchodok + úpravy vyplývajúce zo zmeny nároku na dôchodok – súkromná spotreba.

8) S.13; fiškálny výhľad.

9) B.9N – Čisté pôžičky poskytnuté (+) / prijaté (-)

10) Medziročná zmena cyklicky očisteného primárneho salda. Kladná hodnota znamená reštrikciu.

11) Zmeny oproti predchádzajúcej predikcii v %.

Detailnejšie časové rady za vybrané makroekonomické ukazovatele

http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/PREDIK/2016/protected/P4Q-2016.xls