



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA  
EUROSYSTEM



# STREDNODOBÁ PREDIKCIA

4. 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  
10. decembra 2013.

Všetky práva vyhradené.  
Reprodukovanie 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 22 Porovnanie ukazovateľov trhu práce	<b>23</b>
<b>2</b>	<b>AKTUÁLNY VÝVOJ V ZAHRANIČÍ</b>	<b>5</b>	Graf 23 Porovnanie štruktúry cenového vývoja	<b>24</b>
<b>3</b>	<b>TECHNICKÉ PREDPOKLADY</b>	<b>12</b>	Graf 24 Porovnanie HICP čistej inflácie bez pohonných látok	<b>24</b>
<b>4</b>	<b>PROGNÓZA EXTERNÉHO PROSTREDIA</b>	<b>14</b>		
<b>5</b>	<b>MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCIA SR</b>	<b>16</b>		
5.1	Ekonomický rast	<b>16</b>		
5.2	Trh práce	<b>18</b>		
5.3	Náklady práce a cenový vývoj	<b>19</b>		
<b>6</b>	<b>RIZIKÁ PROGNÓZY</b>	<b>21</b>		
<b>7</b>	<b>POROVNANIE S PREDCHÁDZAJÚCOU PROGNÓZOU</b>	<b>23</b>		
	<b>ZOZNAM BOXOV</b>			
Box 1	Revízia dát národných účtov mierne znížila úroveň HDP na histórii	<b>7</b>		
	<b>ZOZNAM GRAFOV</b>			
Graf 1	Rast HDP v 3. štvrtroku 2013	<b>5</b>		
Graf 2	Rast HDP v 3. štvrtroku 2013	<b>5</b>		
Graf 3	HDP a priemyselná produkcia	<b>6</b>		
Graf 4	Vývoj investícií a dlhodobých úverov	<b>9</b>		
Graf 5	Náklady spotrebiteľov a súkromná spotreba	<b>9</b>		
Graf 6	Očakávania domácností	<b>9</b>		
Graf 7	Aktuálny vývoj na trhu práce	<b>10</b>		
Graf 8	Rast miezd a produktivity práce	<b>10</b>		
Graf 9	Vývoj cenových indexov	<b>10</b>		
Graf 10	Vývoj inflácie	<b>10</b>		
Graf 11	Výmenný kurz USD/EUR	<b>12</b>		
Graf 12	Cena ropy Brent v USD/barel	<b>12</b>		
Graf 13	Cena ropy Brent v EUR/barel	<b>12</b>		
Graf 14	Ceny neenergetických surovín	<b>13</b>		
Graf 15	Export a exportné trhy Slovenska	<b>16</b>		
Graf 16	Vývoj investícií	<b>17</b>		
Graf 17	Vývoj príjmov, spotreby a miery úspor domácností	<b>17</b>		
Graf 18	Vývoj HDP a produkčnej medzery	<b>18</b>		
Graf 19	Vývoj zamestnanosti, odpracovaných hodín a miery nezamestnanosti	<b>19</b>		
Graf 20	Predikcia inflácie HICP	<b>21</b>		
Graf 21	Porovnanie štruktúry rastu HDP	<b>23</b>		
	<b>ZOZNAM GRAFOV VBOXOCH</b>			
Box 1				
Graf A	HDP	<b>7</b>		
Graf B	Tvorba hrubých fixných investícií	<b>7</b>		
Graf C	Konečná spotreba domácností	<b>7</b>		
Graf D	Konečná spotreba verejnej správy	<b>7</b>		
Graf E	Export	<b>8</b>		
Graf F	Import	<b>8</b>		
	<b>ZOZNAM TABULIEK</b>			
Tab. 1	Predikcia tvorby hrubého fixného kapitálu	<b>16</b>		
Tab. 2	Predikcia verejnej spotreby	<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>21</b>		
Tab. 6	Riziká predikcie	<b>21</b>		
Tab. 7	Strednodobá predikcia (P4Q-2013) základných makroekonomických ukazovateľov na mezitročnej báze	<b>25</b>		
Tab. 8	Strednodobá predikcia (P4Q-2013) základných makroekonomických ukazovateľov na mezikvartálnej báze	<b>26</b>		



# 1 ZHRNUTIE

Aktuálna predikcia bola vypracovaná v rámci spoločného jesenného predikčného procesu ECB. Vychádza pritom zo spoločných technických predpokladov a predpokladov o zahraničnom dopyte. Okrem toho bol zakomponovaný do predikcie rýchly odhad rastu ekonomiky a zamestnanosti<sup>1</sup>.

Predpokladá sa, že zahraničný dopyt sa po dvojročnom pomalom raste postupne dostane znovu na rýchlejšiu rastovú trajektóriu. Dokumentuje to pokračovanie oživenia rastu ekonomiky eurozóny. Ten dosiahol v 3. štvrťroku 0,1 % medzikvartálne a zaznamenal tak kladnú hodnotu druhý štvrťrok za sebou. Obnova rastu zahraničného dopytu po našich výrobkoch a službách by mala byť mierne pomalšia ako v predchádzajúcej predikcii.

Na Slovensku dosiahol štvrtročný rast ekonomiky podľa rýchleho odhadu 0,2 %, čím sa potvrdil odhad z predchádzajúcej predikcie. Štruktúra rastu však bola pravdepodobne iná, ako sa očakávalo. Na základe mesačných indikátorov je možné sa domnievať, že hlavný zdroj rastu nebol export, ale domáci dopyt vrátane zásob. Okrem rýchleho odhadu rastu ekonomiky za 3. štvrťrok zverejnil ŠÚ SR revidované národné účty za roky 2012 a 2013. V historických časových radoch došlo k prehodnoteniu úrovne a čiastočne aj dynamiky

nielen celého HDP, ale výrazne sa zmenila jeho štruktúra. To spolu s inou ako predpokladanou štruktúrou rastu ekonomiky zmenilo pohľad na zdroje rastu ekonomiky, nie však na celkový rast HDP. **Ten by mal dosiahnuť 0,9 % v roku 2013 s postupným zrýchľovaním na 2,2 % v roku 2014 a na 3,1 % v roku 2015.** Naďalej by mal byť hlavným zdrojom rastu ekonomiky export. V horizonte predikcie by sa k nemu mal pridať aj domáci dopyt a uvoľnenejšia fiškálna politika, čím by mal byť rast ekonomiky viac vyvážený. Hlavným rizikom zostáva, podobne ako v predchádzajúcej predikcii, zahraničný dopyt a potreba prípadných dodatočných konsolidačných opatrení vlády. Tá sa zvýraznila po hodnotení návrhu verejného rozpočtu na ďalší rok zo strany Európskej komisie, ktorá síce potvrdila súlad s Paktom stability a rastu, avšak poukázala na nedostatočné konsolidačné úsilie, ktoré zatiaľ nemôže byť zmiernené udelením investičnej výnimky pred ukončením procedúry nadmerného deficitu.

V cenovom vývoji sa predpokladá ďalšie spomaľovanie inflácie. **Tento rok by mala inflácia dosiahnuť 1,5 % s následným znížením na 1,3 % v roku 2014.** Pomerne nízky rast cien by mal reflektovať slabý spotrebiteľský dopyt, pokles cien energií a stabilizáciu cien potravín. S naštartovaním domáceho dopytu by sa mala zrýchliť inflácia **na 1,8 % v roku 2015.**

<sup>1</sup> V čase vypracovania predikcie nebola známa štruktúra rastu ekonomiky za 3. štvrťrok 2013.

## 2 AKTUÁLNY VÝVOJ V ZAHRANIČÍ A V SR

### GLOBÁLNA EKONOMIKA NAĎALEJ MIERNE RÁSTLA.

V globálnom ekonomickom vývoji došlo v poslednom období k posunu regionálnej štruktúry rastu. Hospodársky rast v rozvíjajúcich sa ekonomikách sa spomalil v dôsledku sprísnených finančných podmienok ovplyvnených očakávaniami menej expanzívnej menovej politiky v USA, ako aj vplyvom volatility na finančných trhoch. Súčasne sú niektoré ekonomiky závislé od externého financovania, a tak náchylné na prípadné obmedzenie zahraničných zdrojov. V prípade Číny však ekonomický rast začal opäť akcelerovať hlavne v dôsledku investičných aktivít. Slabnúca súkromná spotreba a čistý export však pokračovali v trende z predchádzajúceho štvrťroka.

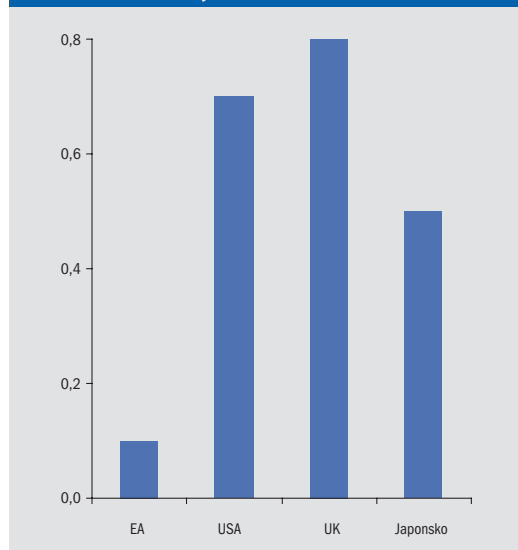
Na druhej strane vyspelé ekonomiky postupným oživovaním začínajú výraznejšie prispievať ku globálnemu ekonomickému rastu. Ekonomická aktivita USA napriek krátkodobému dopadu fiškálneho sprísnenia a neistote týkajúcej sa len oddialenia riešenia dlhového stropu, rástla v 3. štvrťroku rýchlejšie v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom. Akcelerácia rastu bola determinovaná hlavne čistým exportom a zmenou

stavu zásob. Súkromná spotreba a fixné investície taktiež pozitívne pôsobili na rast americkej ekonomiky. Posilnenie ekonomickej výkonnosti v 3. štvrťroku 2013 zaznamenala aj Veľká Británia. Japonská ekonomika síce rástla pomalším tempom ako v predchádzajúcom štvrťroku, naďalej však profitovala zo stimulov menovej a fiškálnej politiky.

### GLOBÁLNY RAST BY MAL BYŤ NAĎALEJ KREHKÝ.

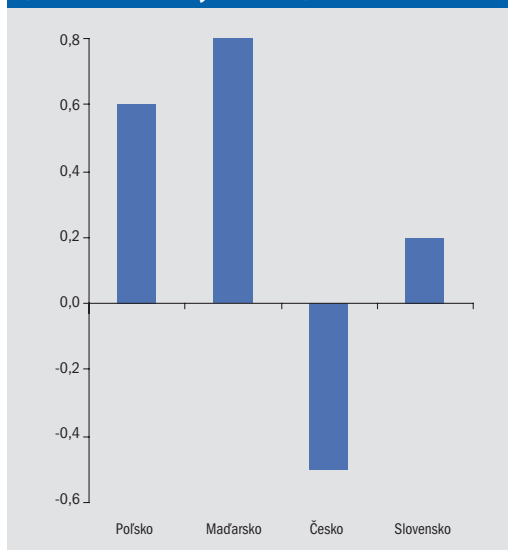
Postupné oživenie vo vyspelých ekonomikách by malo pokračovať aj v strednodobom horizonte. Prebiehajúce obnovenie rovnováh v súkromnom sektore a fiškálna konsolidácia (aj keď v menšej miere ako v minulosti) však môžu tlmiať pôsobit' na rast uvedených ekonomík. Súčasne štrukturálne prekážky budú obmedzovať rast v rozvíjajúcich sa ekonomikách. Aj keď finančné podmienky sa v poslednom období stabilizovali, vyššie úrokové sadzby a zužujúci sa priestor pre prorastové hospodárske politiky môžu vplyvať na miernejší ekonomický rast v uvedenom regióne. Kompozitný indikátor ekonomickej dôvery (Composite Leading Indicator) pokračoval aj v priebehu 3. štvrťroka v raste vo väčšine najvýznamnejších ekonomík

Graf 1 Rast HDP v 3. štvrťroku 2013  
(medzištvrťročný rast v %)



Zdroj: Eurostat.

Graf 2 Rast HDP v 3. štvrťroku 2013  
(medzištvrťročný rast v %)



Zdroj: Eurostat.

OECD. V rozvíjajúcich sa ekonomikách však poukazuje na heterogénny vývoj. V Číne potvrdzuje akceleráciu ekonomického rastu, v niektorých krajinách však indikuje stabilizáciu, resp. pokračujúci miernejší rast.

#### EKONOMIKA EUROZÓNY V 3. ŠTVRŤROKU 2013 VZRÁSTLA.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ekonomika eurozóny zaznamenala v 3. štvrťroku rast 0,1 %. Dynamika rastu hrubého domáceho produktu sa spomalila oproti predchádzajúcemu štvrťroku o 0,2 percentuálneho bodu. V najväčších ekonomikách eurozóny však naďalej pretrvával heterogénny vývoj. Nemecká ekonomika pokračovala v raste (0,3 %), aj keď pomalším tempom ako v predchádzajúcom štvrťroku a španielska ekonomika po deviatich štvrťrokoch poklesu mierne vzrástla (0,1 %). Mierne ekonomický rast zaznamenalo aj Holandsko (0,1 %). Na druhej strane talianska ekonomika naďalej klesala (-0,1 %) a po výraznejšom raste v 2. štvrťroku sa znížila aj ekonomická aktivita vo Francúzsku (-0,1 %). Spomedzi ekonomík postihnutých dlhovou krízou zaznamenalo Portugalsko už druhý štvrťrok po sebe rast. Ekonomický sentiment v podnikateľskej sfére i nálady spotrebiteľov v eurozóne sú naďalej pozitívne, aj keď sa v posledných mesiacoch pri niektorých indikátoroch zmiernili. Viaceré predstihové indikátory naznačujú pokračovanie mierneho ekonomického rastu aj vo 4. štvrťroku 2013. 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.

#### ČESKÁ EKONOMIKA V 3. ŠTVRŤROKU OPĚT NEGATIVNE PREKVAPILA.

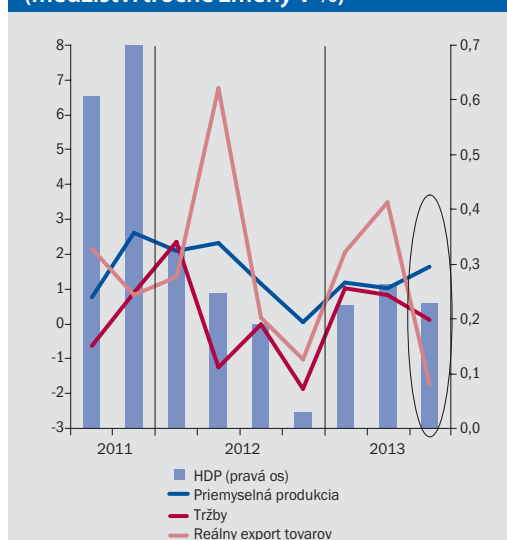
V 3. štvrťroku 2013 podľa rýchleho odhadu HDP po raste z predchádzajúceho štvrťroka prekvapila česká ekonomika opäť výraznejším medzištvrtročným poklesom o 0,5 %<sup>2</sup>. K takémuto vývoju pravdepodobne prispel najmä čistý export, keď rast importov výrazne prevýšil rast exportov, ako aj slabá investičná aktivita i v odvetviach mimo stavebníctva. Pokles ekonomickej aktivity sa javí o to prekvapujúcejší, že predstihové indikátory i odvetvové dáta signalizujú skôr pozitívny vývoj českej ekonomiky.

#### MIERNY RAST EKONOMIKY SR REFLEKTOVAL VÝVOJ V EUROZÓNE.

Vývoj v 3. štvrťroku bol v súlade s predpokladmi z predchádzajúcej predikcie. Podľa rýchleho odhadu ŠÚ SR dosiahol štvrtročný rast HDP 0,2 %. Mesačné štatistiky tržieb, priemyselnej výroby a exportu naznačili, že zdrojom rastu v 3. štvrťroku nebol export, ale skôr iné zložky HDP. Export tovarov a služieb poklesol a čiastočne tak korigoval svoj výrazný rast z 2. štvrťroka. Dovozy spomalili svoju dynamiku. Vytvorené saldo bolo nižšie ako v predchádzajúcom štvrťroku, a preto čistý export pravdepodobne tlmil rast ekonomiky v 3. štvrťroku.

Hlavný zdroj rastu ekonomiky pravdepodobne pochádzal čiastočne zo spotreby a najmä výraznejšieho príspevku zmeny stavu zásob. Po zverejnení rýchleho odhadu rastu ekonomiky došlo k revízii národných účtov na histórii. Táto zmena sa premietla najmä do nižšej úrovne nominálneho HDP v roku 2012 a v 1. polroku 2013 o 0,5 až 0,8 %. V rámci štruktúry HDP pristúpil ŠÚ SR k revízii jednotlivých komponentov. V reálnom vyjadrení došlo k prehodnoteniu rastu súkromnej spotreby a vývozu v celom 1. polroku 2013 smerom k nižším hodnotám. Táto revízia tak výraznejšie prispela k prehodnoteniu zdrojov rastu ekonomiky v tomto roku s čiastočným dopadom aj pre rok 2014.

Graf 3 HDP a priemyselná produkcia (medzištvrtročné zmeny v %)



Zdroj: NBS a ŠÚ SR.

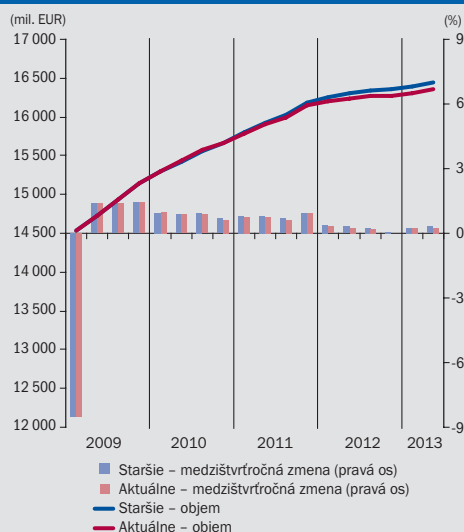
Poznámka: Pri výpočte reálneho exportu tovarov bol použitý deflátor vývozných cien.

<sup>2</sup> Podľa spresneného odhadu klesla česká ekonomika v 3. štvrťroku o 0,1 %.

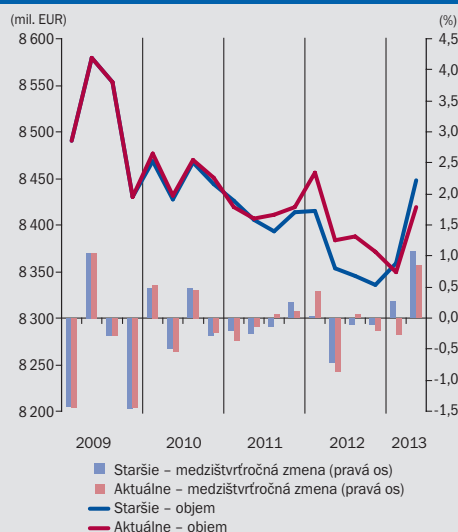
**Box 1**
**REVÍZIA DÁT NÁRODNÝCH ÚČTOV MIERNE ZNÍŽILA ÚROVEŇ HDP NA HISTÓRII**

ŠÚ SR revidoval štvrtročné účty za obdobie od 1. štvrťroka 2009 po 2. štvrťrok 2013. Revízia znížila úroveň HDP na histórii a počnúc 4. štvrťrokom 2010 mierne znížila aj medzištvrtročné rasty HDP (zníženie od 0,02 do 0,10 percentu-

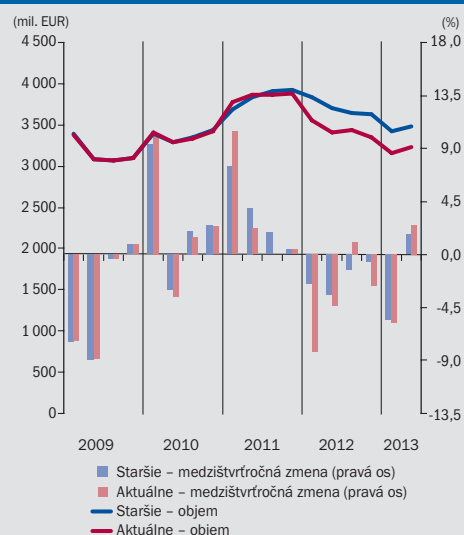
álneho bodu). V priemere za revidovaný štvrťrok bola najvýraznejšie znížená úroveň fixných investícií a smerom nahor sa najviac posunuli zmeny v stave zásob a dopočtové kategórie (štatistická diskrepancia a chyby z režania).

**Graf A HDP (reálne, s. o.)**


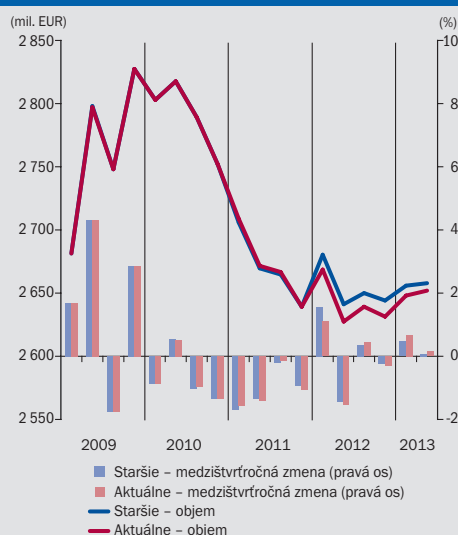
Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

**Graf C Konečná spotreba domácností (reálne, s. o.)**


Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

**Graf B Tvorba hrubých fixných investícií (reálne, s. o.)**


Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

**Graf D Konečná spotreba verejnej správy (reálne, s. o.)**


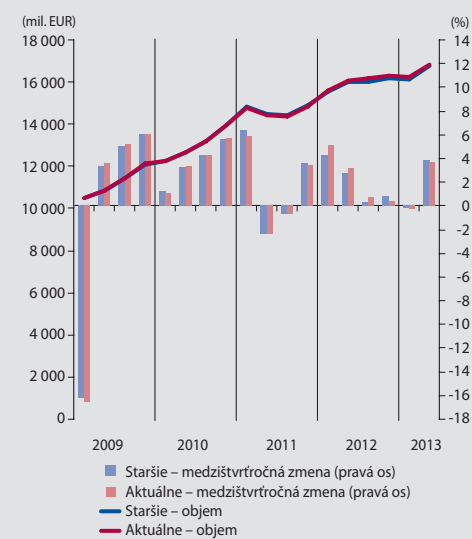
Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Dopad revízie na tempo rastu HDP v prvých dvoch štvrtrokoch 2013 bol v časovom rade najmiernejší, keď sa štvrťročný rast HDP znížil o 0,01 a 0,03 percentuálneho bodu. Revízia štruktúry však bola výraznejšia.

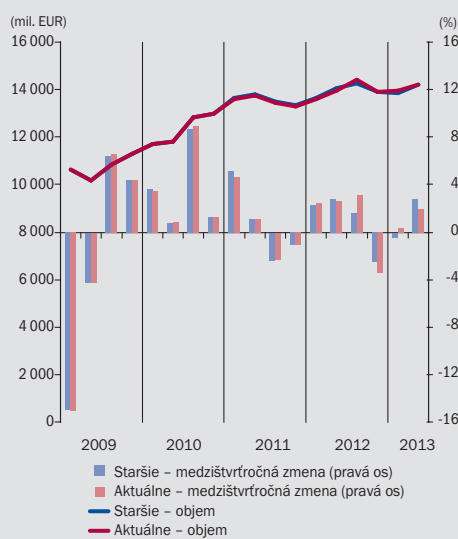
Z pohľadu štvrťročných rastov revízia 1. štvrťroka 2013 zmenila pôvodný rast súkromnej spotreby z 0,3 % na aktuálny pokles o 0,2 %. Revidovanie tejto zložky smerom nadol pokračovalo aj v 2. štvrtroku 2013 a rast súkromnej spotreby sa znížil z pôvodných 1,1 % na 0,9 % (čím stiahol aj rast HDP 2. štvrtroka o 0,03 percentuálneho bodu). Na druhej strane sa zvýšil

rast verejnej spotreby, a to z 0,5 % na 0,8 % v 1. štvrtroku a z 0,1 % na 0,2 % v 2. štvrtroku 2013. Pokles fixných investícií v 1. štvrtroku sa mierne zmenil z 5,6 % na 5,4 % a v 2. štvrtroku sa rast fixných investícií zvýšil z pôvodných 1,7 % na 2,7 %.

V 1. štvrtroku 2013 čistý export zaznamenal nižší príspevok k rastu HDP ako pred revíziou, zatiaľ čo v 2. štvrtroku sa jeho príspevok revidoval smerom nahor. V rámci korekcie štruktúry HDP boli znížené objemy kompenzované zásobami, preto bol celkový dopad na HDP zanedbateľný.

**Graf E Export (reálne, s. o.)**


Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

**Graf F Import (reálne, s. o.)**


Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

### OPĀTOVNÝ PREPAD INVESTÍCIÍ.

Vývoj v 3. štvrtroku naznačil, že investície po čiastočnej korekcii v predchádzajúcom štvrtroku sa pravdepodobne opätovne prepadli. Dokumentuje to pokles dopytu po investičných úveroch, ktorý signalizovali banky v odpovediach na dotazník o vývoji ponuky a dopytu po úveroch. To sa následne prejavilo v pokračujúcom poklese dlhodobých úverov podnikom. Ďalším dôvodom k predpokladom o nízkej investičnej aktivite je relatívne vysoká medzera vo využívaní výrobných kapacít. Čiastočne k nižšiemu investičného

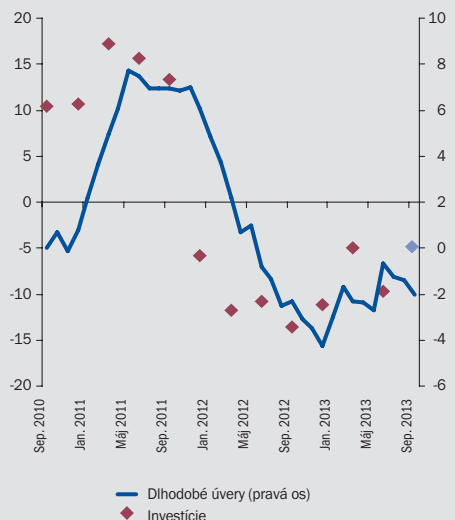
dopytu prispela aj verejná správa. Konsolidácia verejných financií aktuálne prebieha najmä cez znižovanie investícií. Pomalé čerpanie EÚ fondov, ktoré vyplýva zo zdĺhavého procesu verejného obstarávania, brzdí naštartovanie investícií do infraštruktúry.

### SLABÁ SÚKROMNÁ SPOTREBA.

Revízia národných účtov spôsobila výraznejšie prehodnotenie minulého vývoja. Čiastočne to mení pohľad na vývoj súkromnej spotreby v tomto roku. Z dôvodu revízie za 1. polrok sa znížil rast



**Graf 4 Vývoj investícií a dlhodobých úverov (medziročné zmeny v %)**



Zdroj: ŠÚ SR.

Poznámka: Údaj za 3. štvrtrok je predikcia.

**Graf 6 Očakávania domácností (3-mesačný kľzavý priemer, saldá odpovedí)**



Zdroj: Európska komisia.

súkromnej spotreby o 0,6 percentuálneho bodu. Vývoj súkromnej spotreby tak nebol v 1. polroku taký pozitívny, ako predpokladali pôvodne publikované štatistiky. Zároveň mesačné údaje o maloobchodných tržbách, dôvere v maloobchode, ako aj registrácie nových áut naznačujú výraznejšie spomalenie rastu súkromnej spotre-

by v 3. štvrtroku. Revízia mala vplyv aj na mieru úspor, ktorá sa upravila smerom k vyšším hodnotám. Reálne príjmy domácností síce vzrástli v dôsledku poklesu cien, napriek tomu však zostali domácnosti opatrné pri svojich výdavkoch.

#### STABILIZÁCIA NA TRHU PRÁCE.

V 3. štvrtroku sa zamestnanosť stabilizovala. Podľa rýchleho odhadu ŠÚ SR sa v súlade s našimi odhadmi zastavil trend poklesu. Navyše došlo v dôsledku revízie k miernemu zvýšeniu úrovne zamestnanosti za 1. polrok 2013. Situácia na trhu práce tak vyznieva mierne optimistickejšie ako v predchádzajúcej predikcii. Zamestnanosť sa podľa mesačných indikátorov v poslednom období mierne zvyšovala v priemysle a službách, avšak vývoj v ostatných odvetviach rast zamestnanosti tlmil. Miera nezamestnanosti pokračovala v klesajúcom trende. Po nepatrných letných poklesoch, ktorý čiastočne vyplýval aj z metodických zmien, však v októbri došlo k ďalšiemu zníženiu miery nezamestnanosti. Okrem toho sa zvýšil aj počet voľných pracovných miest.

Mzdový vývoj sa v 3. štvrtroku spomalil. Odzrkadľoval tak jednak bázický efekt relatívne vysokého rastu miezd v 2. štvrtroku z dôvodu vyplatenia mimoriadnych odmien a začiatku platnosti nových kolektívnych zmlúv v ťažiskových odvet-

**Graf 5 Nálady spotrebiteľov a súkromná spotreba (saldá odpovedí, reálny medziročný rast v %)**



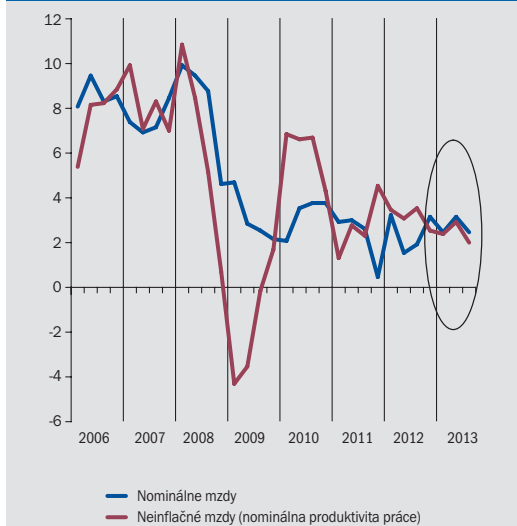
Zdroj: ŠÚ SR a Európska komisia.

**Graf 7 Aktuálny vývoj na trhu práce**



Zdroj: ŠÚ SR, ÚPSVR a NBS.

**Graf 8 Rast miezd a produktivity práce (medziročná zmena v %)**



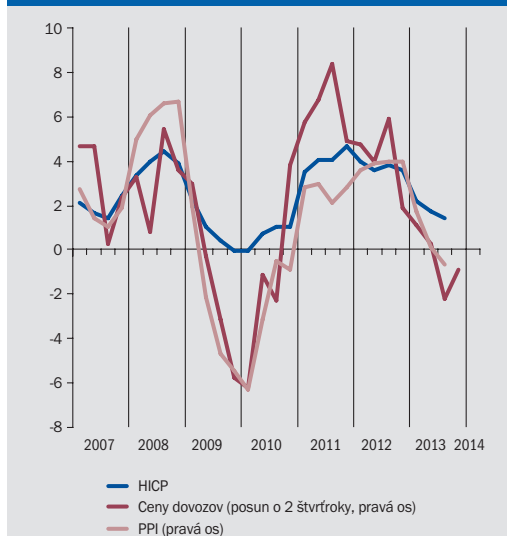
Zdroj: ŠÚ SR.

viach ekonomiky. Druhým tlmiacim faktorom bolo spomalenie produktivity práce. Mzdový vývoj sa naďalej vyvíja v súlade s rastom produktivity práce. Pozitívne na vývoj reálnych miezd vplyval pokles cien v 3. štvrtroku. Domácnosti tak mali z príjmovej strany dostatok zdrojov na mierne zvýšenie spotreby.

**V 3. ŠTVRTROKU DOŠLO K POKLESU CIEN, KTORÝ SA V OKTÓBRI EŠTE ZVÝRAZNIL.**

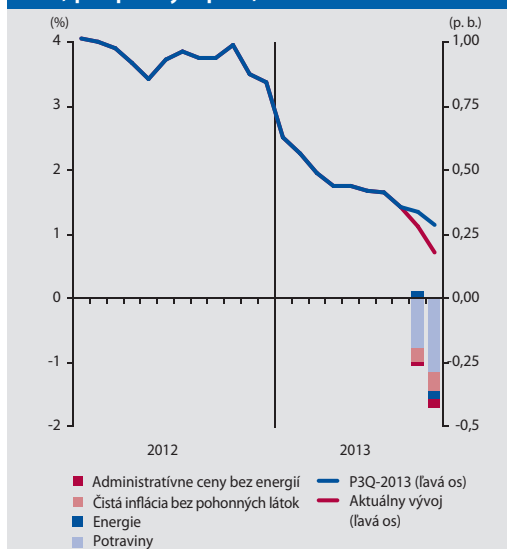
Pokles cien v 3. štvrtroku spôsobil výraznejšie spomalenie medziročnej inflácie pod 1%. Na medzikvartálnej báze prispelo k takémuto vývoju najmä zníženie cien priemyselných tovarov bez energií a cien potravín. Ceny priemyselných

**Graf 9 Vývoj cenových indexov (%)**



Zdroj: ŠÚ SR a predikcia NBS.

**Graf 10 Vývoj inflácie (medziročné zmeny v %, príspevky v p. b.)**



Zdroj: ŠÚ SR a predikcia NBS.



tovarov bez energií sú určované predovšetkým výrobnými cenami v EÚ a na Slovensku. Tie v 3. štvrtroku klesali. Rovnako tlmiaco na ceny priemyselných tovarov pôsobil pokles dovozných cien z mimoeurópskych krajín cez kurzový kanál. Ceny agrokomodít boli stabilné, resp. klesali a refletovali tak tohtoročnú dobrú úrodu. Vytvoril

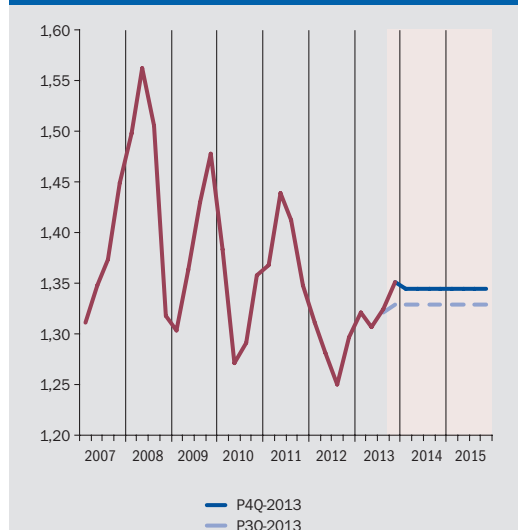
sa tak priestor pre pokles cien potravín. Ceny energií zostali stabilné. Ceny služieb v dôsledku absencie dopytových, ako aj nákladových faktorov, stagnovali. V októbri pokračovali tendencie z 3. štvrtroka, keď ceny na medzimesačnej báze opätovne mierne poklesli. V októbri ceny naďalej klesali, najmä vplyvom cien potravín.

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

Od zverejnenia poslednej prognózy sa **výmenný kurz** eura voči americkému doláru v septembri a októbri oslaboval, v novembri sa mierne posilnil, pričom ku koncu sledovaného obdobia sa stabilizoval okolo úrovne 1,35. Aktuálna prognóza predpokladá v roku 2013 priemernú úroveň kurzu 1,33 USD/EUR a v roku 2014 a 2015 úroveň 1,34 USD/EUR<sup>4</sup>.

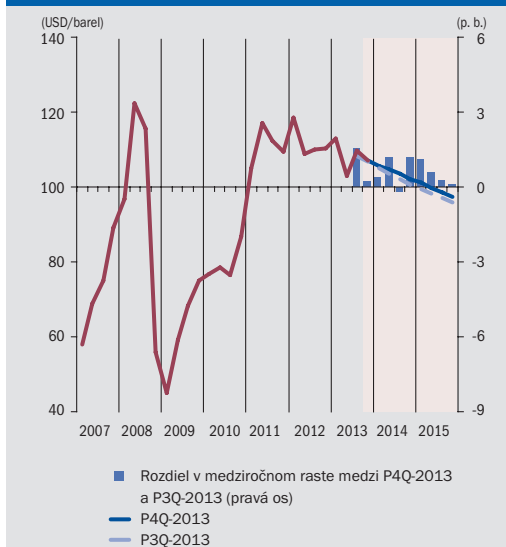
Cena ropy v 3. štvrtroku 2013 oscilovala v pásme 103 – 117 USD/barel a jej priemerná úroveň v porovnaní s predchádzajúcim štvrtkom vzrástla o cca 7 %. Nedostatočná ponuka a geopolitické podmienky na Strednom Východe a v Severnej Afrike určovali rastúci trend ceny ropy od júla až do začiatku septembra, kedy cena ropy kulminovala. Následné uvoľnenie politického napätia a oživenie ponuky stlačilo cenu ropy ku koncu štvrtka ku 108 USD/barel. Okolo uvedenej hodnoty sa cena ropy pohybovala aj v októbri a začiatkom novembra. Podľa aktuálnej prognózy by v roku 2013 mala cena ropy dosiahnuť 108,2 USD/barel, v roku 2014 ba mala poklesnúť na 103,9 USD/barel a v roku 2015 na 99,2 USD/barel. V eurovom vyjadrení by mala cena ropy dosiahnuť 81,6 EUR/barel v roku 2013, v roku 2014 úroveň 77,3 EUR/barel a 73,8 EUR/barel v roku 2015.

Graf 11 Výmenný kurz USD/EUR



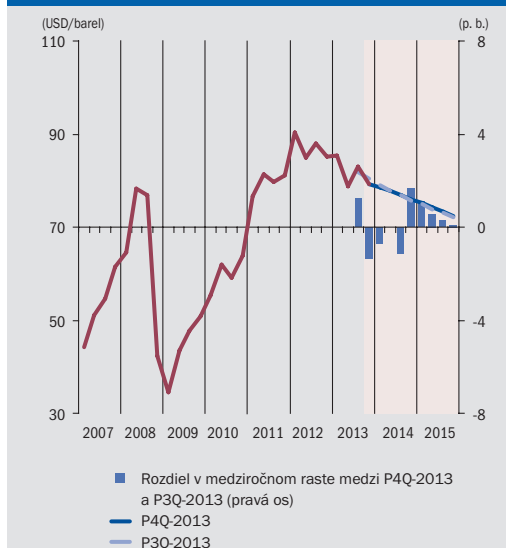
Zdroj: NBS a ECB.

Graf 12 Cena ropy Brent v USD/barel



Zdroj: NBS a ECB.

Graf 13 Cena ropy Brent v EUR/barel

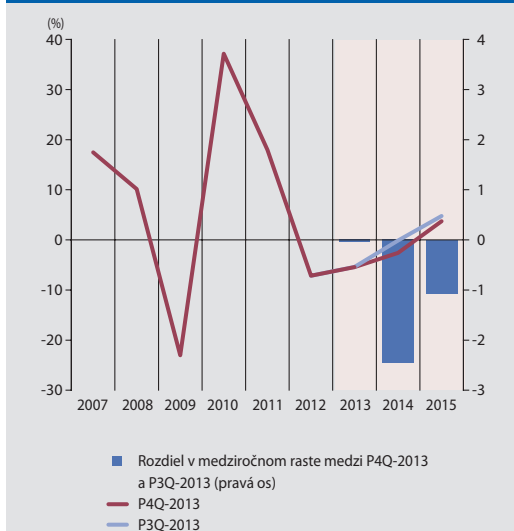


Zdroj: NBS a ECB.

Ceny **neenergetických komodít** poklesli v 3. štvrtroku 2013 v dôsledku nižších cien potravín i kovov. Pokles cien potravín determinovali hlavne ceny obilnín. Ceny kovov klesali kvôli pokračovaniu...

- 3 Technické predpoklady strednodobej prognózy vychádzajú z „Makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu“ z decembra 2013 s dátumom uzávierky 14. novembra 2013.
- 4 Prognóza v celom horizonte predpokladá, že bilaterálny výmenný kurz USD/EUR zostane nezmenený na úrovni priemeru za desať pracovných dní končiacich dňom uzávierky.

**Graf 14 Ceny neenergetických surovín  
(medziročná zmena v %)**



Zdroj: NBS a ECB.

čujúcej rastúcej ťažbe profitujúcej z realizovaných investícií v tomto odvetví, ako aj z dôvodu spomalenia na trhu s nehnuteľnosťami v Číne. Aktuálna prognóza predpokladá v roku 2013 pokles neenergetických komodít o 5,4 % a v roku 2014 o 2,6 %. Následne v roku 2015 by mali ceny neenergetických komodít vzrásť o 3,7 %.

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

<sup>5</sup> Technické predpoklady týkajúce sa vývoja úrokových sadzieb a cien komodít sú založené na očakávaníach trhu s dátumom uzávierky 14. novembra 2013. Predpoklad týkajúci sa krátkodobých úrokových sadzieb je výhradne technickej povahy.



## 4 PROGNOZA EXTERNÉHO PROSTREDIA<sup>6</sup>

**Globálna ekonomika** v roku 2012 vzrástla o 3,2 % a v roku 2013 by sa jej rast mal mierne spomaliť na 2,8 %. K akcelerácii globálneho ekonomického rastu by malo dôjsť v horizonte rokov 2014 a 2015 na 3,5 %, resp. 3,7 %. Medzi možné riziká pre vývoj globálnej ekonomiky v strednodobom horizonte, ktoré by mohli pôsobiť tlmiaco na hospodársky rast, patria hlavne dlhová kríza v krajinách eurozóny, nedostatočné konsolidačné plány verejných financií vo vyspelých ekonomikách (USA a Japonsko), neistota ohľadom budúceho smerovania menovej politiky Fed-u, ako aj nerovnováha a riziká finančnej stability v Číne. Rizikom je aj dlhodobejší pomalší rast v rozvíjajúcich sa ekonomikách a geopolitické napätie v niektorých regiónoch sveta.

**Rast HDP eurozóny** by mal na základe dostupných predstihových indikátorov vo 4. štvrtroku 2013 mierne zrýchliť. V priebehu rokov 2014 a 2015 predikcia predpokladá zrýchlenie oživovania ekonomiky. Postupné zotavovanie domáceho dopytu by malo byť podľa očakávaní rozhodujúcim faktorom vyššej hospodárskej aktivity. Domáci dopyt by mal profitovať z posilnenia dôvery ekonomických subjektov v prostredí klesajúcej neistoty, z uvoľnenej menovej politiky umocnenej nedávnym znížením menovopolitickej sadzby, ako aj signalizáciou budúceho nastavenia menovej politiky. Ďalej by na domáci dopyt mala pozitívne vplyvať menej reštriktívna fiškálna politika, ako aj postupné uvoľňovanie obmedzení na strane ponuky úverov. Stimulovať by ho malo aj spomalenie rastu cien komodít, ktoré podporí reálny disponibilný príjem. Hospodársku aktivitu by mal v horizonte prognózy priaznivo ovplyvňovať aj postupne silnejúci zahraničný dopyt. Napriek pokroku v odstraňovaní nerovnováh v kríze najviac postihnutých ekonomikách, ktoré zlepšilo podmienky pre obnovu ekonomického rastu ťahaného exportom, prognóza predpokladá, že pretrvávajúca potreba náprav bilancii verejného a súkromného sektora a vysoká nezamestnanosť bude naďalej tlmiť ekonomický rast. V roku 2013 sa očakáva pokles HDP o 0,4 %, v roku 2014 by hospodárstvo eurozóny malo vzrásť o 1,1 % a v roku 2015 sa dynamika rastu zvýši na 1,5 %<sup>7</sup>.

Priemerná **inflácia v eurozóne** meraná HICP by sa mala v horizonte prognózy postupne znižovať z 1,4 % v roku 2013 na 1,1 % v roku 2014 a v roku 2015 sa jej rast mierne zrýchli na 1,3 %<sup>8</sup>. Pokles inflácie v roku 2013 (z 2,5 % v roku 2012) reflektuje výrazný pokles dynamiky cien energií a potravín, ako aj spomalenie rastu cien služieb a priemyselných tovarov bez energií. Umiernený vývoj inflácie na roky 2014 a 2015 odzrkadľuje predpokladaný pokles cien ropy v horizonte prognózy, zhodnotenie eura v poslednom období a pretrvávajúci nízky ekonomický rast. Ceny potravín by mali podľa očakávaní v prvých troch štvrtrokoch 2014 klesať v dôsledku bázičného efektu, ako aj vývoja cien na komoditných trhoch. V roku 2015 by sa rast cien potravín mal mierne zrýchliť v dôsledku očakávaného nárastu cien potravinových komodít. HICP inflácia bez potravín a energií by mala v horizonte prognózy mierne rásť z 1,1 % v roku 2013 na 1,3 % v roku 2014 a následne na 1,4 % v roku 2015, odrážajúc tak tlmené domáce nákladové tlaky a len mierne oživovanie hospodárskej aktivity. HICP inflácia bez cien potravín, energií a nepriamych daní by mala v horizonte prognózy vzrásť z 1,0 % v roku 2013 na 1,1 % v roku 2014 a na 1,4 % v roku 2015.

V rámci domácich cenových tlakov by mal v roku 2013 a 2014 medziročný rast kompenzácií na zamestnanca ostať nezmenený a v roku 2015 sa mierne zrýchli. Rast jednotkových nákladov práce by sa mal v rokoch 2013 a 2014 spomaliť vďaka cyklickému rastu produktivity v dôsledku zaostávania vývoja zamestnanosti za oživením hospodárskej aktivity, pričom rast kompenzácií by mal viac-menej stagnovať. V roku 2015 by mal byť rast kompenzácií na zamestnanca rýchlejší v porovnaní s očakávaným rastom produktivity práce, čo spôsobí mierne zrýchlenie rastu jednotkových nákladov práce.

Ziskové marže by sa mali v dôsledku mierneho posilnenia ekonomickej aktivity v roku 2013 stabilizovať a následne by postupné zlepšovanie ekonomických podmienok malo zľahka podporiť ich rast v rokoch 2014 a 2015. Rast administratívnych cien a nepriamych daní zahrnutých v plánoch fiškálnej konsolidácie by mal výrazne

6 Predpoklady vývoja medzinárodnej ekonomiky vychádzajú z „Makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu“ z decembra 2013 a sú založené na údajoch dostupných k 22. novembru 2013.

7 Uvádzané hodnoty odhadu rastu HDP predstavujú stredy intervalov. V roku 2013 predpokladá prognóza odborníkov Eurosystemu rast HDP v intervale -0,5 až -0,3 %, v roku 2014 v intervale 0,4 až 1,8 % a v roku 2015 v intervale 0,4 % až 2,6 %. V predikcii na rok 2014 a 2015 je zahrnuté aj Lotyšsko.

8 Uvádzané hodnoty odhadu HICP predstavujú stredy intervalov. Prognóza odborníkov Eurosystemu predpokladá HICP v roku 2014 v intervale medzi 0,6 % až 1,6 % a v roku 2015 medzi 0,5 % až 2,1 %. V predikcii na rok 2014 a 2015 je zahrnuté aj Lotyšsko.



prispieť k cenovému rastu v rokoch 2013 a 2014, avšak v menšej miere ako v roku 2012. V roku 2015 by mal byť ich vplyv menší (chýbajú však detailnejšie informácie o fiškálnych opatreniach v tomto roku).

Spomaľovanie **globálneho obchodu** zaznamenávané od roku 2011 by sa malo v tomto roku zastaviť (2,8 %) a už v horizonte rokov 2014

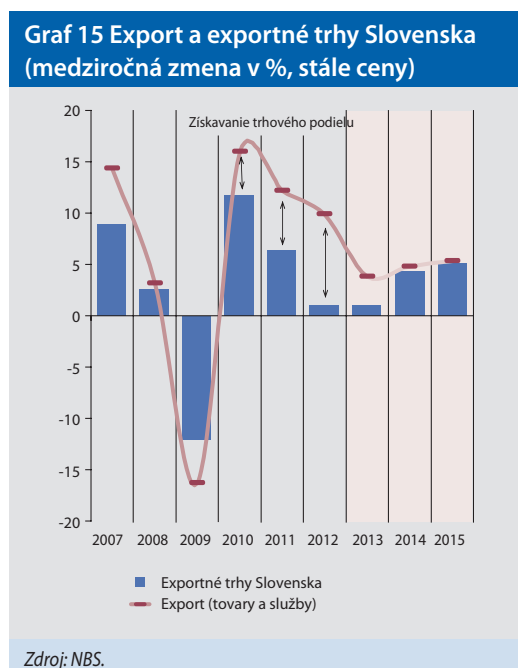
a 2015 by malo dôjsť k výraznejšiemu zrýchleniu (5,2 %, resp. 6,1 %). Naďalej však dynamika rastu svetového obchodu bude zaostávať za hodnotami, ktoré boli zaznamenané pred globálnou krízou. Oživenie globálneho obchodu by malo ovplyvniť aj **exportné trhy Slovenska**, ktorých rast by sa mal postupne zvýšiť z očakávaného 1,0 % v roku 2013 na 4,3 % v roku 2014 a 5,2 % v roku 2015.

## 5 MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCIA SR

### 5.1 EKONOMICKÝ RAST

#### DOBRE VYHLIADKY EXPORTOV V HORIZONTE PROGNÓZY.

Aktuálne slabý vývoz v 3. štvrťroku čiastočne korigoval svoj výrazný rast z 2. štvrťroka, v ďalšom



období sa očakáva v súlade s rastom dopytu po našich výrobkoch a službách zvyšovanie exportnej výkonnosti. Očakávania podnikov sú pomerne optimistické, vnímajú veľmi dobre svoju konkurenčnú pozíciu v rámci EÚ aj mimo nej napriek miernemu poklesu očakávaní budúceho rastu exportov. Pozitívne na export by mal pôsobiť výrazne podhodnotený kurz a pomalý rast cenových hladín. Vyšší rast exportu z tohto titulu predstavuje riziko na pozitívnej strane. Naopak, výraznejšiemu získavaniu trhového podielu môže brániť absencia nových významnejších investícií.

#### POSTUPNÝ RAST INVESTIČNÉHO DOPYTU.

Investičný dopyt by mal zostať až do konca roka 2013 utlmený. Naznačil to aktuálny vývoj a predstihové indikátory. Hoci sa stavebná produkcia v posledných mesiacoch mierne zvýšila, nálada v stavebníctve zostáva naďalej negatívna. Investíciu v automobilovom priemysle posúvame do posledného štvrťroka, čo sa prejaví v pozitívnom raste investícií. Odhliadnuc od tohto explicitného zásahu by investície do konca roka klesali s postupným nábehom od začiatku roka 2014. V strednodobom horizonte by sa mal už naštartovať investičný dopyt v súlade s rastom celkovej ekonomickej aktivity.

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

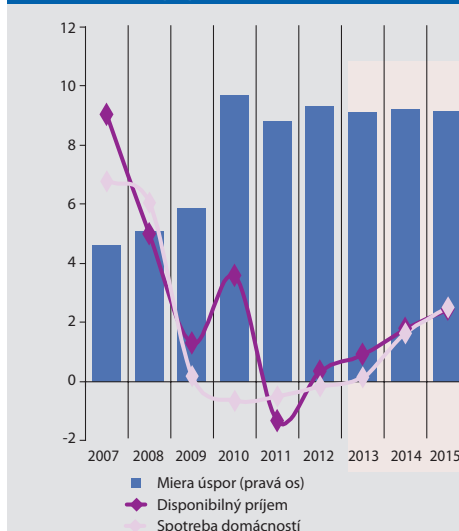
	2013	2014	2015
Tvorba hrubého fixného kapitálu spolu	-7,7	-0,4	3,4
– súkromný sektor	-5,8	-0,4	2,8
– očistené o jednorazovú investíciu v automobilovom priemysle	-6,2	2,3	2,8
– verejný sektor	-25,9	-1,1	10,2

Zdroj: ŠÚ SR a NBS.



**Graf 16 Vývoj investícií (medziročný rast v %, príspevky v p. b.)**


Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

**Graf 17 Vývoj príjmov, spotreby (medziročná zmena v %) a miery úspor domácností (%)**


Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

**OŽIVENIE SÚKROMNEJ SPOTREBY BY MALO POKRAČOVAŤ.**

Aktuálne spomalenie rastu súkromnej spotreby poukazuje na dočasný charakter rýchleho rastu v 2. štvrtroku. Predstihové indikátory však stále naznačujú postupné oživovanie súkromnej spotreby v krátkodobom horizonte. Ten by mal súvisieť s rastom disponibilných príjmov domácností, ktorý by mal byť v reálnom vyjadrení zvýraznený nízkym rastom cien. Rast ekonomiky v strednodobom horizonte vytvorí priestor pre zvyšovanie príjmov a následnú akceleráciu súkromnej spotreby. Celý rast spotreby by mali domácnosti pokryť z disponibilných príjmov bez siahnutia na svoje úspory.

**PREDPOKLAD RASTU VEREJNEJ SPOTREBY A FÍŠKÁLNA EXPANZIA.**

V horizonte prognózy sa predpokladá rast konečnej spotreby verejnej správy. Tento rast súvisí predovšetkým s tým, že konsolidácia verejných financií by mala prebiehať najmä prostredníctvom jednorazových opatrení na príjmovej strane, ktoré väčšinou nemajú tlmiaci efekt na domáci dopyt. Pre budúci rok sa tak na základe návrhu rozpočtu verejnej správy fiškálna politika javí ako expanzívna. Spolu s EÚ fondmi by mohol fiškálny impulz dosiahnuť úroveň 0,9 % HDP<sup>9</sup>. Verejná spotreba by nemala v budúcom roku poklesnúť ako sa predpokladalo v predchádzajúcej predikcii, ale naopak, mierne rásť. Prispieť by k tomu mal aj očakávaný rast miezd vo verejnom sektore.

**Tabuľka 2 Predikcia verejnej spotreby**

	2012	2013	2014	2015
Konečná spotreba verejnej správy (s. c., medziročná zmena v %)	-1,1	0,3	0,2	1,6
Príspevok verejnej spotreby k rastu HDP (p. b.)	-0,2	0,1	0,0	0,2

Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

<sup>9</sup> Analýza Návrhu rozpočtu verejnej správy na roky 2014 až 2016, NBS, 2013, [http://www.nbs.sk/\\_img/Documents/\\_komentare/AnalytickyKomentare/2013/AK05\\_RVS.pdf](http://www.nbs.sk/_img/Documents/_komentare/AnalytickyKomentare/2013/AK05_RVS.pdf)

### RAST DOVOZOV BY MAL ZOSILNIĚ S OŽIVENÍM DOMÁČEHO DOPYTU.

V aktuálnej predikcii sa uvažuje s oživením rastu dovozov. Mala by sa tak čiastočne obnoviť dovozná náročnosť, ktorá výraznejšie poklesla v predchádzajúcom období. V strednodobom horizonte sa predpokladá stabilný rast dovozov, ktorý bude odzrkadľovať nárast exportnej výkonnosti a oživenie domáceho dopytu. Cenový vývoj v zahraničnom obchode by mal v najbližšom období zvyšovať konkurencieschopnosť a mal by tak pôsobiť pozitívne v zahraničnom obchode. V roku 2015 by však mali výmenné relácie vzrásť vzhľadom na predpokladaný vývoj cien komodít. V nominálnom vyjadrení sa očakáva narastanie prebytku obchodnej bilancie. Ten bude hlavným determinantom zlepšovania bilancie na celom bežnom účte.

### OŽIVENIE EKONOMIKY BY MALO BYŤ POSTUPNÉ.

Hlavným zdrojom rastu ekonomiky v celom horizonte predikcie by mala byť rastúca exportná výkonnosť. Tá bude reflektovať akcelerujúci zahraničný dopyt. Postupne s obnovou dôvery, zlepšovaním očakávaní a impulzom zo zahraničného dopytu by mal k rastu ekonomiky začať prispievať aj domáci dopyt. Vývoj ekonomiky by tak mal byť ku koncu horizontu predikcie už vy-

váženejší. **Rast ekonomiky by mal dosiahnuť 0,9 % v roku 2013 s postupným zrýchľovaním na 2,2 % v roku 2014 a na 3,1 % v roku 2015.**

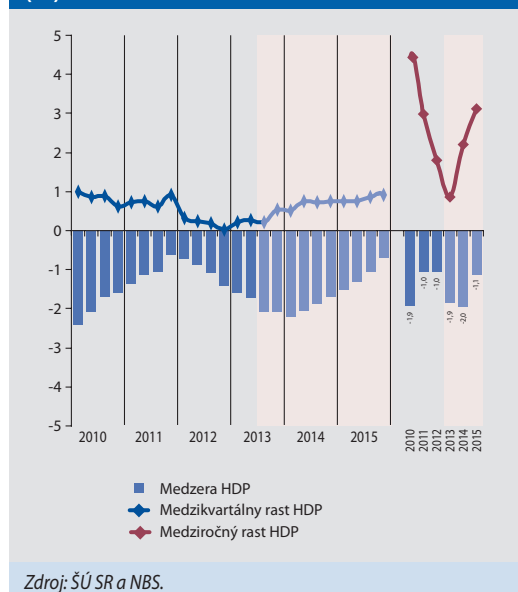
Nadalej však bude ekonomika produkovať pod svojím potenciálom. Produkčná medzera sa aktuálne prehĺbi vplyvom prepadu súkromných a verejných investícií. Od druhej polovice roka 2014 by však už malo dôjsť k postupnému uzatváraniu produkčnej medzery, napriek tomu zostane až do konca horizontu predikcie na negatívnych úrovniach.

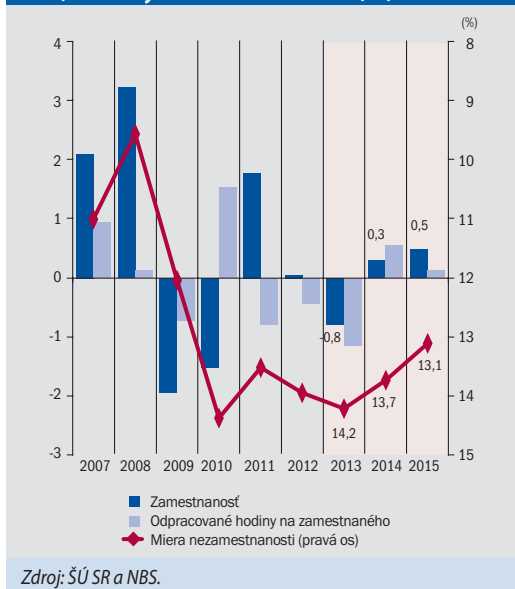
## 5.2 TRH PRÁCE

### STABILIZÁCIA NA TRHU PRÁCE A POSTUPNÉ ZLEPŠOVANIE V ĎALŠOM OBDOBÍ.

V 3. štvrtroku sa v súlade s predpokladmi z predchádzajúcej predikcie potvrdilo zastavenie klesajúceho trendu zamestnanosti. Očakáva sa, že v tomto období dosiahla zamestnanosť svoje dno a v nasledujúcom období sa bude zvyšovať. Indikujú to aj zlepšujúce sa očakávania zamestnávateľov. Nárast zamestnanosti by mal ale byť veľmi pozvoľný. Uvažuje sa s miernym zaostávaním vytvárania nových pracovných miest za rastom ekonomickej aktivity. Zamestnávateľia sa budú snažiť pokryť časť zvýšených výkonov cez odpracované hodiny na zamestnanca, najmä v roku 2014. Ku koncu horizontu predikcie sa predpokladá zrýchlenie rastu zamestnanosti. Miera nezamestnanosti by sa mala v súlade s rastom zamestnanosti znižovať. Zostane však na relatívne vysokých úrovniach (približne 13 %) až do konca horizontu predikcie. Rast produktivity práce by mal vytvoriť priestor pre zrýchľovanie rastu miezd v celom horizonte predikcie. To sa následne premietne do akcelerácie disponibilného príjmu. Rast disponibilného príjmu v roku 2014 by mal byť pozitívne ovplyvnený zvýšením platov vo verejnom sektore. Nové pracovno-právne legislatívne návrhy, ktoré už boli aj schválené, by mali len čiastočne ovplyvniť trh práce, nakoľko vo veľkej miere sa ich efekt môže navzájom vynulovať. Na jednej strane zvýšenie minimálnej mzdy pre rok 2014 by mohlo prispieť k rastu nominálnych miezd s efektom do 0,1 percentuálneho bodu s dopadom do zamestnanosti. Na strane druhej podpora zamestnávania dlhodobo nezamestnaných ľudí vo forme zníženia odvodov by mohla prispieť k miernemu zvýšeniu počtu pracujúcich ľudí.

Graf 18 Vývoj HDP a produkčnej medzery (%)



**Graf 19 Vývoj zamestnanosti, odpracovaných hodín (medziročná zmena v %) a miery nezamestnanosti (%)**


### 5.3 NÁKLADY PRÁCE A CENOVÝ VÝVOJ

#### NÁKLADY PRÁCE PEVNE UKOTVENÉ.

Jednotkové náklady práce by mali rásť tesne nad 1 % v celom horizonte predikcie. Nominálne kompenzácie by teda mali rásť mierne rýchlejšie ako reálna produktivita práce. Rast nominálnych kompenzácií bude do veľkej miery ovplyvnený plošným zvyšovaním miezd vo verejnom sektore. V súkromnom sektore by mali rásť reálne platy s ohľadom na produktivitu a tento trend by nemal byť ovplyvnený signalizačným efektom zvyšovania plátov vo verejnom sektore. Z porovnania jednotkových nákladov práce s deflátorom HDP vyplýva, že firmám by mali v horizonte predikcie rásť ziskové marže.

**Tabuľka 3 Jednotkové náklady práce (medziročný rast v %)**

	2012	2013	2014	2015
Nominálne kompenzácie, ESA	2,0	2,8	3,2	3,8
Reálna produktivita	1,7	1,7	1,9	2,6
Jednotkové náklady práce	0,3	1,1	1,3	1,2
Deflátor HDP	1,3	0,9	1,5	2,1

Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

Poznámka: Reálna produktivita deflovaná deflátorom HDP.

**Tabuľka 4 Mzdy (medziročný rast v %)**

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

Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

Poznámka: Deflované CPI. Rast nominálnych miezd vo verejnom sektore (ESA S.13) sa očakáva na úrovni 1,1 % v roku 2013, 3,2 % v roku 2014 a 3,0 % v roku 2015.



### POMALÁ INFLÁCIA AŽ DO ROKU 2015.

Rast cien sa výrazne spomalil a predpokladá sa, že dno dosiahol v októbri. Vo 4. štvrtroku by mala inflácia ešte medzikvartálne stagnovať a od začiatku roka 2014 by mala začať opätovne rásť. Pomerne nízka inflácia odzrkadľuje cyklickú pozíciu ekonomiky a stabilizáciu, resp. pokles cien komodít. Cyklická pozícia by mala naďalej tmiť výraznejší rast cien. Ceny energetických

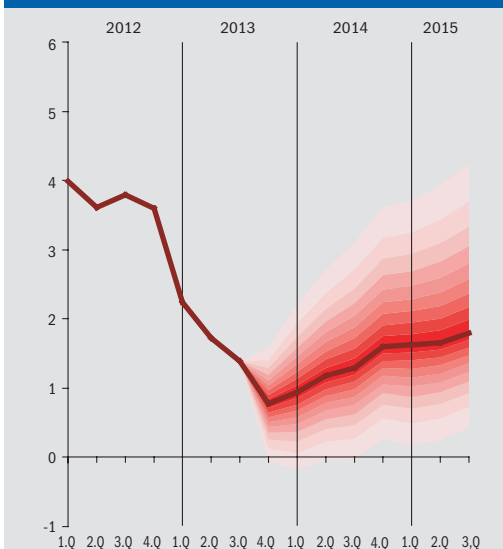
komodít naznačujú v celom horizonte predikcie klesajúci trend, ktorý sa pravdepodobne prejaví v poklese cien energií v spotrebiteľských cenách. Ceny agrokomodít sú pomerne volatilné, avšak aktuálne technické predpoklady indikujú ich stabilizáciu. Ceny potravín by tak mohli rásť len mierne. Dopytovo ťahané ceny (priemyselné tovary bez energií a služby) by mali pozvoľne rásť v súlade s postupnou obnovou domáceho dopytu.

## 6 RIZIKÁ PROGNÓZY

V aktuálnej strednodobej prognóze sú riziká v reálnej ekonomike pre rok 2014 vybilancované, v roku 2015 vychýlené mierne nadol. V horizonte predikcie predstavuje riziko najmä zahraničný dopyt. Riziko bolo identifikované tiež vo verejných financiách, v prípade potrebnej dodatočnej konsolidácie štrukturálneho deficitu by mohlo dôjsť k prijatiu ďalších opatrení (už nie jednorazových) s dopadom na reálnu ekonomiku<sup>10</sup>. Tieto riziká by však mohli byť kompenzované naštartovaním výstavby infraštruktúry a vyšším čerpaním EÚ fondov. Na trhu práce sa javia riziká vybilancované. Schválené kolektívne dohody vyššieho stupňa by mohli predstavovať negatívne riziko na trhu práce. Zvýšili by sa tak náklady práce, čo by negatívne vplývalo na rast zamestnanosti.

Odlíšne predpoklady NBS ohľadom makroekonomického vývoja naznačujú možnosť praznivejšieho plnenia daní a odvodov v horizonte prognózy najmä v dôsledku predpokladaného

Graf 20 Predikcia inflácie HICP (%)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Tabuľka 5 Rozdiely predpokladaných daňových a odvodových príjmov verejných financií SR (mil. EUR)

Rozdiel aktuálneho výhľadu plnenia daní pri makroekonomických predpokladoch P4Q-2013 oproti predpokladom IFP (november 2013)	2013	2014	2015
<b>Spolu</b>	<b>39</b>	<b>84</b>	<b>148</b>
Daň z príjmov fyzických osôb	22	13	19
Daň z príjmov právnických osôb	0	-9	-2
Daň vyberaná zrážkou	-4	-1	0
Daň z pridanej hodnoty	0	15	34
Spotrebné dane	24	9	18
Sociálne a zdravotné poistenie	-2	56	79

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

Tabuľka 6 Riziká predikcie

	2014	2015
<b>HDP</b>	↓ Dodatočné konsolidačné opatrenia, dlhová kríza, zahraničný dopyt ↑ EÚ fondy, export (trhové podiely)	↓ Zahraničný dopyt, konsolidačné opatrenia ↑ EÚ fondy, export (trhové podiely)
<b>Inflácia</b>	↑ Technické predpoklady	↑ Technické predpoklady ↓ Zníženie DPH

Zdroj: NBS.

<sup>10</sup> Eurostat bude posudzovať aj metodicky správne zaradenie niektorých jednorazových opatrení aj na základe novej metodiky ESA 2010. Ak by niektoré opatrenia neboli klasifikované ako príjmy, vytvorilo by to tlak na prijatie dodatočných opatrení.



priaznivejšieho vývoja súkromnej spotreby a vývoja mzdovej bázy.

V nasledujúcich rokoch prevládajú riziká smerom k vyššiemu rastu cien. Najvýraznejšie riziko predstavujú technické predpoklady. K vyššiemu

rastu cien v roku 2014 by mohol prispieť slabší kurz eura voči doláru a zahraničná inflácia. V roku 2015 výrazne prorastový vplyv by mala mať okrem faktorov v roku 2014 aj cena ropy. V roku 2015 predstavuje riziko smerom k nižšej inflácii zníženie DPH z 20 % na 19 %.

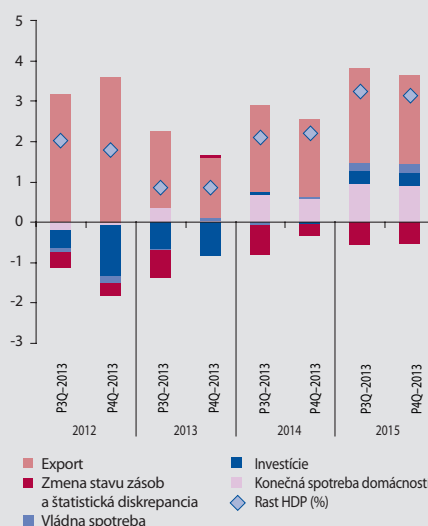
## 7 POROVNANIE S PREDCHÁDZAJÚCOU PROGNOZOU

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. Cena ropy v USD je mierne vyššia, avšak v dôsledku silnejšieho kurzu je rozdiel v cene ropy v EUR v porovnaní s predchádzajúcou predikciou nepatrný.

### AKTUÁLNY VÝVOJ MIERNE POZMENIL POHĽAD NA EKONOMIKU V KRÁTKODOBOM HORIZONTE.

Významnou zmenou v aktuálnej predikcii v porovnaní s predchádzajúcou (P3Q-2013) bola revízia národných účtov. Tá čiastočne zmenila pohľad na východiskovú situáciu. Celkový rast ekonomiky za 3. štvrťrok bol síce v súlade s predchádzajúcou predikciou, avšak mesačné indikátory naznačili pravdepodobne odlišnú štruktúru rastu. Tieto dva faktory teda poznačili predikciu v krátkodobom horizonte. Pre rok 2013 zostal rast ekonomiky na úrovni z predchádzajúcej predikcie. V rámci štruktúry došlo k prehodnoteniu zdrojov rastu. Mierne sa znížil príspevok exportu. Za 2. štvrťrok došlo pri raste exportov k revízii mierne smerom nadol a aktuálny vývoj potvrdil nižší ako predpokladaný rast v 3. štvrťroku. Napriek tomu zostal vývoz hlavným zdrojom rastu ekonomiky. Rovnaký vývoj (revízia smerom nadol a slabšie mesačné údaje za 3. štvrťrok) bol zaznamenaný aj pri súkromnej spotrebe. Obidve tieto negatívne zmeny však vykompenzoval menej záporný príspevok zmeny stavu zásob. Mechanicky sa tieto zmeny čiastočne preliali aj do roku 2014. Prehodnotenie investičného dopytu smerom nadol tiež nepriaznivo ovplyvnilo rok 2014. V budúcom roku však nastala zmena pri predpokladanom vývoji verejnej spotreby, ktorá by nemala brzdiť rast ekonomiky, nakoľko konsolidácia verejných financií predpokladaná v septembrovej predikcii na výdavkovej strane by sa mala uskutočniť hlavne prostredníctvom navýšenia príjmov vo forme presunu platenia dividend z roku 2013 do roku 2014 (bez dopadu na ekonomický rast). Pohľad na rok 2015 zostal bez výraznejšej zmeny, zapracoval sa iba nepatrne nižší zahraničný dopyt, čo spôsobilo o 0,1 percentuálneho bodu pomalší rast ekonomiky v porovnaní s predchádzajúcou predikciou.

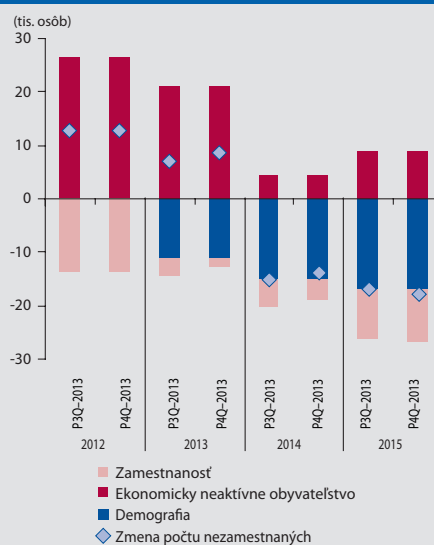
**Graf 21 Porovnanie štruktúry rastu HDP<sup>1)</sup> (medziročný rast v %, príspevky v p. b.)**



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

1) 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 60 %). Zvyšok dovozu bol zaradený do zmeny stavu zásob a štatistickej diskrepancie.

**Graf 22 Porovnanie ukazovateľov trhu práce (príspevky k zmene počtu nezamestnaných)**



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

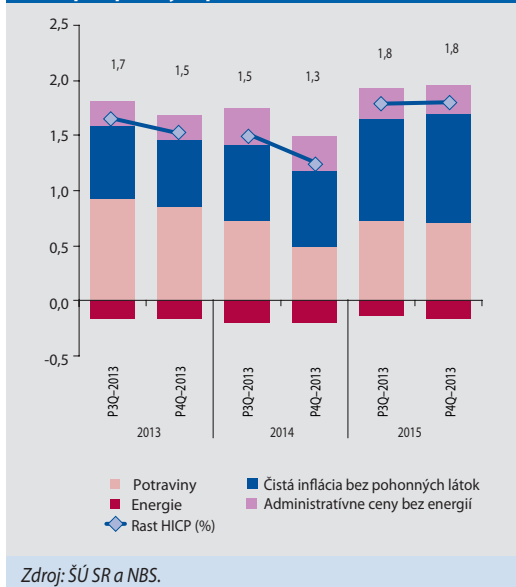
Poznámka: Negatívny príspevok zamestnanosti znamená nárast počtu zamestnaných, rovnako ako pri ekonomicky neaktívnom obyvateľstve. Negatívny príspevok demografie znamená pokles počtu osôb v pracovnom veku (15 - 64 rokov).

Na trhu práce nedošlo k výraznejšiemu prehodnoteniu predikcie. Revízia na histórii spôsobila vyššiu úroveň zamestnanosti, výhľad v celom horizonte predikcie sa však nezmenil. Počet nezamestnaných a miera nezamestnanosti sú v horizonte prognózy nepatrne vyššie z dôvodu mierne horšieho medzikvartálneho vývoja miery nezamestnanosti v 3. štvrtroku 2013. V nominálnom vyjadrení sa mierne zmenil pohľad na vývoj miezd v budúcom roku. Zakomponovali sa vyššie vyjednané mzdy vo verejnom sektore, čo sa prejavilo aj v celkovom raste miezd. To spolu s pomalším rastom cien spôsobilo vyšší rast reálnych kompenzácií a miezd mierne v roku 2013

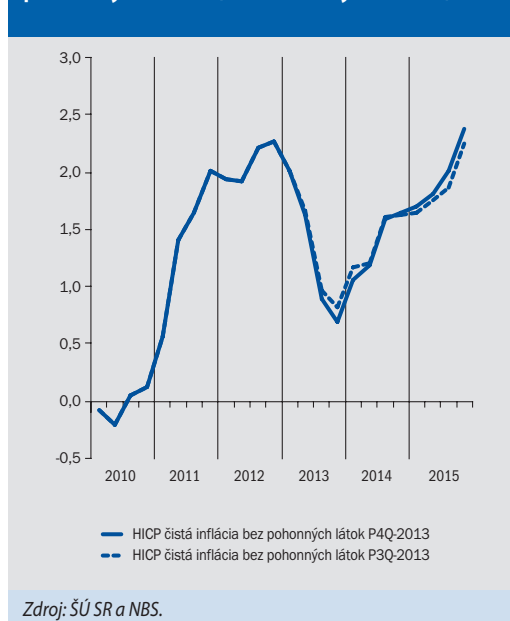
a výraznejšie v roku 2014. Tieto pozitívne efekty sa však nepremietli v plnom rozsahu do nárastu disponibilného príjmu, keďže sa predpokladá pomalší rast odmien živnostníkov.

Predikcia cenových indexov vychádzala z pomalšieho ako predpokladaného vývoja. To sa následne prejavilo v pomalšej inflácii. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou by mal byť rast cien pomalší približne o 0,2 percentuálneho bodu v roku 2013 aj 2014. Vzhľadom na nepatrné pohyby v cenách komodít, pohľad na ceny energií v spotrebiteľskom koši zostali rovnaké ako v predchádzajúcej predikcii.

**Graf 23 Porovnanie štruktúry cenového vývoja (medziročný rast priemernej HICP v %, príspevky v p. b.)**



**Graf 24 Porovnanie HICP čistej inflácie bez pohonných látok (medziročný rast v %)**





**Tabuľka 7 Strednodobá predikcia (P4Q-2013) základných makroekonomických ukazovateľov na medziročnej báze**

Ukazovateľ (medziročná dynamika v %, ak nie je uvedené inak)	2012	2013	2014	2015	2013	2014	2015
	Skutočnosť	P4Q-2013			Zmena oproti P3Q-2013		
<b>Ceny</b>							
Inflácia meraná HICP (priemer)	3,7	1,5	1,3	1,8	-0,2	-0,2	0,0
Inflácia meraná CPI (priemer)	3,6	1,4	1,2	1,7	-0,2	-0,2	-0,1
ULC <sup>1)</sup> (kompen. na zamestnanca v b. c./ prod. práce ESA 95 v s. c.)	0,3	1,1	1,3	1,2	0,1	0,2	0,2
Produktivita práce ESA 95 (HDP s. c./ zamestnanosť ESA 95)	1,7	1,7	1,9	2,6	-0,1	0,1	-0,2
Kompen. na zamestnanca v b. c. podľa ESA 95	2,0	2,8	3,2	3,8	-0,1	0,2	0,0
Nominálne mzdy <sup>2)</sup>	2,5	2,6	3,2	3,8	0,0	0,4	0,0
Reálne mzdy <sup>3)</sup>	-1,1	1,1	2,0	2,1	0,0	0,7	0,1
<b>Ekonomická aktivity</b>							
HDP reálny	1,8	0,9	2,2	3,1	0,0	0,1	-0,1
Konečná spotreba domácností	-0,2	0,1	1,6	2,5	-0,9	-0,3	-0,2
Konečná spotreba verejnej správy	-1,1	0,3	0,2	1,6	0,6	0,6	0,2
Tvorba hrubého fixného kapitálu	-10,5	-7,7	-0,4	3,4	-1,9	-1,3	0,2
Vývoz tovarov a služieb	9,9	3,8	4,8	5,3	-1,0	-0,5	-0,2
Dovoz tovarov a služieb	3,3	2,0	4,2	5,2	-0,3	-1,1	-0,1
Hrubý disponibil. dôchodok domácností reálny	0,3	0,9	1,8	2,4	-0,2	0,2	0,0
Output gap (% z potenciálneho produktu)	-1,0	-1,9	-2,0	-1,1	-0,2	0,2	0,4
<b>Trh práce</b>							
Zamestnanosť podľa ESA 95	0,1	-0,8	0,3	0,5	0,2	0,0	0,1
Zamestnanosť podľa ESA 95 (v tis. osôb)	2 209,4	2 192,0	2 198,6	2 209,0	3,7	4,6	5,6
Miera nezamestnanosti podľa VZPS <sup>4)</sup> (%)	13,9	14,2	13,7	13,1	0,0	0,1	0,1
Počet nezamestnaných podľa VZPS <sup>4)</sup> (v tis. osôb)	377,5	386,0	371,7	353,7	1,6	3,0	2,0
<b>Platobná bilancia</b>							
Otvorenosť ekonomiky (% HDP)	185,1	186,4	189,0	192,4	1,1	-0,5	-0,7
Obchodná bilancia (% HDP)	5,0	6,4	6,5	6,9	-0,7	-0,9	-0,9
Bilancia služieb (% HDP)	0,4	0,2	0,3	0,3	0,0	0,1	0,0
Bežný účet (% HDP)	2,2	3,3	2,8	3,5	-0,9	-1,9	-2,2
Bežný a kapitálový účet (% HDP)	4,1	4,7	4,4	5,4	-1,0	-1,9	-2,1
<b>Externé predpoklady prognózy</b>							
<b>Externé prostredie</b>							
Rast zahraničného dopytu Slovenska	1,0	1,0	4,3	5,2	0,1	-0,1	-0,1
<b>Technické predpoklady</b>							
Výmenný kurz (EUR/USD) <sup>5)</sup>	1,28	1,33	1,34	1,34	0,8	0,8	0,8
Cena ropy Brent (USD/barel) <sup>5)</sup>	112,0	108,2	103,9	99,2	0,4	1,1	1,6
Cena ropy Brent (EUR/barel) <sup>5)</sup>	87,1	81,6	77,3	73,8	-0,1	-0,1	0,4
Rast cien ropy (v USD)	0,9	-3,4	-3,9	-4,6	0,3	0,7	0,5
Rast cien ropy (v EUR)	9,3	-6,3	-5,3	-4,6	0,0	-0,1	0,5
Rast cien neenergetických komodít (v USD)	-7,2	-5,4	-2,6	3,7	0,0	-2,5	-1,1
EURIBOR 3M (%)	0,6	0,2	0,3	0,5	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 (P4Q-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	-0,1	0,0	0,8	0,4	0,1	0,3	0,8	0,4	0,2	0,6
ULC <sup>1)</sup> (kompen. na zamestnanca v b. c./ prod. práce ESA 95 v s. c.)	0,3	1,7	-0,4	0,5	1,0	-1,1	0,5	0,3	0,8	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4
Produktivita práce ESA 95 (HDP s. c./ zamestnanosť ESA 95)	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,2	0,4	0,3	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
Kompen. na zamestnanca v b. c.	0,6	2,0	0,0	0,9	1,4	-0,6	0,7	0,8	1,1	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1
<b>Ekonomická aktivita</b>																
HDP reálny	0,3	0,2	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,5	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9
Konečná spotreba domácností	0,4	-0,9	0,1	-0,2	-0,3	0,8	0,1	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8
Konečná spotreba verejnej správy	1,1	-1,5	0,4	-0,3	0,6	0,2	-0,4	0,7	-0,4	0,2	0,1	0,1	0,5	0,5	0,6	0,9
Tvorba hrubého fixného kapitálu	-8,3	-4,3	1,1	-2,7	-5,7	2,5	-4,0	2,5	-2,1	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
Vývoz tovarov a služieb	5,1	3,1	0,7	0,4	-0,3	3,7	-1,1	1,8	1,0	1,3	1,4	1,4	1,3	1,2	1,3	1,4
Dovoz tovarov a služieb	2,4	2,6	3,1	-3,4	0,4	1,9	0,8	0,8	0,8	1,1	1,3	1,3	1,3	1,2	1,3	1,3
Hrubý disponibil. dôchodok domácností reálny	1,5	-0,6	-0,3	0,7	-0,2	1,1	0,0	0,4	0,5	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
Output gap (% z potenciálneho produktu)	-0,7	-0,9	-1,1	-1,4	-1,6	-1,7	-2,1	-2,1	-2,2	-2,0	-1,9	-1,7	-1,5	-1,3	-1,0	-0,7
<b>Trh práce</b>																
Zamestnanosť podľa ESA 95	0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Miera nezamestnanosti podľa VZPS <sup>2)</sup> (%)	13,7	13,8	13,9	14,3	14,2	14,3	14,3	14,1	13,9	13,8	13,7	13,5	13,4	13,2	13,0	12,8

Zdroj: NBS, ECB a ŠÚ SR.

Poznámka:

1) ULC – jednotkové náklady práce.

2) VZPS – výberové zisťovanie pracovných síl.