



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA  
EUROSYSTEM



# STREDNODOBÁ PREDIKCIA

3. Q  
2013

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 2146

Fax:  
02/5787 1128

<http://www.nbs.sk>

Prerokované Bankovou radou NBS  
30. septembra 2013.

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

ISSN 1338-1466 (elektronická verzia)



# OBSAH

<b>1</b>	<b>ZHRNUTIE</b>	<b>4</b>	Graf 14 Vývoj príjmov, spotreby a miery úspor domácností	<b>17</b>	
<b>2</b>	<b>AKTUÁLNY VÝVOJ V ZAHRANIČÍ A V SR</b>	<b>5</b>	Graf 15 Vývoj HDP a produkčnej medzery	<b>18</b>	
<b>3</b>	<b>TECHNICKÉ PREDPOKLADY</b>	<b>11</b>	Graf 16 Vývoj zamestnanosti, odpracovaných hodín a miery nezamestnanosti	<b>18</b>	
<b>4</b>	<b>PROGNÓZA EXTERNÉHO PROSTREDIA</b>	<b>13</b>	Graf 17 Predikcia inflácie HICP	<b>21</b>	
<b>5</b>	<b>MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCIA SR</b>	<b>15</b>	Graf 18 Štruktúra rastu HDP	<b>22</b>	
5.1	Ekonomický rast	<b>15</b>	Graf 19 Porovnanie ukazovateľov trhu práce	<b>23</b>	
5.2	Trh práce	<b>18</b>	Graf 20 Porovnanie štruktúry cenového vývoja	<b>23</b>	
5.3	Náklady práce a cenový vývoj	<b>19</b>			
<b>6</b>	<b>RIZIKÁ PROGNÓZY</b>	<b>20</b>			
<b>7</b>	<b>POROVNANIE S PREDCHÁDZAJÚCOU PROGNÓZOU</b>	<b>22</b>			
<b>ZOZNAM BOXOV</b>			<b>ZOZNAM GRAFOV VBOXOCH</b>		
Box 1	Analytický časový rad miery nezamestnanosti z údajov ÚPSVR	<b>9</b>	Box 1		
Box 2	Pomáha euro Slovensku udržať si konkurencieschopnosť?	<b>15</b>	Graf A Analytický časový rad nezamestnanosti	<b>9</b>	
<b>ZOZNAM GRAFOV</b>			Box 2		
Graf 1	Vývoj investícií a dlhodobých úverov	<b>6</b>	Graf A Vývoj indexov NEER a REER	<b>15</b>	
Graf 2	Vývoj investícií a príjmov domácností	<b>6</b>	Graf B Rovnovážny reálny efektívny výmenný kurz	<b>16</b>	
Graf 3	Vývoj investícií a príjmov nefinančných spoločností	<b>7</b>	Graf C Odchýlky REER od rovnováhy a medziročný rast trhového podielu	<b>16</b>	
Graf 4	Náklady spotrebiteľov a súkromná spotreba	<b>7</b>			
Graf 5	Očakávania domácností	<b>7</b>			
Graf 6	Aktuálny vývoj predstihových indikátorov	<b>8</b>			
Graf 7	Aktuálny vývoj ukazovateľov na trhu práce	<b>9</b>			
Graf 8	Vývoj inflácie	<b>10</b>			
Graf 9	Výmenný kurz USD/EUR	<b>11</b>			
Graf 10	Cena ropy Brent v USD/barel	<b>11</b>			
Graf 11	Cena ropy Brent v EUR/barel	<b>11</b>			
Graf 12	Ceny neenergetických surovín	<b>12</b>			
Graf 13	Predikcia zahraničného dopytu a slovenského exportu tovarov a služieb	<b>15</b>			
			<b>ZOZNAM TABULIEK</b>		
			Tab. 1	Predikcia tvorby hrubého fixného kapitálu	<b>17</b>
			Tab. 2	Predikcia verejnej spotreby a verejných investícií	<b>17</b>
			Tab. 3	Jednotkové náklady práce	<b>19</b>
			Tab. 4	Mzdy	<b>19</b>
			Tab. 5	Rozdiely predpokladaných daňových a odvodových príjmov verejných financií SR	<b>20</b>
			Tab. 6	Riziká predikcie	<b>20</b>
			Tab. 7	Strednodobá predikcia (P3Q-2013) základných makroekonomických ukazovateľov na medziročnej báze	<b>24</b>
			Tab. 8	Strednodobá predikcia (P3Q-2013) základných makroekonomických ukazovateľov na medzikvartálnej báze	<b>25</b>



# 1 ZHRNUTIE

Aktuálna predikcia vychádza zo zverejnenej štruktúry rastu ekonomiky za 2. štvrťrok 2013, krátkodobých hard a soft indikátorov z júla a augusta, pričom technické predpoklady boli prevzaté z poslednej predikcie ECB. Predikcia je založená na pokračovaní oživovania ekonomiky eurozóny a našich hlavných obchodných partnerov.

Eurozóna zaznamenala po dlhej recesii oživenie, keď HDP vzrástol v 2. štvrťroku 2013 o 0,3 %. Predpokladá sa pokračovanie krehkého oživenia v 2. polroku s následnou akceleráciou v strednodobom horizonte. Tá by však mala byť mierne pomalšia ako v predchádzajúcej predikcii.

Pozitívny vývoj v eurozóne sa premietol do zrýchlenia tempa rastu slovenskej ekonomiky. To dosiahlo v 2. štvrťroku 2013 0,3 % a bolo tak mierne rýchlejšie ako predpoklady. Rýchlejší rast bol založený na skoršom ako uvažovanom oživení v eurozóne, ktoré sa následne premietlo do výraznejšieho rastu exportu. Príspevok exportu, ktorý benefitoval z podhodnoteného kurzu, tak bol hlavným zdrojom rastu. K nemu sa pripojil po dlhom čase aj rast domáceho dopytu, keď

vzrástla súkromná spotreba aj investície. Tento pozitívny vývoj sa premietol do zvýšenia odhadu rastu ekonomiky na rok 2013. **Ekonomika by tak mala v roku 2013 vzrásť o 0,9 %.** Pre rok 2014 zostal pohľad na ekonomiku zachovaný, i keď sa uvažuje s negatívnym vplyvom konsolidácie verejných financií. **Napriek tomu by sa mal rast ekonomiky zrýchliť a dosiahnuť 2,1 %. V roku 2015 dôjde k akcelerácii rastu HDP na 3,2 %.** V rokoch 2014 a 2015 by už mala akcelerácia zahraničného dopytu potiahnuť aj domáci dopyt, ktorý by mal začať kladne prispievať k rastu ekonomiky a rast ekonomiky by mal byť viac vyvážený. Najväčšie riziko pre rast ekonomiky predstavujú dodatočné konsolidačné opatrenia a prípadná aktivácia dlhovej brzdy. Naopak, riziko externého vývoja sa mierne znížilo.

Inflácia by mala zostať v celom horizonte predikcie na nízkej úrovni. **K jej spomaleniu na 1,7 % v roku 2013 a na 1,5 % v roku 2014** by mal prispievať okrem nízkeho, hoci zrýchľujúceho sa spotrebiteľského dopytu, najmä pokles cien energií. Následne by malo dôjsť k opätovnému zrýchleniu rastu cien na **1,8 % v roku 2015.**



## 2 AKTUÁLNY VÝVOJ V ZAHRANIČÍ A V SR

### GLOBALNÝ EKONOMICKÝ RAST SA OPÄŤ MIERNE ZRÝCHLIL.

V 2. štvrtroku 2013 naďalej pokračovalo pomalé a nerovnomerné oživovanie globálnej ekonomiky. Kým v rozvinutých ekonomikách sa postupne posilňovala ekonomická situácia, rast v rozvíjajúcich sa ekonomikách sa spomalil v dôsledku slabšieho domáceho dopytu a nepriaznivého vplyvu nízkeho zahraničného dopytu na exportnú aktivitu. Najvýraznejšie k tomu prispel pomalší rast čínskeho hospodárstva. Na druhej strane, ekonomická aktivita sa v krajinách OECD v 2. štvrtroku 2013 mierne zrýchlila. Okrem oživenia rastu v eurozóne došlo k posilneniu ekonomickej výkonnosti USA i Veľkej Británie. S účinnosťou od marca došlo k aktivácii automatického škrtnania vládnych výdavkov v USA, s tlmiacim vplyvom na ekonomickú aktivitu. Súkromný dopyt však touto zmenou nebol výraznejšie ovplyvnený a investície i spotreba rástli relatívne dynamicky. Tempo ekonomického rastu v Japonsku sa síce spomalilo, ale naďalej si udržalo relatívne vysokú dynamiku, keď bola ekonomika stimulovaná expanzívnu menovou i fiškálnou politikou.

### JEHO ĎALŠIE OŽIVOVANIE BY MALO BYŤ LEN POSTUPNÉ.

Mierne oživovanie globálnej ekonomiky by malo pokračovať aj v strednodobom horizonte, keď hospodársky vývoj v rozvinutých ekonomikách bude ovplyvnený slabým trhom práce a s tým súvisiacimi obmedzeniami pre rýchlejší rast súkromnej spotreby. Takisto pokračujúca náprava bilancii súkromného sektora, ako aj konsolidácia verejných financií, bude tlmiačo pôsobiť na ekonomický rast. Vplyv týchto faktorov by sa mal však postupne oslabovať a globálna ekonomika by mala byť stimulovaná pretrvávajúcou akomodatívnou menovou politikou a posilnením finančných trhov. To by malo podporiť ďalšie posilnenie dôvery súkromného sektora a následne domáci dopyt. Upevnenie rastu vo vyspelých ekonomikách by malo podporiť oživenie aj v rozvíjajúcich sa krajinách. Ten by však mal byť v porovnaní s minulosťou miernejší aj vzhľadom na obmedzenia (najmä v Číne) zo strany štruktúrnych faktorov. Kompozitný indikátor ekonomickej dôvery (Composite Leading Indicator) sa

v priebehu 2. štvrtroka opäť mierne posilnil vo väčšine najvýznamnejších ekonomik OECD, ale v niektorých veľkých rozvíjajúcich sa ekonomikách poukazuje na stabilizáciu alebo zmiernenie rastu.

### EKONOMIKA EUROZÓNY PO ŠIESTICH ŠTVRTROKoch POKLESU V 2. ŠTVRTROKU 2013 VZRÁSTLA.

Ekonomika eurozóny zaznamenala v 2. štvrtroku oživenie po šiestich štvrtrokoch poklesu. Hrubý domáci produkt vzrástol o 0,3 %, keď v predchádzajúcom štvrtroku poklesol o 0,2 %. Rast ekonomiky bol ťahaný oživením domáceho dopytu, ale aj čistým exportom. Najväčšia ekonomika eurozóny - Nemecko - po stagnácii v 1. štvrtroku vzrástla v 2. štvrtroku o 0,7 %. Pomerne vysoká dynamika rastu však bola čiastočne ovplyvnená „dobiehaním“ tuhej zimy v stavebníctve a v ďalších štvrtrokoch nemožno tento vplyv očakávať. Okrem pomerne dynamického rastu v Nemecku sa spomedzi veľkých ekonomik zvýšil reálny produkt aj vo Francúzsku. Naopak, hospodárstvo Talianska, Holandska a Španielska naďalej klesalo, avšak miernejším tempom ako v predchádzajúcom štvrtroku. Spomedzi ekonomik postihnutých výraznejšie dlhovou krízou zaznamenalo pomerne dynamický rast Portugalsko. Ekonomický sentiment v podnikateľskej sfére i nálady spotrebiteľov v eurozóne sa postupne zlepšujú. Viaceré predstihové indikátory naznačujú pokračovanie mierneho ekonomického rastu aj v 2. polroku. Výraznejšie oživovanie je však naďalej limitované neistotou ohľadne situácie okolo dlhovej krízy a zatiaľ slabou situáciou na trhu práce, ktorá predstavuje prekážku pre silnejší rast spotrebiteľského dopytu.

### PO ŠIESTICH ŠTVRTROKoch POKLESU SA OŽIVILA AJ ČESKÁ EKONOMIKA.

V 2. štvrtroku sa zastavil dlhodobejší pokles českej ekonomiky, nášho významného obchodného partnera, keď hrubý domáci produkt medzištvrtročne vzrástol o 0,6 %. K oživeniu ekonomiky prispel čistý export pri výraznejšom oživení exportov i importov. Ostatné zložky pôsobili tlmiačo, pričom spotreba domácností po výraznom raste v 1. štvrtroku 2013 opäť poklesla.

### POKRAČOVANIE MIERNEHO RASTU SLOVENSKEJ EKONOMIKY V DÔSLEDKU NÁRASTU EXPORTNEJ VÝKONNOSTI.

Pozitívny vývoj v eurozóne a v ostatných krajinách EÚ (najmä v Českej republike) podporil rast slovenskej ekonomiky. Tempo rastu našej ekonomiky<sup>1</sup> sa od posledného štvrťroka 2012 nepatrne zrýchľuje. V 2. štvrťroku 2013 dosiahlo 0,3 % medzikvartálne, čo bolo viac ako sa očakávalo v predchádzajúcej predikcii. Rozdiel pramenil najmä z lepšieho vývoja a skoršieho, hoci zatiaľ len krehkého, oživenia v eurozóne. Rast ekonomiky bol tvorený najmä vývozom. Opätovne sa obnovil rast vývozu do krajín eurozóny a krajín aj mimo eurozónu, keď sa k rastu vývozu tovarov pridal aj export služieb. Napriek relatívne slabému dopytu sa nášmu vývozu darilo získavať tržobný podiel. V nominálnom vyjadrení sa zvýšil prebytok zahraničného obchodu na historicky najvyššiu úroveň. K lepšiemu externému dopytu sa pridal v 2. štvrťroku po piatich štvrťrokoch poklesu pozitívny domáci dopyt, čo podporilo rast dovozov po dvoch štvrťrokoch ich poklesu. Priaznivý vývoj domáceho dopytu bol čiastočne tlmený vyskladňovaním zásob.

### ZASTAVENIE PREPADU INVESTIČNÉHO DOPYTU.

Prepad investícií z 1. štvrťroka 2013 sa v 2. štvrťroku zastavil. Rast investícií dosiahol v reálnom vyjadrení po sezónnom očistení 1,7 % medzikvartálne. Na investičnú činnosť firiem stále negatívne vplývala neistota a mierne prísnejšie úverové podmienky. Úverovanie podnikov sa stále neobnovilo. V porovnaní s očakávaniami bol vývoj investičného dopytu za celý 1. polrok 2013 horší a čiastočne to bolo spôsobené nahodnotením očakávanej investície v automobilovom priemysle v tomto roku, ktorá sa zatiaľ neprejavila v investíciách v plánovanom objeme. Výrazne tlmiaci vplyv na investície však mala v dôsledku konsolidácie verejná správa.

Výraznejšej obnove investičnej aktivity by malo predchádzať zlepšenie sentimentu a nárast príjmov v oboch sektoroch. Zlepšenie hospodárenia firiem a nárast platov sú základným predpokladom obnovy investičnej aktivity v ekonomike. Následne sa vytvorí priestor pre

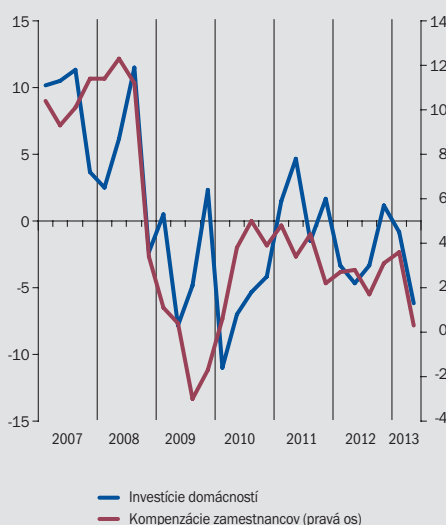
**Graf 1 Vývoj investícií a dlhodobých úverov  
(medziročné zmeny v %)**



Zdroj: ŠÚ SR.

rast cien aktív (a teda kolaterálu, ktorý je dôležitý najmä pre nefinančné spoločnosti), čo môže podporiť úverovanie predovšetkým podnikov. Menová politika naďalej pomáha ekonomike cez kanál úrokových sadzieb, ktoré sú predovšetkým pre firmy na pomerne nízkych úrovniach.

**Graf 2 Vývoj investícií a príjmov domácností  
(medziročný rast v %)**

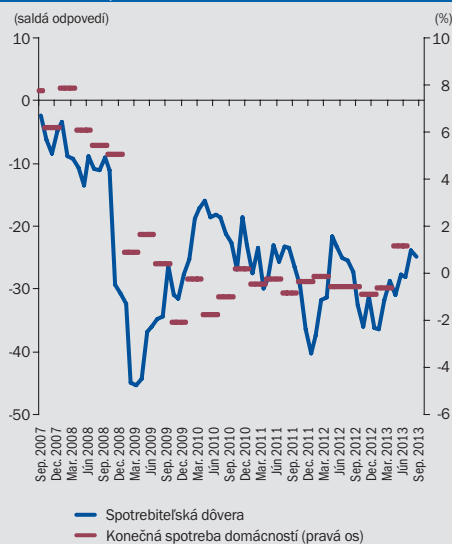


Zdroj: ŠÚ SR.

<sup>1</sup> Štruktúra rastu ekonomiky nebola pri vypracovaní júnovej predikcie k dispozícii. Pracovalo sa tak len s rýchlym odhadom za 1. štvrťrok 2013. V aktuálnej predikcii je z tohto dôvodu uvádzaný vývoj za prvé dva štvrťroky 2013.

**Graf 3 Vývoj investícií a príjmov nefinančných spoločností (medziročný rast v %)**


Zdroj: ŠÚ SR.

**Graf 4 Nálady spotrebiteľov a súkromná spotreba (saldá odpovedí, reálny medziročný rast v %)**


Zdroj: ŠÚ SR a Európska komisia.

### OŽIVENIE SÚKROMNEJ SPOTREBY.

Súkromná spotreba sa po dlhšom čase opätovne obnovila, keď medzikvartálne vzrástla v oboch štvrtrokoch 1. polroka 2013. V 2. štvrtroku dokonca zrýchlila tempo rastu medzikvartálne na 1,1 %. Čiastočne to bolo spôsobené cenovým vývojom. Najmä ak sa pozrieme na štruktúru rastu spotreby domácností. Najvýraznejšie k rastu spotreby prispeli potraviny a nápoje, ktorých cenový vývoj bol priaznivejší ako v predchádzajúcom období. Výdavky domácností vzrástli tiež v službách (reštaurácie a hotely, doprava, komunikácie). K pozitívnemu vývoju však prispel okrem cenového vývoja aj rast disponibilného príjmu domácností a celkové zlepšenie dôvery. Tá sa prejavila najmä v hodnotení očakávanej finančnej situácie domácností, aj keď očakávania ohľadne nezamestnanosti zostali pomerne pesimistické. Rast disponibilného príjmu bol do veľkej miery tvorený zvýšením hrubého zmiešaného dôchodku (tzn. príjmov živnostníkov) a čiastočne aj príjmov z práce zo zahraničia. Nárast pracovných príjmov zamestnancov sa mierne spomalil. Domácnosti vyššie spotrebné výdavky čiastočne tiež satarovali z úspor.

**Graf 5 Očakávania domácností (saldá odpovedí)**


Zdroj: Európska komisia.

### VLÁDE RÁSTLI V 1. POLROKU VÝDAVKY.

Konečná spotreba verejnej správy mierne vzrástla v oboch štvrtrokoch 2013 a prispela tak nepatrne k rastu ekonomiky. Na jednej strane sa

znižovali výdavky na medzispotrebu, na strane druhej však rástli kompenzácie na zamestnanca a naturálne sociálne dávky.

#### KREHKÉ OŽIVENIE POKRAČUJE.

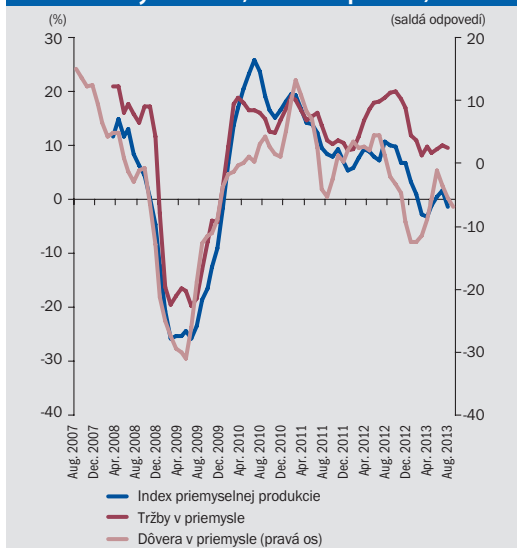
Aktuálne údaje z 3. štvrťroka 2013 (za júl a august) naznačujú pokračovanie krehkého oživenia. Tempo rastu tržieb v priemysle zostalo na úrovniach z predchádzajúcich mesiacov (približne 2,5 % medziročne). Aj keď priemyselná výroba a export mierne poklesli, nemalo by to predstavovať negatívny signál, nakoľko bol za tým pravdepodobne posun dovolení v automobilovom priemysle. Augustový pokles dôvery v priemysle na Slovensku vyplynul zo zlého hodnotenia súčasného dopytu. Hodnotenie budúceho vývoja, ako relevantnejšieho indikátora pre predikciu, sa mierne zlepšilo. Indikátory súkromnej spotreby naznačujú pokračovanie pozitívneho trendu z 2. štvrťroka.

#### POKRAČOVANIE NEGATÍVNEHO VÝVOJA NA TRHU PRÁCE.

Na trhu práce došlo v priebehu 2. štvrťroka k ďalšiemu prehĺbeniu negatívneho vývoja. Zamestnanosť poklesla o 0,4 % na medzikvartálnej báze. Bolo to viac, ako sa čakalo v predchádzajúcej predikcii. Mesačné štatistiky síce indikovali stabilizáciu zamestnanosti, avšak štvrťročné údaje odhalili nepriaznivý vývoj v malých podnikoch a u živnostníkov. Títo podnikatelia sú slabšie pokrytí mesačným zisťovaním. Hoci sa domáci dopyt mierne oživil, neprejavilo sa to v zamestnanosti v odvetviach naň naviazaných. V 2. štvrťroku totiž poklesol počet zamestnancov tak v obchode, ako aj v službách. Štvrťročné štatistiky naznačili aj pozitívnejšie tendencie, keď sa zastavil prepád zamestnanosti v priemysle. Mesačné dáta za júl indikujú pokračujúcu stabilizáciu zamestnanosti.

Negatívny vývoj zamestnanosti sa premietol do rastu miery nezamestnanosti. Tá napriek tomu dosiahla nepatrne nižšiu úroveň, ako predpokladala predchádzajúca predikcia. V 1. štvrťroku bola miera nezamestnanosti čiastočne ovplyvnená vyšším počtom ľudí umiestnených na aktívnych prácach a odchodom do zahraničia s následným efektom aj do 2. štvrťroka. Nepatrný nárast miery nezamestnanosti ovplyvnil v 2. štvrťroku na jednej strane pokles zamestnanosti (s vplyvom približne 1 000 nezamestnaných osôb podľa VZPS) a na strane druhej pokles ekonomicky aktívneho obyvateľstva. Zvýšil sa totiž počet osôb, ktorí odišli do dôchodku alebo na rodičovské dovolenky. Z mesačných údajov o miere nezamestnanosti za júl a august vyplýva, že negatívny trend sa zastavil. Počet nezamestnaných aj po očistení o sezónne faktory a zmenu metodiky (vrátane vyššieho počtu vyradení z iných dôvodov ako nájdenie zamestnania) mierne poklesol. Zvýšil sa aj počet voľných pracovných miest, čo malo pozitívny dopad na odlev uchádzačov o zamestnanie.

**Graf 6 Aktuálny vývoj predstihových indikátorov (3-mesačné kľzavé priemery, medziročný rast v %, saldá odpovedí)**

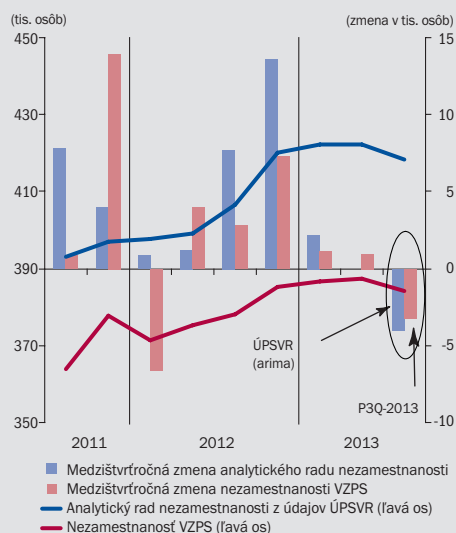


Zdroj: ŠÚ SR a Európska komisia.



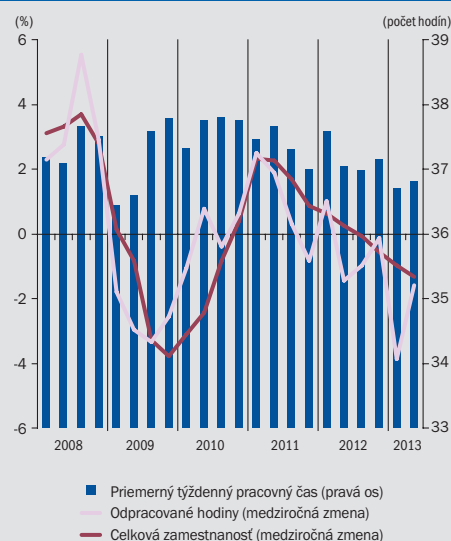
**Box 1**
**ANALYTICKÝ ČASOVÝ RAD MIERY NEZAMESTNANOSTI Z ÚDAJOV ÚPSVR**

Cieľom analytického časového radu nezamestnanosti je zachytiť takú zmenu v celkovom počte uchádzačov o zamestnanie, ktorá má potenciál vysvetľovať zmenu počtu nezamestnaných podľa metodiky VZPS, resp. generovaných prevažne ekonomikou. Analytický časový rad nezamestnanosti vychádza zo štatistiky ÚPSVR o celkovom počte uchádzačov o zamestnanie. V období do júna 2013 (vrátane) sú tieto dva časové rady totožné. V júli bol pokles celkovej nezamestnanosti ÚPSVR na účely analytického časového radu zmiernený o 2 tis. osôb a v auguste o 3 tis. osôb, čo predstavuje odhad NBS o vplyve mimořadného odlevu z evidencie z iných dôvodov ako nájdenie si zamestnanie na vykázanej nezamestnanosti. Septembrová nezamestnanosť bola prognózovaná na základe ARIMA modelu. Analytický rad je podporným indikátorom prognózy miery nezamestnanosti VZPS, ktorá je založená na odhade vývoja zamestnanosti a jej interakcie s demografickým vývojom a ekonomickou aktívnou obyvateľstvom.

**Graf A Analytický časový rad nezamestnanosti (tis. osôb, s. o.)**


Zdroj: ŠÚ SR, ÚPSVR a výpočty NBS.

V mzdovom vývoji bolo zaznamenané zrýchlenie tempa rastu priemernej mzdy na zamestnanca, čo ovplyvnil okrem štandardného rastu vyjednaných miezd aj presun odmien z dohôd na pracovné zmluvy. Mzdy rástli rýchlejšie v porovnaní s predchádzajúcou predikciou, avšak bez dopadu na rast celkových kompenzácií zamestnancom či disponibilný príjem. Takže nebol to fundamentálne opodstatnený rast, ktorý by sa premietol do zmeny spotrebného správania domácností, nakoľko išlo o presun medzi rôznymi druhmi príjmov (celkový efekt presunu odmien z dohôd na pracovné zmluvy do rastu miezd mohol dosiahnuť až 1 percentuálny bod). V dôsledku poklesu počtu zamestnancov došlo v ekonomike k nárastu počtu odpracovaných hodín. Keďže ekonomika (produktivita práce) rástla, poklesli jednotkové náklady práce, čo spolu s podhodnotením reálneho kurzu mohlo podporovať exportnú výkonnosť.

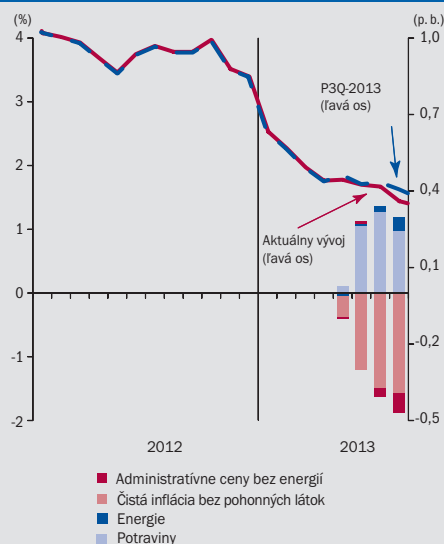
**Graf 7 Aktuálny vývoj ukazovateľov na trhu práce (medziročná zmena v %, počet hodín)**


Zdroj: ŠÚ SR.

### SPOMALOVANIE INFLÁCIE POKRAČUJE.

Dezinflačný proces v posledných mesiacoch bol mierne rýchlejší, ako sa predpokladalo v minulej predikcii. Na jednej strane rástli ceny potravín mierne rýchlejšie v porovnaní s odhadmi. Ceny agrokomodít sa stabilizovali, no rast niektorých cien nespracovaných potravín bol rýchlejší ako predpoklady. Na strane druhej pomalší rast bol zaznamenaný v čistej inflácii bez pohonných látok. Ten bol však do veľkej miery ovplyvnený zrušením poplatku za vedenie úverového účtu s dopadom na infláciu -0,2 percentuálneho bodu. Nízky rast cien bol determinovaný najmä poklesom dovozných a výrobných cien. Krehké oživenie spotrebiteľského dopytu sa zatiaľ neprejavilo vo výraznejšom náraste cien tovarov ani služieb.

**Graf 8 Vývoj inflácie (medziročné zmeny v %, príspevky v p. b.)**



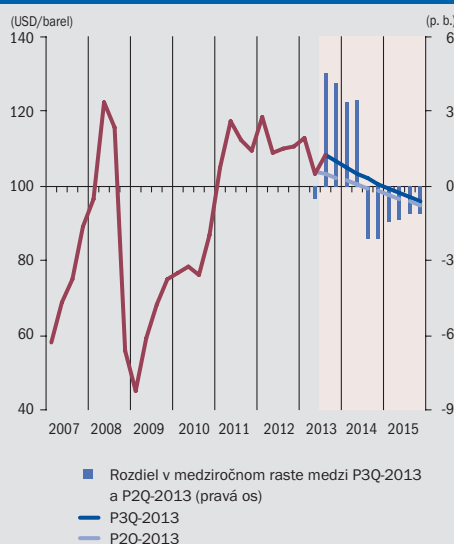
Zdroj: ŠÚ SR a predikcia NBS.

## 3 TECHNICKÉ PREDPOKLADY<sup>2</sup>

Od zverejnenia poslednej prognózy **výmenný kurz** eura voči americkému doláru nezaznamenal výrazné výkyvy. Od začiatku júna osciloval okolo úrovne 1,31. Tento vývoj vo veľkej miere odrážal nálady na finančných trhoch, ako aj vývoj ekonomických ukazovateľov v eurozóne a v USA. Aktuálna prognóza predpokladá v roku 2013 priemernú úroveň kurzu 1,32 USD/EUR a v roku 2014 a 2015 úroveň 1,33 USD/EUR<sup>3</sup>.

Cena ropy bola v 2. štvrtroku 2013 relatívne stabilná, keď oscilovala v pásme 98 – 110 USD/barel a jej priemerná úroveň v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom poklesla takmer o 9 %. Na začiatku štvrtroka došlo k poklesu cien ropy najmä v dôsledku zníženia odhadu dopytu po ropu a k zvýšeniu odhadu produkcie v Severnej Amerike. Nárast geopolitického napätia v niektorých krajinách sa však premietol do postupného rastu cien ropy v júli a auguste. Prognóza predpokladá v roku 2013 cenu ropy na úrovni 107,8 USD/barel, v roku 2014 pokles na 102,8 USD/barel a v roku 2015 opäť pokles na 97,6 USD/barel. V eurovom vyjadrení by mala cena ropy dosiahnuť 81,7 EUR/barel v roku 2013, v roku 2014 úroveň 77,4 EUR/barel a 73,5 EUR/barel v roku 2015.

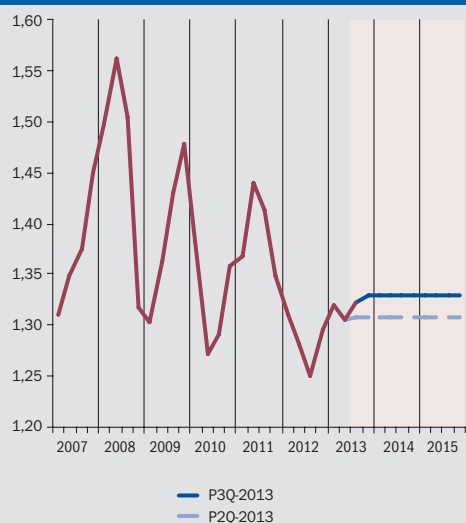
Graf 10 Cena ropy Brent v USD/barel



Zdroj: NBS a ECB.

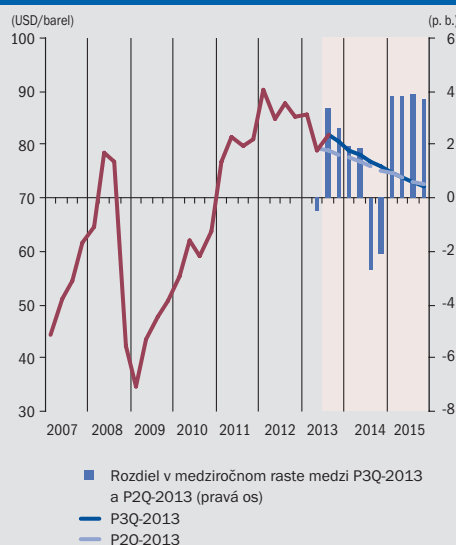
Ceny **neenergetických komodít** v 2. štvrtroku 2013 poklesli, najmä v dôsledku zníženia cien kovov, ktoré súviselo s nižším dopytom. Prognóza predpokladá v roku 2013 pokles neenergetických

Graf 9 Výmenný kurz USD/EUR



Zdroj: NBS a ECB.

Graf 11 Cena ropy Brent v EUR/barel

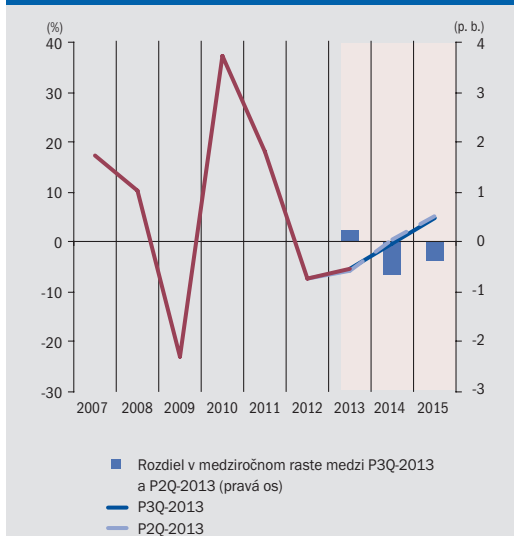


Zdroj: NBS a ECB.

- 2 Technické predpoklady strednodobej prognózy vychádzajú z „Makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu“ zo septembra 2013 s dátumom uzávierky 15. augusta 2013.
- 3 Prognóza v celom horizonte predpokladá, že bilaterálny výmenný kurz USD/EUR zostane nezmenený na úrovni priemeru za desať pracovných dní končiacich dňom uzávierky.



**Graf 12 Ceny neenergetických surovín  
(medziročná zmena v %)**



Zdroj: NBS a ECB.

komodít o 5,4 % a v roku 2014 o 0,1 %. Následne v roku 2015 by mali vzrásť o 4,8 %.

Priemerná úroveň **krátkodobých úrokových sadzieb**<sup>4</sup> (3-mesačný EURIBOR) by mala dosiahnuť 0,2 % v roku 2013, 0,5 % v roku 2014 a 0,8 % v roku 2015.

<sup>4</sup> Technické predpoklady týkajúce sa vývoja úrokových sadzieb a cien komodít sú založené na očakávaníach trhu s dátumom uzávierky 15. augusta 2013. Predpoklad týkajúci sa krátkodobých úrokových sadzieb je výhradne technickej povahy.



## 4 PROGNOZA EXTERNÉHO PROSTREDIA<sup>5</sup>

**Globálna ekonomika** v roku 2012 vzrástla o 3,2 % a v roku 2013 by sa jej rast mal mierne spomaliť na 2,8 %. Akceleráciu globálneho ekonomického rastu možno očakávať až v roku 2014 na 3,6 % a v roku 2015 na 3,8 %. Rizikom pre vývoj globálnej ekonomiky smerom nahor môže byť silnejší impulz v dôsledku zlepšených finančných podmienok a rýchlejší rast dôvery v americkú ekonomiku. Smerom nadol výraznejšie riziko predstavuje opätovný nárast napätia v súvislosti s dlhovou krízou v eurozóne, fiškálne riziko v niektorých rozvinutých ekonomikách, neistota ohľadom vývoja menovej politiky v niektorých krajinách. Rizikom je aj výraznejšie ako očakávané spomalenie rastu v rozvíjajúcich sa ekonomikách a geopolitické napätie v niektorých regiónoch sveta.

**Rast HDP eurozóny** by sa mal v dôsledku vyprchania dočasných faktorov (dobiehanie vplyvu studeného počasia) v 3. štvrtroku mierne spomaliť. Hospodársku aktivitu by mal v horizonte prognózy priaznivo ovplyvňovať postupne silnejúci zahraničný dopyt. V krátkodobom horizonte by mal domáci dopyt profitovať zo zníženia rastu cien komodít, čo by malo podporiť reálne príjmy. Súčasne by mala akomodatívna menová politika ECB podporená „forward guidance“, spolu so silnejúcou dôverou a poklesom neistoty, stimulovať oživenie domáceho dopytu. Následne by mal domáci dopyt profitovať z menej restriktívnej fiškálnej politiky a z postupného uvoľňovania obmedzení na strane ponuky úverov. Avšak obmedzenia pre domáci dopyt vyplývajúce z pretrvávajúcej nepriaznivej situácie na trhu práce, ako aj pokračujúcej nápravy bilancií (deleveraging) v niektorých krajinách, sa budú znižovať len postupne. Ekonomické oživenie tak bude relatívne pomalé. V roku 2013 sa očakáva pokles HDP o 0,4 %, čo do značnej miery odráža prenos (carry-over) výraznejšieho prepadu ekonomiky zo záveru roka 2012 a začiatku roka 2013. V roku 2014 by hospodárstvo eurozóny malo vzrásť o 1,0 %.<sup>6</sup>

Priemerná **inflácia v eurozóne** meraná HICP by sa mala v horizonte prognózy postupne znížiť

vať z 1,5 % v roku 2013 na 1,3 % v roku 2014<sup>7</sup>. Pokles inflácie v roku 2013 by mal byť ovplyvnený výrazným poklesom dynamiky cien energií z vysokých úrovní v roku 2012. Zníženie inflácie cien energií čiastočne odráža pokles cien ropy, ako aj apreciaciu eura v priebehu posledného roka a tiež bázický efekt rastu cien ropy v minulosti. Následne by mali ceny energií v horizonte prognózy klesnúť v dôsledku predpokladaného vývoja cien ropy. Príspevok energií k celkovej HICP inflácii by mal byť zanedbateľný a tak výrazne nižší v porovnaní s históriou, čo čiastočne vysvetľuje relatívne nízku predikciu celkovej inflácie. Ceny potravín by mali podľa očakávaní mierne klesnúť v dôsledku bázického efektu, ako aj v dôsledku očakávaného poklesu cien potravín v medzinárodnom aj v európskom meradle. Vzhľadom na mierne oživenie hospodárskej aktivity a rast externých tlakov na ceny by mala v roku 2014 HICP inflácia bez potravín a energií mierne vzrásť.

V rámci domácich cenových tlakov by mal byť, v dôsledku slabého trhu práce, medziročný rast kompenzácií na zamestnanca v horizonte prognózy umiernený. Po zohľadnení očakávanej inflácie by sa mal rast reálnych kompenzácií na zamestnanca v horizonte prognózy zrýchliť. Rast jednotkových nákladov práce by sa mal v rokoch 2013 a 2014 spomaliť v dôsledku cyklického rastu produktivity. Ziskové marže by mali v roku 2013 stagnovať v dôsledku slabšej domácej ekonomickej aktivity. Následne by nižší rast jednotkových nákladov práce a postupné zlepšovanie ekonomických podmienok malo podporiť vývoj ziskových marží. Rast administratívnych cien a nepriamych daní zahrnutých v plánoch fiškálnej konsolidácie by mal výrazne prispieť k cenovému rastu v rokoch 2013 a 2014, avšak v menšej miere ako v roku 2012.

V roku 2012 sa rast **dynamiky globálneho obchodu** spomalil na 3,0 % oproti 6,2 % v roku 2011. V roku 2013 by tempo rastu globálneho obchodu malo zotrvať na rovnakej úrovni a výraznejšie zrýchlenie by malo zaznamenať až v roku 2014 na 5,2 %. Mierne zrýchlenie na

<sup>5</sup> Predpoklady vývoja medzinárodnej ekonomiky vychádzajú z „Makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu“ zo septembra 2013 a sú založené na údajoch dostupných k 23. augustu 2013.

<sup>6</sup> Uvádzané hodnoty odhadu rastu HDP predstavujú stredy intervalov. V roku 2013 predpokladá prognóza Eurosystemu rast HDP v intervale -0,6 až -0,2 % a v roku 2014 v intervale 0,0 až 2,0 %. V predikcii na rok 2014 je zahrnuté aj Lotyšsko.

<sup>7</sup> Uvádzané hodnoty odhadu HICP predstavujú stredy intervalov. V roku 2013 predpokladá prognóza Eurosystemu HICP medzi 1,4 % až 1,6 % a v roku 2014 medzi 0,7 % až 1,9 %. V predikcii na rok 2014 je zahrnuté aj Lotyšsko.



6,1 % možno očakávať aj v roku 2015. Rast **exportných trhov Slovenska** sa v roku 2012 výraznejšie spomalil a jeho mierny rast na úrovni 0,9 % by mal pokračovať aj v roku 2013. V súla-

de s oživovaním globálneho obchodu by sa postupne mal posilniť aj rast slovenských exportných trhov na 4,4 % v roku 2014 a 5,3 % v roku 2015.

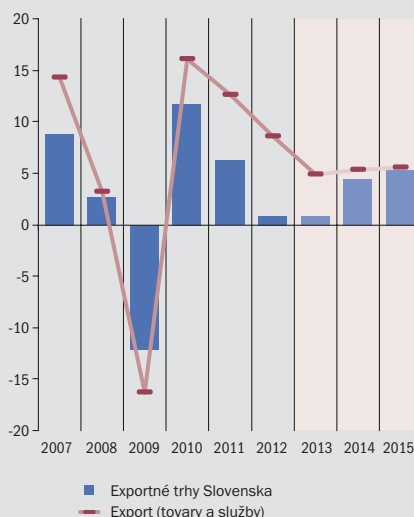
## 5 MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCIA SR

### 5.1 EKONOMICKÝ RAST

#### POSTUPNÁ AKCELERÁCIA DOPYTU PO NAŠOM EXPORTE.

Dopyt po našich výrobkoch a službách podporil exportnú výkonnosť Slovenska. Aj v 2. štvrtroku rástol vývoz tovarov a služieb výrazne rýchlejšie ako zahraničný dopyt, čo sa premietne do predikcie na tento rok. Takýto vývoj sa však považuje za dočasný efekt aktuálnej štruktúry exportnej produkcie. Na rast exportu a získavanie trhového podielu by mal pozitívne vplývať okrem rastúceho zahraničného dopytu aj umiernený rast nákladov práce a podhodnotený reálny kurz.

**Graf 13 Predikcia zahraničného dopytu a slovenského exportu tovarov a služieb (medziročná zmena v %, stále ceny)**



Zdroj: NBS.

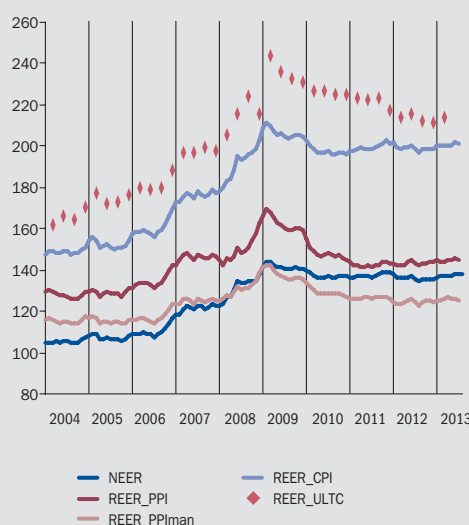
#### Box 2

### POMÁHA EURO SLOVENSKU UDRŽAŤ SI KONKURENCIESCHOPNOSŤ?

Vývoz tovarov a služieb je dlhodobou hlavnou zdrojovou silou výrazne otvorenej slovenskej ekonomiky. Po krátkodobom prepade v roku 2009 pokračuje dynamický rast exportov aj v súčasnosti. Jeho vývoj možno považovať za relatívne pozitívny aj v porovnaní s ostatnými krajinami v regióne, resp. v porovnaní s eurozónou. V období krízy sa slovenský export prepadol najvýraznejšie, avšak následne v rokoch 2010 až po súčasnosť rástol najdynamickejšie. Popri odlišnej odvetvovej špecifikácii jednotlivých krajín môže byť dôvodom relatívne pozitívneho vývoja slovenského exportu pokračujúci prílev zahraničných investícií a inovácií produkcie, ako aj **pôsobenie výmenného kurzu na konkurencieschopnosť ekonomiky.**

Podľa odhadov NBS<sup>8</sup> bol v roku 2009 kurz nadhodnotený (v období krízy meny okolitých krajín depreciovali, zatiaľ čo zavedenie eura v SR znamenalo zafixovanie nominálneho výmen-

**Graf A Vývoj indexov NEER a REER (15 obchodných partnerov, 1993 M1/ Q1=100)**

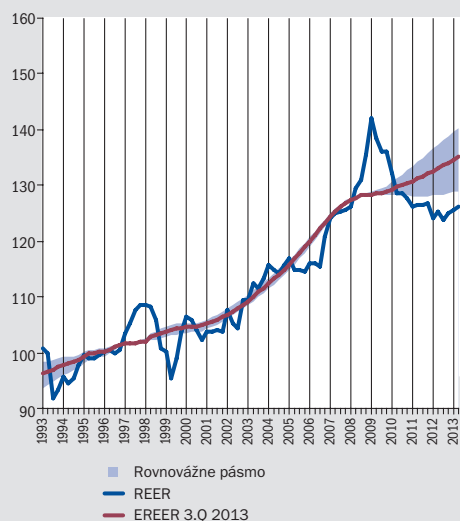


Zdroj: NBS.

Poznámka: + zhodnotenie, - znehodnotenie indexov.

8 Gylánik M. (2012), Odhad rovnovážneho reálneho efektívneho výmenného kurzu pre slovenskú ekonomiku, Odbor menovej politiky, NBS. [http://www.nbs.sk\\_img/Documents/\\_Publikacie/MU/2012/EREER\\_032012.pdf](http://www.nbs.sk_img/Documents/_Publikacie/MU/2012/EREER_032012.pdf)

**Graf B Rovnovážny reálny efektívny výmenný kurz**



Zdroj: NBS.

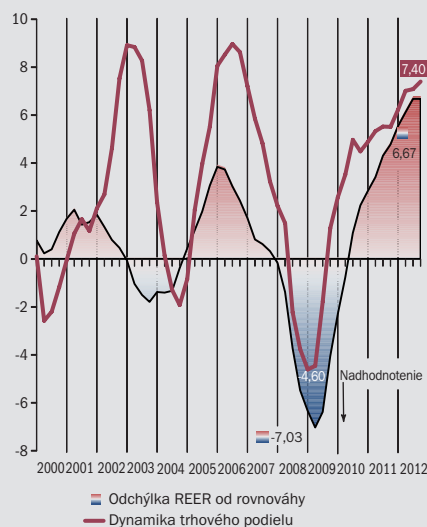
Poznámka: REER – na báze PPI-manufacturing, EREER 3. Q 2013 – zodpovedajúci rovnovážny kurz zo strednodobej predikcie NBS P3Q-2013, + zhodnotenie, – znehodnotenie indexov.

ného kurzu voči krajinám eurozóny). Naopak, v nedávnom období, keď eurozóna, ale aj okolité krajiny zápasili s recesiou, slovenská ekonomika si vďaka stabilnému vývoju efektívneho výmenného kurzu mohla zachovať svoju konkurencieschopnosť v podobe udržiavania si nízkych nákladov. **V súčasnosti sa predpokladá, že kurz je uvoľnený** a môže byť jedným z determinantov pokračujúceho trendu rastu trhových podielov exportu slovenskej ekonomiky.

Porovnanie vývoja trhového podielu SR a odchýlok REER na báze cien priemyselnej

výroby od rovnováhy v rámci strednodobej predikcie P3Q-2013 zobrazuje graf C. **V obdobiach uvoľneného reálneho efektívneho kurzu dochádzalo k nárastu trhového podielu** Slovenska. Uvoľnený reálny výmenný kurz v súčasnosti pri pomerne stabilnom nominálnom efektívnom kurze indikuje, že **výrobcomia sú schopní udržiavať rast svojich cien na konkurencieschopnej úrovni** v porovnaní so zahraničím. **Rastúci trhoví podiel je toho dôkazom a naznačuje dostatočnú konkurencieschopnosť** domácich exportérov.

**Graf C Odchýlky REER (na báze indexu cien priemyselnej výroby) od rovnováhy a medziročný rast trhového podielu (centrované kľzavé priemery za 5 kvartálov, v %)**



Zdroj: NBS.

#### POSTUPNÁ OBNOVA INVESTIČNÉHO DOPYTU.

Investície by mali po prepade v 1. polroku 2013 začať postupne rásť. Ani to však nevykompenzuje výrazný prepad z 1. štvrťroka 2013, ktorý spôsobí pre tento rok prehĺbenie poklesu investícií. V 2. polroku sa očakáva dokončenie investície v automobilovom priemysle, čo by malo podporiť rast investícií. Na základe aktuálnych údajov o vládnych investíciách za 1. polrok sa uvažuje s ich tlmiacim vplyvom v tomto roku

s následnou obnovou v nasledujúcich rokoch. V predikcii sa uvažuje s obnovou investičného dopytu, ktorý by mal odzrkadľovať zníženie neistoty a čiastočne zvýšenú dôveru v stavebníctve. Tá by mala prameniť z predpokladaného obnovenia výstavby infraštruktúry a z mierneho oživenia na trhu nehnuteľností. V 2. štvrťroku sa začalo stavať najviac bytov od roku 2009. V horizonte predikcie by sa tak mal investičný dopyt oživiť a rásť podobným tempom ako celá ekonomika.



**Tabuľka 1 Predikcia tvorby hrubého fixného kapitálu (medziročná zmena v %)**

	2013	2014	2015
Tvorba hrubého fixného kapitálu			
– tvorba spolu	-5,8	0,9	3,2
– očistené o jednorazovú investíciu v automobilovom priemysle	-6,2	3,2	3,2

Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

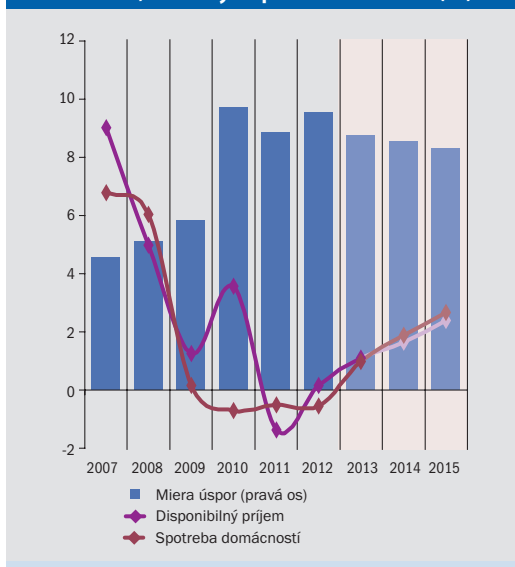
**POKRAČOVANIE OŽIVENIA SÚKROMNEJ SPOTREBY.**

Aktuálny výrazný rast súkromnej spotreby v 2. štvrťroku bol pravdepodobne dočasného charakteru, ktorý sa síce premietne pozitívne do celoročného čísla za rok 2013, ale nepredpokladáme, že súkromná spotreba bude pokračovať v takomto dynamickom vývoji. Tempo rastu by sa malo v 2. polroku 2013 spomaliť, čo by malo reflektovať rast disponibilných príjmov bez využívania úspor. Pokračovanie mierneho rastu súkromnej spotreby naznačujú

mesačné štatistiky za 3. štvrťrok a zlepšujúce sa očakávania. V horizonte predikcie by malo dôjsť k postupnej akcelerácii spotreby v súlade s tým, ako sa budú vyvíjať disponibilné príjmy podporované očakávaným rastom miezd a zamestnanosti. Odloženú spotrebu by si mali domácnosti saturovať čiastočne aj cez pokles miery úspor.

**PREDPOKLAD POKLESU VEREJNÝCH VÝDAVKOV V TOMTO ROKU.**

Po raste reálnych výdavkov v 1. polroku sa očakáva ich výraznejšie obmedzovanie. Za celý rok 2013 by mala reálna spotreba verejnej správy poklesnúť, keďže sa vychádza z predpokladu splnenia záväzku znížiť deficit verejných financií v roku 2013 na 3 % HDP. V predikcii sú zapracované konsolidačné opatrenia pre rok 2013 prijaté v minulom roku. Tie obsahovali zmrazenie miezd s výnimkou pedagogických pracovníkov a pokles medzispotreby. Zmrazenie miezd sa na základe aktuálneho vývoja prehodnotilo a uvažuje sa s ich miernym nominálnym rastom. V ďalších rokoch pracuje predikcia s dodatočnými opatreniami predstavenými v návrhu rozpočtu, ktoré ovplyvnia makroekonomický vývoj<sup>9</sup> a sú v objeme 300 mil. €. Rast reálnych miezd by sa mal obnoviť až v roku 2015. Vzhľadom na to, že v čase zostavovania predikcie neboli k dispozícii dostatočne špecifikované opatrenia, predpokladá sa postupné zmierňovanie dodatočného konsolidačného úsilia.

**Graf 14 Vývoj príjmov, spotreby (medziročná zmena v %) a miery úspor domácností (%)**


Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

**Tabuľka 2 Predikcia verejnej spotreby a verejných investícií (medziročná zmena v %)**

	2012	2013	2014	2015
Konečná spotreba verejnej správy (s. c.)	-0,6	-0,3	-0,4	1,4
Vládne investície (s. c.)	-14,3	-24,2	-7,4	8,4
Príspevok vládnej spotreby a vládnych investícií do rastu HDP	-0,4	-0,5	-0,2	0,3

Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

<sup>9</sup> Predstavené konsolidačné opatrenia obsahovali vyšší objem, avšak pri vypracovaní predikcie sa uvažovalo s dopadom do reálnej ekonomiky s objemom 300 mil. €. Aktuálna predikcia očakáva prijatie ďalších opatrení (odpredaj núdzových zásob ropy, mimoriadne dividendy, príjem z digitálnej dividendy a pod., avšak tieto opatrenia by nemali ovplyvniť rast ekonomiky.

### DOVOZY BY MALI RÁŠŤ V SÚLADE S OŽIVENÍM DOMÁCEHO DOPYTU.

V súvislosti s rastom domáceho dopytu a exportu sa zvýšil dovoz. Opätovne však bolo pozorované zníženie dovoznej náročnosti. Predpokladá sa, že išlo o len o krátkodobý efekt z dôvodu odchodu dodávateľov, najmä v elektrotechnickom priemysle. Preto v nasledujúcich dvoch štvrtrokoch by mal rásť dovoz rýchlejšie ako vývoz. Dovozná náročnosť by sa tak mala začiatkom roku 2014 dostať na úroveň konca roku 2012. V horizonte predikcie sa uvažuje so stabilným rastom dovozov, ktorý by mal reflektovať rast vývozu a oživovanie domáceho dopytu. Cenový vývoj v zahraničnom obchode nepredstavuje pokles konkurencieschopnosti. Očakávaný vyšší rast cien vývozu ako dovozu je ovplyvnený do veľkej miery poklesom cien ropy, ktorý tlmí výraznejší rast cien dovozov. V nominálnom vyjadrení teda cenový vývoj prispieva k zvyšujúcemu sa prebytku obchodnej bilancie.

### POSTUPNÉ ZRÝCHĽOVANIE RASTU EKONOMIKY V STREDNODOBOM HORIZONTE.

Rast ekonomiky v roku 2013 by mal byť založený najmä na exportnej výkonnosti. Príspevok domácej časti ekonomiky by mal byť napriek pozitívnym náznakom v 2. štvrtroku záporný.

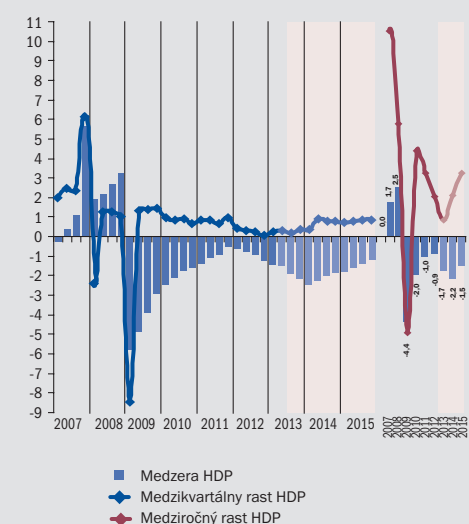
Predpoklad rastúceho zahraničného dopytu v strednodobom horizonte by mal podporiť ďalšie zvyšovanie vývozu, čo by malo predstavovať pozitívny impulz aj pre domáci dopyt. Postupne by sa mal pridať k zdroju rastu aj domáci dopyt. **Ekonomika by mala v roku 2013 vzrásť o 0,9 %, s postupným zrýchľovaním na 2,1 % v roku 2014 a na 3,2 % v roku 2015.** Aktuálne lepší vývoj ekonomiky mierne zlepšil cyklickú pozíciu, avšak bez vplyvu na infláciu. Naďalej sa predpokladá fungovanie ekonomiky pod svojim potenciálom. Produkčná medzera sa v roku 2014 ešte mierne prehĺbi v dôsledku pomalého rastu investícií a fiškálnej konsolidácie a uzatvárať sa tak začne v roku 2015, keď sa zrýchli rast tak zahraničného, ako aj domáceho dopytu. Ešte aj v tomto roku však ostane produkčná medzera výraznejšie záporná.

## 5.2 TRH PRÁCE

### PREDPOKLAD STABILIZÁCIE NA TRHU PRÁCE.

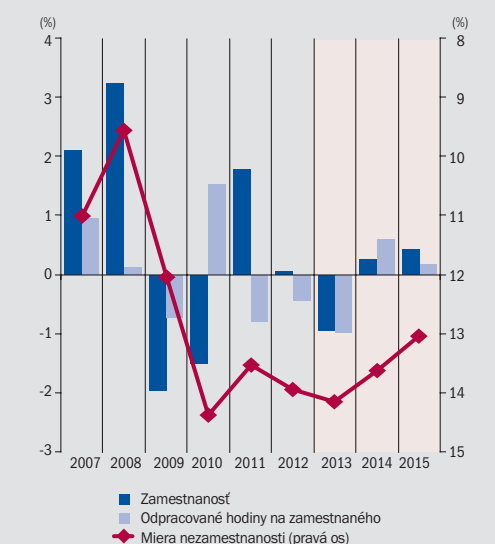
Na trhu práce prevládali počas celého 1. polroka negatívne tendencie. Zamestnanosť výraznejšie poklesla, čo sa mechanickým prepočtom premietne aj do celoročného čísla (-1 %) za rok 2013. V 2. polroku 2013 však už nepredpokladáme ďalšie zhoršovanie, ale naopak stabilizáciu

Graf 15 Vývoj HDP a produkčnej medzery (%)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Graf 16 Vývoj zamestnanosti, odpracovaných hodín (medziročná zmena v %) a miery nezamestnanosti (%)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

zamestnanosti na medzikvartálnej báze. Naznačujú to očakávania zamestnávateľov vo väčšine odvetví pre nasledujúce mesiace, ako aj mierny pokles mesačnej nezamestnanosti v júli a auguste. Postupne s akceleráciou ekonomiky by sa mali začať vytvárať nové pracovné miesta a očakáva sa mierny nárast zamestnanosti v rokoch 2014 a 2015. Miera nezamestnanosti však naďalej zostane na relatívne vysokých úrovniach a ku koncu horizontu predikcie sa zníži k 13 %. Rast produktivity práce v horizonte predikcie by mal byť zabezpečený zvýšením odpracovaných hodín na zamestnanca. Aj keď postupne so zlepšením výhľadov by sa mala zvyšovať zamestnanosť a počet odpracovaných hodín na zamestnanca by mal rásť pomalšie.

### 5.3 NÁKLADY PRÁCE A CENOVÝ VÝVOJ

#### UMIERNENÝ RAST NÁKLADOV PRÁCE.

Jednotkové náklady práce by mali rásť približne 1 % v celom horizonte predikcie. Pre tento rok sú náklady práce ovplyvnené zvýšením daňovo-odvodového zaťaženia. Predpokladá sa však, že firmy si pokryjú zvýšené náklady cez vyšší

rast produktivity práce alebo prostredníctvom rozpustenia časti naakumulovanej produktivity práce z predchádzajúceho obdobia. Z tohto dôvodu sa neočakáva výraznejší dopad do cenovej hladiny.

#### SPOMALENIE INFLÁCIE EŠTE AJ V ROKU 2014 S NÁSLEDNÝM ZRÝCHLENÍM V ROKU 2015.

Inflácia odzrkadľuje stále cyklickú pozíciu ekonomiky a stabilizáciu cien komodít ako nákladový faktor. Znižovanie inflácie je spôsobené slabým spotrebiteľským dopytom a tento faktor by mal pôsobiť ešte aj v horizonte predikcie. Klesajúce výrobné ceny a ceny dovozov sa prejavujú v nízkej inflácii priemyselných tovarov bez energií. Pokračovanie tohto vývoja sa predpokladá v krátkodobom horizonte. S oživením zahraničného a domáceho dopytu by malo dôjsť aj k miernemu zrýchleniu cien priemyselných tovarov. Ceny energií by mali v celom horizonte predikcie klesať. V cenách služieb by sa mali prejavovať len nákladové faktory, keďže rast ich cien by mal byť tlmený pomalým rastom spotrebiteľského dopytu. Ceny potravín by mali rásť stabilným tempom približne 3 % a mali by reflektovať vývoj technických predpokladov o veľkoobchodných cenách farmárskych produktov.

Tabuľka 3 Jednotkové náklady práce (medziročný rast v %)

	2012	2013	2014	2015
Nominálne kompenzácie, ESA	2,0	2,9	3,0	3,8
Reálna produktivita	2,0	1,8	1,8	2,8
Jednotkové náklady práce	0,1	1,0	1,0	1,2

Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

Poznámka: Deflované deflátorom súkromnej spotreby.

Tabuľka 4 Mzdy (medziročný rast v %)

	2012	2013	2014	2015
Celá ekonomika, nominálne	2,5	2,6	2,8	3,8
Celá ekonomika, reálne	-1,1	1,1	1,3	2,0
Verejná správa, školstvo, zdravotníctvo, nominálne	3,5	2,6	2,9	2,9
Verejná správa, školstvo, zdravotníctvo, reálne	-0,2	1,0	1,4	1,0
Súkromný sektor, nominálne	2,2	2,7	2,7	4,1
Súkromný sektor, reálne	-1,3	1,1	1,3	2,3

Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

Poznámka: Deflované CPI. Rast nominálnych miezd vo verejnom sektore (ESA S.13) sa očakáva na úrovni 0,8 % v roku 2013, 0,3 % v roku 2014 a 2,6 % v roku 2015.



## 6 RIZIKÁ PROGNÓZY

V aktuálnej strednodobej prognóze sú riziká v reálnej ekonomike pre rok 2013 a 2014 vybilancované. Najväčším rizikom smerom nadol je vývoj zahraničného dopytu a vplyv dodatočných konsolidačných opatrení na Slovensku, ale aj v zahraničí. Tie by mohli tlmieť výraznejšie oživenie. Pozitívne riziko pre hospodársky rast by mohlo predstavovať výraznejšie čerpanie EÚ fondov v ďalších rokoch, keďže obdobie, dokeď sa môžu čerpať EÚ fondy z terajšej finančnej perspektívy, sa pomaly kráti. Pozitívny efekt by mohla mať najmä rýchlejšia výstavba diaľničnej infraštruktúry. V roku 2015 sú riziká mierne smerom nadol. Dodatočné konsolidačné opatrenia a prípadná aktivácia dlhovej brzdy by mohla tlmieť oživenie. Na trhu práce sa javia riziká vybilancované. Metodické a legislatívne vplyvy zo začiatku roka by nemali predstavovať riziko v zamestnanosti.

V aktuálne zverejnenej prognóze daňových a odvodových príjmov Ministerstva financií boli v po-

rovnani s rozpočtom na rok 2013 identifikované výpadky daňových a odvodových príjmov vo výške 0,8 % HDP a aj v ďalších rokoch sa slabšie plnenie príjmov naďalej prehlbuje.

Mierne odlišné predpoklady NBS v makroekonomickom vývoji v porovnaní s prognózou Ministerstva financií naznačujú možnú nepatrne priaznivejšiu situáciu vo vývoji daňových príjmov. Rozdiel je najmä v súvislosti s predpokladanou silnejšou spotrebou domácností. Výdavkové riziká nie sú špecifikované, nakoľko k ultimatu prognózy rozpočet s konkretizovanými opatreniami nebol schválený.

V inflácii pre rok 2013 nie sú výraznejšie riziká. Pre nasledujúce roky boli identifikované riziká smerom k mierne vyššiemu rastu cien. V roku 2014 a 2015 predstavujú riziko najmä technické predpoklady (najmä cena ropy a dovezená inflácia). V roku 2015 predstavuje riziko smerom k nižšej inflácii zníženie DPH z 20 % na 19 %.

Tabuľka 5 Rozdiely predpokladaných daňových a odvodových príjmov verejných financií SR

P3Q-2013 makro scenár vs. IFP sept. 2013 odhad (mil. EUR)	2013	2014	2015
<b>Celkom</b>	<b>39</b>	<b>93</b>	<b>151</b>
Daň z príjmov fyzických osôb	1	1	6
Daň z príjmov právnických osôb	3	15	24
Daň z pridanej hodnoty	30	65	87
Spotrebné dane	4	9	15
Sociálne a zdravotné poistenie	2	2	19

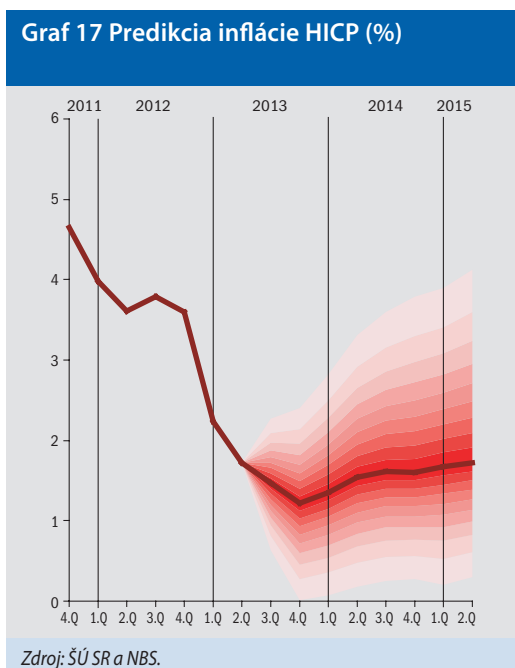
Zdroj: NBS (na základe tzv. IFP kalkulačky).

Poznámka: Výdavkové riziká nie sú špecifikované, vzhľadom na nedostatočnú konkretizáciu výdavkových opatrení konsolidácie v návrhu rozpočtu na rok 2014.

Tabuľka 6 Riziká predikcie

	2013	2014	2015
<b>HDP</b>	↓ Dlhová kríza, konsolidačné opatrenia ↑ Soft indikátory	↓ Konsolidačné opatrenia, dlhová kríza, zahraničný dopyt ↑ EÚ fondy	↓ Zahraničný dopyt, konsolidačné opatrenia, dlhová brzda
<b>Inflácia</b>		↑ Technické predpoklady	↑ Technické predpoklady ↓ Zníženie DPH

Zdroj: NBS.



## 7 POROVNANIE S PREDCHÁDZAJÚCOU PROGNOZOU

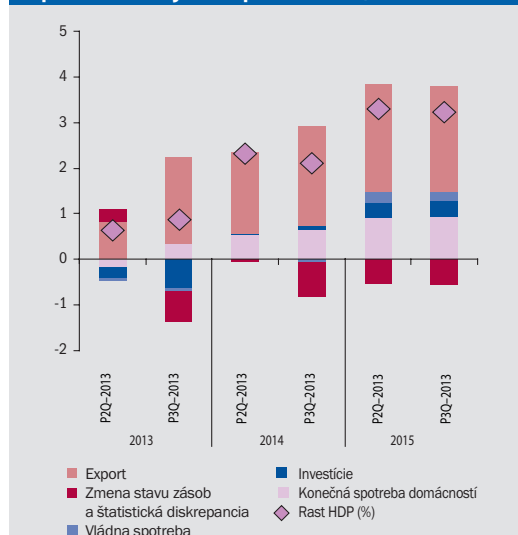
V rámci technických predpokladov sa v porovnaní s predchádzajúcou predikciou mierne znížil rast zahraničného dopytu pre roky 2014 a 2015. V aktuálnej predikcii sa očakáva mierne silnejší kurz. V cenách ropy je rozdiel zanedbateľný. Konsolidačné opatrenia na rok 2013 zostali takmer zachované, pre rok 2014 sa zakomponovali dodatočné opatrenia vyšpecifikované z návrhu rozpočtu verejnej správy, ktoré boli známe ku dňu uzávierky predikcie.

### NAPRIEK AKTUÁLNEMU VÝVOJU SA NEMENÍ POHLAD NA EKONOMIKU V STREDNODOBOM HORIZONTE.

Aktuálny vývoj, t. j. štruktúra rastu ekonomiky za prvé dva štvrtroky 2013, zmenili pohľad na celoročný výhľad pre rok 2013. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou by mal dosiahnuť vyšší príspevok k rastu ekonomiky tak domáci dopyt, ako aj export. Vzhľadom na predpoklad jedno-

razového efektu pozitívneho vývoja, v 2. polroku by sa mala ekonomika vyvíjať v súlade s tým, ako sa čakalo v predchádzajúcej predikcii. Rovnako aj v strednodobom horizonte sa nezmenil pohľad na vývoj ekonomiky. Hlavným zdrojom rastu by mal zostať export, najmä v roku 2013. V ďalších rokoch sa predpokladá pozitívny príspevok aj domáceho dopytu. Vyššia súkromná spotreba v rokoch 2013 a 2014 vychádza len z aktuálne lepšieho vývoja v 2. štvrtroku. Pri investíciách sa predpokladá nepatrne rýchlejšia obnova v 2. polroku, čo sa následne prenesie aj do celoročného rastu v 2014. V zahraničnom obchode sa predpokladá mierne vyšší rast vývozov vplyvom aktuálneho vývoja. Na strane dovozov sa očakáva mierne zrýchlenie tempa rastu v krátkodobom horizonte, čo bude odzrkadľovať návrat dovozných náročností k úrovni z konca roku 2012. Domáci dopyt by mal byť čiastočne tlmený konsolidačnými opatreniami.

**Graf 18 Štruktúra rastu HDP<sup>1)</sup> (medziročný rast v %, príspevky v p. b., porovnanie s predchádzajúcou predikciou)**

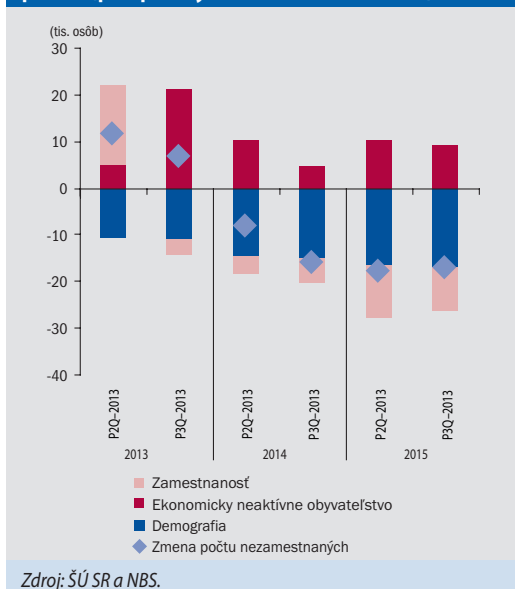
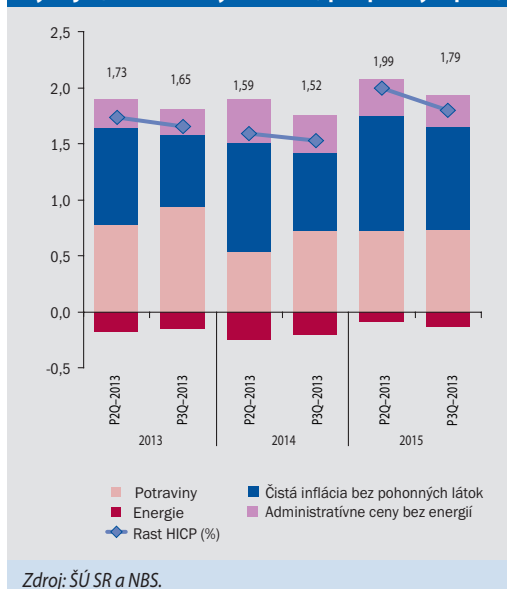


Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

1) Štruktúra rastu HDP je vypočítaná ako príspevky rastu jednotlivých komponentov HDP po odrátaní ich dovozných náročností. V našom prípade sa vychádzalo z konštantnej dovozných náročností jednotlivých zložiek HDP (konečná spotreba domácností 30 %, vládna spotreba 7 %, investície 50 % a export 60 %). Zvyšok dovozu bol zaradený do zmeny stavu zásob a štatistickej diskrepancie.

Celkový rast ekonomiky by mal byť v roku 2013 vyšší v porovnaní s predchádzajúcou predikciou o 0,3 percentuálneho bodu, čo je však výsledok len lepšieho vývoja v 2. štvrtroku. Zakomponovaním konsolidačných opatrení pre rok 2014 sa očakáva pomalšie tempo rastu hospodárstva o 0,2 percentuálneho bodu. Miera akcelerácia rastu HDP v roku 2015 zostala v aktuálnej predikcii zachovaná na rovnakej úrovni, ako to bolo v P2Q-2013.

Vo výhľade trhu práce sa prejavil v krátkodobom horizonte negatívny vplyv aktuálneho vývoja. Preto sa v porovnaní s predchádzajúcou predikciou uvažuje pre rok 2013 s hlbším prepadom zamestnanosti. V ďalšom období sa predpokladá v súvislosti so zrýchlením ekonomickej aktivity mierny nárast zamestnanosti, rovnako ako sa uvažovalo v P2Q-2013. Miera nezamestnanosti zostane vysoká, i keď na nižších úrovniach, ako sa predpokladalo v minulej predikcii. Bude to v dôsledku vyššieho využívania aktívnych prác, odchodu za prácou do zahraničia (tieto dva faktory sa prejavili už v údajoch v 1. polroku 2013), začatia vytvárania nových pracovných miest a tiež vplyvom demografického vývoja. Ten by mal znižovať počet ľudí v produktívnom

**Graf 19 Porovnanie ukazovateľov trhu práce (príspevky k nezamestnanosti)**

**Graf 20 Porovnanie štruktúry cenového vývoja (medziročný rast v %, príspevky v p. b.)**


veku. Z ostatných ukazovateľov trhu práce nedošlo k významným zmenám. Náklady práce a kompenzácie by sa mali vyvíjať podobne ako v predchádzajúcej predikcii. Vyšší rast miezd v roku 2013 je výsledkom presunu mzdových prostriedkov z dohôd na zamestnanecké pracovné pomery (efekt do 1 percentuálneho bodu). Zvyšný posun k vyššiemu rastu miezd vychádza z aktuálneho vývoja v 2. štvrtroku.

Priaznivejší aktuálny cenový vývoj (pomalší rast dopytovo ťahaných cien) bol prevzatý do výhľadu inflácie. To sa premietlo do pomalšieho rastu cien v rokoch 2013 a 2014 v porovnaní s predchádzajúcou predikciou. Ceny potravín by mali rásť mierne rýchlejšie ako v P2Q-2013 z dôvodu akcelerácie cien niektorých agrokomodít. Pokles cien energií zostal približne na úrovniach v predchádzajúcej predikcii.

**Tabuľka 7 Strednodobá predikcia (P3Q-2013) základných makroekonomických ukazovateľov na medzioročnej báze**

Ukazovateľ (medzioročná dynamika v %, ak nie je uvedené inak)	2012	2013	2014	2015	2013	2014	2015
	Skutočnosť	P3Q-2013			Zmena oproti P2Q-2013		
<b>Ceny</b>							
Inflácia meraná HICP (priemer)	3,7	1,7	1,5	1,8	0,0	-0,1	-0,2
Inflácia meraná CPI (priemer)	3,6	1,6	1,4	1,8	-0,1	-0,2	-0,2
ULC <sup>1)</sup> (kompen. na zamestnanca v b.c./ prod. práce ESA 95 v s.c.)	0,1	1,0	1,1	1,0	-0,4	0,1	-0,2
Produktivita práce ESA 95 (HDP s.c./ zamestnanosť ESA 95)	2,0	1,8	1,8	2,8	0,4	-0,3	0,0
Kompen. na zamestnanca v b.c. podľa ESA 95	2,0	2,9	3,0	3,8	0,1	-0,1	-0,2
Nominálne mzdy <sup>2)</sup>	2,5	2,6	2,8	3,8	1,1	-0,3	-0,2
Reálne mzdy <sup>3)</sup>	-1,1	1,1	1,3	2,0	1,3	-0,2	0,0
<b>Ekonomická aktivity</b>							
HDP reálny	2,0	0,9	2,1	3,2	0,3	-0,2	-0,1
Konečná spotreba domácností	-0,6	1,0	1,9	2,7	1,5	0,4	0,1
Konečná spotreba verejnej správy	-0,6	-0,3	-0,4	1,4	0,0	-0,5	-0,2
Tvorba hrubého fixného kapitálu	-3,7	-5,8	0,9	3,2	-3,8	0,6	0,3
Vývoz tovarov a služieb	8,6	4,8	5,3	5,5	2,7	0,8	-0,3
Dovoz tovarov a služieb	2,8	2,3	5,3	5,3	1,0	1,5	-0,2
Hrubý disponibil. dôchodok domácností reálny	0,1	1,1	1,6	2,4	0,1	0,3	-0,1
Output gap (% z potenciálneho produktu)	-0,9	-1,7	-2,2	-1,5	0,5	0,1	0,1
<b>Trh práce</b>							
Zamestnanosť podľa ESA 95	0,1	-1,0	0,3	0,4	-0,2	0,1	-0,1
Zamestnanosť podľa ESA 95 (v tis. osôb)	2 209,4	2 188,3	2 194,0	2 203,4	-3,6	-1,6	-3,7
Miera nezamestnanosti podľa VZPS <sup>4)</sup> (%)	13,9	14,2	13,6	13,0	-0,2	-0,5	-0,5
Počet nezamestnaných podľa VZPS <sup>4)</sup> (v tis. osôb)	377,5	384,4	368,7	351,7	-4,8	-12,7	-12,0
<b>Platobná bilancia</b>							
Otvorenosť ekonomiky (% HDP)	185,8	185,3	189,5	193,1	-0,4	1,2	0,8
Obchodná bilancia (% HDP)	5,0	7,1	7,4	7,8	1,3	1,1	1,0
Bilancia služieb (% HDP)	0,4	0,2	0,2	0,3	-0,1	-0,2	-0,2
Bežný účet (% HDP)	2,2	4,2	4,7	5,7	0,6	0,3	0,6
Bežný a kapitálový účet (% HDP)	4,2	5,7	6,3	7,5	0,4	0,2	0,6
<b>Externé predpoklady prognózy</b>							
<b>Externé prostredie</b>							
Rast zahraničného dopytu Slovenska	0,9	0,9	4,4	5,3	0,0	-0,3	-0,4
<b>Technické predpoklady</b>							
Výmenný kurz (EUR/USD) <sup>5)</sup>	1,28	1,32	1,33	1,33	0,8	1,5	1,5
Cena ropy Brent (USD/barel) <sup>5)</sup>	112,0	107,8	102,8	97,6	2,2	2,8	1,5
Cena ropy Brent (EUR/barel) <sup>5)</sup>	87,1	81,7	77,4	73,5	1,5	1,3	0,0
Rast cien ropy (v USD)	0,9	-3,7	-4,6	-5,1	2,0	0,6	-1,3
Rast cien ropy (v EUR)	9,3	-6,3	-5,2	-5,1	1,3	-0,1	-1,3
Rast cien neenergetických komodít (v USD)	-7,2	-5,4	-0,1	4,8	0,2	-0,6	-0,4
EURIBOR 3M (%)	0,6	0,2	0,5	0,8	0,0	0,2	0,3

Zdroj: NBS, ECB a ŠÚ SR.

Poznámka:

1) ULC – jednotkové náklady práce.

2) Priemerné mesačné mzdy zo štatistického výkazníctva ŠÚ SR.

3) Mzdy zo štatistického výkazníctva deflované infláciou CPI.

4) VZPS – výberové zisťovanie pracovných síl.

5) Zmeny oproti predchádzajúcej predikcii v %.



**Tabuľka 8 Strednodobá predikcia (P3Q-2013) základných makroekonomických ukazovateľov na medzikvartálnej báze**

Ukazovateľ (medzikvartálna dynamika v %, ak nie je uvedené inak)	1.Q	2.Q	3.Q	4.Q	1.Q	2.Q	3.Q	4.Q	1.Q	2.Q	3.Q	4.Q	1.Q	2.Q	3.Q	4.Q
	2012	2012	2012	2012	2013	2013	2013	2013	2014	2014	2014	2014	2015	2015	2015	2015
	Skutočnosť								Predikcia							
<b>Ceny</b>																
Inflácia meraná HICP (priemer)	2,0	0,7	0,3	0,6	0,7	0,2	0,0	0,4	0,8	0,4	0,1	0,4	0,9	0,4	0,1	0,6
ULC <sup>1)</sup> (kompen. na zamestnanca v b.c./ prod. práce ESA 95 v s.c.)	0,3	1,6	-0,4	0,5	0,9	-1,2	0,7	0,7	0,4	0,0	0,2	0,2	0,1	0,5	0,3	0,3
Produktivita práce ESA 95 (HDP s.c./ zamestnanosť ESA 95)	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,7	0,2	0,3	0,2	0,8	0,8	0,8	0,6	0,7	0,7	0,7
Kompen. na zamestnanca v b.c.	0,6	2,0	0,0	0,9	1,4	-0,6	0,9	0,9	0,6	0,9	1,0	1,0	0,7	1,2	1,1	1,0
<b>Ekonomická aktivita</b>																
HDP reálny	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	0,4	0,4	0,9	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8
Konečná spotreba domácností	0,0	-0,7	-0,1	-0,1	0,3	1,1	0,2	0,5	0,3	0,5	0,6	0,6	0,6	0,8	0,7	0,7
Konečná spotreba verejnej správy	1,6	-1,5	0,3	-0,2	0,5	0,1	-0,9	0,0	-0,5	0,3	0,4	0,3	0,1	0,5	0,5	0,4
Tvorba hrubého fixného kapitálu	-2,5	-3,4	-1,4	-0,6	-5,6	1,7	0,9	0,6	-1,8	1,0	0,9	0,9	0,9	0,6	0,5	0,4
Vývoz tovarov a služieb	4,3	2,7	0,3	0,8	-0,2	3,9	0,6	1,1	1,1	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,4	1,4
Dovoz tovarov a služieb	2,3	2,8	1,6	-2,5	-0,5	2,8	1,6	1,4	0,9	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Hrubý disponibil. dôchodok domácností reálny	0,9	-0,3	-0,1	0,5	0,1	0,8	0,3	0,1	0,4	0,5	0,6	0,6	0,4	0,8	0,7	0,6
Output gap (% z potenciálneho produktu)	-0,6	-0,8	-0,9	-1,3	-1,4	-1,5	-1,9	-2,1	-2,5	-2,2	-2,1	-1,9	-1,8	-1,6	-1,4	-1,2
<b>Trh práce</b>																
Zamestnanosť podľa ESA 95	0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,3	-0,4	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1
Miera nezamestnanosti podľa VZPS <sup>2)</sup> (%)	13,7	13,8	13,9	14,3	14,2	14,3	14,2	14,0	13,8	13,7	13,6	13,5	13,3	13,1	13,0	12,8

Zdroj: NBS, ECB a ŠÚ SR.

Poznámka:

1) ULC – jednotkové náklady práce.

2) VZPS – výberové zisťovanie pracovných síl.