



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



STREDNODOBÁ PREDIKCIA

1. Q
2014

Vydala:
© Národná banka Slovenska

Adresa:
Národná banka Slovenska
Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava

Kontakt:
02/5787 2146

<http://www.nbs.sk>

Prerokované Bankovou radou NBS
25. marca 2014.

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

ISSN 1338-1466 (elektronická verzia)



OBSAH

1	ZHRNUTIE	4	Graf 9 Výmenný kurz USD/EUR	10		
2	AKTUÁLNY VÝVOJ V ZAHRANIČÍ A V SR	5	Graf 10 Cena ropy Brent v USD/barel	10		
3	TECHNICKÉ PREDPOKLADY	10	Graf 11 Cena ropy Brent v EUR/barel	10		
4	PROGNÓZA EXTERNÉHO PROSTREDIA	12	Graf 12 Ceny neenergetických surovín	11		
5	MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCIA SR	14	Graf 13 Predikcia zahraničného dopytu a slovenského exportu tovarov a služieb	14		
5.1	Ekonomický rast	14	Graf 14 Vývoj príjmov, spotreby a miery úspor domácností	15		
5.2	Trh práce	17	Graf 15 Vývoj HDP a produkčnej medzery	15		
5.3	Náklady práce a cenový vývoj	18	Graf 16 Vývoj zamestnanosti, odpracovaných hodín a miery nezamestnanosti	17		
6	RIZIKÁ PROGNÓZY	20	Graf 17 Vývoj miery nezamestnanosti a NAIRU	18		
7	POROVNANIE S PREDCHÁDZAJÚCOU PROGNÓZOU	22	Graf 18 Očakávaná štruktúra medziročnej inflácie v roku 2014	19		
8	VPLYV MAKROEKONOMICKEJ PREDIKCIE P1Q-2014 NA VEREJNÉ FINANČIE	24	Graf 19 Predikcia inflácie HICP	20		
ZOZNAM BOXOV			Graf 20 Štruktúra rastu HDP	22		
Box 1	Perspektívy vývoja ekonomiky a inflácie za horizont predikcie (do roku 2020)	16	Graf 21 Porovnanie ukazovateľov trhu práce	23		
Box 2	Bude na Slovensku deflácia? Pravdepodobnosť nie je vysoká.	21	Graf 22 Porovnanie štruktúry cenového vývoja	23		
ZOZNAM GRAFOV			ZOZNAM GRAFOV V BOXOCH			
Graf 1	Odchýlky rovnovážneho kurzu (REER; na báze indexu cien priemyselnej výroby) od rovnováhy a medziročný rast trhového podielu SR	6	Box 1	Graf A HDP a rast potenciálneho produktu	16	
Graf 2	Štruktúra tvorby hrubého fixného kapitálu	6	Box 2	Graf B Inflácia HICP	16	
Graf 3	Vývoj investícií a dlhodobých úverov	7	Graf A	Odhad pravdepodobnosti medziročného poklesu cien	21	
Graf 4	Náklady spotrebiteľov a súkromná spotreba	7	ZOZNAM TABULIEK			
Graf 5	Očakávania domácností	7	Tab. 1	Predikcia tvorby hrubého fixného kapitálu	14	
Graf 6	Aktuálny vývoj predstihových indikátorov	8	Tab. 2	Predikcia verejnej spotreby a verejných investícií	15	
Graf 7	Aktuálny vývoj ukazovateľov na trhu práce	8	Tab. 3	Jednotkové náklady práce	18	
Graf 8	Vývoj inflácie	9	Tab. 4	Mzdy	18	
			Tab. 5	Riziká predikcie	20	
			Tab. 6	Rozdiely predpokladaných daňových a odvodových príjmov verejných financií SR	24	
			Tab. 7	Strednodobá predikcia P1Q-2014 základných makroekonomických ukazovateľov	25	
			ZOZNAM TABULIEK V BOXOCH			
			Box 1	Tab. A	Predikcia základných makroekonomických ukazovateľov	17



1 ZHRNUTIE

Aktuálna predikcia je založená na publikovaných údajoch z národných účtov za posledný štvrtrok 2013 a mesačných štatistikách za prvé dva mesiace tohto roka¹. Technické predpoklady boli prevzaté z predikcie ECB. Horizont predikcie sa predĺžil do konca roka 2016.

Strednodobá predikcia vychádza z predpokladu oživovania ekonomík našich hlavných obchodných partnerov, ktoré sa začalo v druhej polovici roka 2013. Od tohto roka sa predpokladá zrýchlenie tempa rastu, čo by malo podporiť rast našej ekonomiky.

Rast ekonomiky eurozóny sa v poslednom štvrtroku 2013 zrýchlil. Dynamickejší rast sa predpokladá aj v ďalšom období, na čo poukazujú predstihové indikátory pre eurozónu. V porovnaní s očakávaniami by však rast ekonomiky eurozóny mal byť približne rovnaký, s akým sa uvažovalo v predchádzajúcej predikcii.

Tempo rastu slovenskej ekonomiky sa vo 4. štvrtroku v súlade s očakávaniami nepochybne zrýchlilo, čo reflektovalo zahraničný dopyt po našich výrobkoch a službách a relatívne silný rast investičného dopytu. Na druhej strane, nedostavilo sa očakávané výraznejšie oživenie súkromnej spotreby. Aj naďalej sa predpokladá, že hlavným zdrojom rastu bude export. Jeho pozitívny príspevok sa v porovnaní s predchádzajúcou predikciou pre tento rok ešte zvýraznil. Vyplýva to z aktuálneho vývoja a predpokladaného vplyvu podhodnoteného

reálneho kurzu. **Ekonomika by v tomto roku mala vzrásť o 2,4 %**. V ďalších rokoch by sa mal zrýchľovať aj domáci dopyt a rast by mal byť vyváženejší. **V roku 2015 by sa mal rast ekonomiky zrýchliť na 3,3 % a v roku 2016 na 3,5 %**. Na trhu práce sa dostavili pozitívne tendencie mierne skôr, ako sa čakalo. Preto sa pre tento rok očakáva rýchlejšia akcelerácia zamestnanosti a zároveň rýchlejší pokles miery nezamestnanosti. Malo by to však byť spravované pomalším rastom miezd. Tie by mali byť prorastovo ovplyvnené najmä zvyšovaním miezd vo verejnom sektore.

V porovnaní s predchádzajúcimi predikciami sa zmenil pohľad na riziká v reálnej ekonomike. Pozitívny vývoj predstihových ukazovateľov v eurozóne a možné podhodnotenie získavania trhových podielov poukazujú na riziko predikcie pre tento rok smerom k vyššiemu rastu ekonomiky. V ďalšom období sa zdajú byť riziká vybilancované.

V cenovom vývoji došlo v dôsledku aktuálneho vývoja inflácie začiatkom roka 2014 k prehodnoteniu smerom k nižším dynamikám. Veľmi nízka inflácia by mala zotrvať na podobných úrovniach ešte v 1. polroku, v ďalšom období by však malo dôjsť k obratu a rast cien by sa mal začať zrýchľovať. **Napriek tomu by mala priemerná inflácia v tomto roku dosiahnuť 0,2 %**. Postupné zrýchľovanie rastu cien od posledného štvrtroka 2014 by malo odzrkadľovať oživujúci spotrebiteľský dopyt. **Inflácia by sa tak mala zrýchliť na 1,9 % v roku 2015 a na 2,0 % v roku 2016**.

¹ Dátum uzávierky údajov bol 10. marca 2014.



2 AKTUÁLNY VÝVOJ V ZAHRANIČÍ A V SR

DIFERENCOVANÝ VÝVOJ GLOBÁLNEJ EKONOMIKY.

V poslednom štvrtroku 2013 pokračovalo postupné oživovanie globálnej ekonomiky, naďalej však pretrvával diferencovaný vývoj v jednotlivých zoskupeniach. Kým vo vyspelých krajinách sa upevnil hospodársky rast, rozvíjajúce ekonomiky rástli pomalším tempom v dôsledku slabšieho domáceho dopytu, obmedzeného priestoru na ďalšie podporné domáce politiky a napätia na finančných trhoch.

Rast ekonomiky USA sa v poslednom štvrtroku 2013 spomalil. Lepšie ekonomické vyhliadky a zlepšujúce sa hospodárenie domácností však podporovali investície a súkromnú spotrebu. I keď vládny sektor mal tlmiaci efekt na ekonomiku, neistota ohľadom fiškálneho vývoja sa postupne znížila. Pokračujúce expanzívne politiky podporovali ekonomickú aktivitu aj v Japonsku a Veľkej Británii, ktorá profitovala hlavne z domáceho dopytu. Čína, ktorá sa v roku 2013 opätovne preorientovala na investíciami ťahané hospodárstvo, pokračovala v závere roka v silnom, aj keď mierne nižšom raste. Rovnako sa spomalila ekonomická aktivita aj v ďalších rozvíjajúcich sa ekonomikách v dôsledku sprísnených globálnych finančných podmienok.

OŽIVENIE GLOBÁLNEJ EKONOMIKY BUDE POKRACOVAŤ.

Postupné oživenie globálnej ekonomiky by malo pokračovať aj v horizonte prognózy. Z krátkodobého hľadiska indikátory dôvery naznačujú priaznivé ekonomické podmienky, ktoré sú konzistentné s progresívnym zvyšovaním globálnej aktivity. Kompozitný indikátor ekonomickej dôvery (Composite Leading Indicator) rástol v závere roka 2013 vo všetkých významnejších ekonomikách OECD, v rozvíjajúcich sa ekonomikách poukazuje na spomaľovanie rastu, resp. jeho stagnáciu. Vo vyspelých ekonomikách by klesajúca zadlženosť súkromného sektora a pokračujúca fiškálna konsolidácia mali pozitívne vplyvať na dôveru a následne na domáci dopyt, aj keď zlepšovanie na trhu práce bude pomalé. Posilnený ekonomický rast vo vyspelých krajinách by mal podporiť aj rozvíjajúce sa ekonomiky a kompenzovať tak faktory, ktoré prispievajú k ich tlmenejšej aktivite.

EKONOMIKA EUROZÓNY VO 4. ŠTVRTROKU 2013 VZRÁSTLA.

Podľa Eurostatu ekonomika eurozóny zaznamenala vo 4. štvrtroku rast 0,3 %. Dynamika rastu hrubého domáceho produktu sa zrýchlila o 0,2 percentuálneho bodu. Najväčšia ekonomika eurozóny – Nemecko – po spomalení rastu v 3. štvrtroku (0,3 %) zaznamenala vo 4. štvrtroku mierne zrýchlenie (0,4 %). Okrem Nemecka zaznamenali zrýchlenie aj všetky veľké ekonomiky. Holandsko dosiahlo najvýraznejší rast (0,7 %), nasledované Francúzskom (0,3 %), Španielskom (0,2 %) a Talianskom (0,1 %). Spomedzi ekonomík postihnutých dlhovou krízou zaznamenalo Portugalsko rast už tretí štvrtrok po sebe. Ekonomický sentiment v podnikateľskej sfére i nálady spotrebiteľov v eurozóne sú naďalej pozitívne. Viaceré predstihové indikátory naznačujú pokračovanie mierneho ekonomického rastu aj v 1. štvrtroku 2014. Ráznejšie naštartovanie ekonomiky je naďalej obmedzované krehkosťou vývoja, pretrvávajúcou neistotou a slabou situáciou na trhu práce, pričom táto už vykazuje známky stabilizácie a pri pokračovaní tohto vývoja by mohla podporiť silnejší rast spotrebiteľského dopytu.

ČESKÁ EKONOMIKA VO 4. ŠTVRTROKU OPĀT PREKVAPILA, TENTOKRÁT POZITÍVNE.

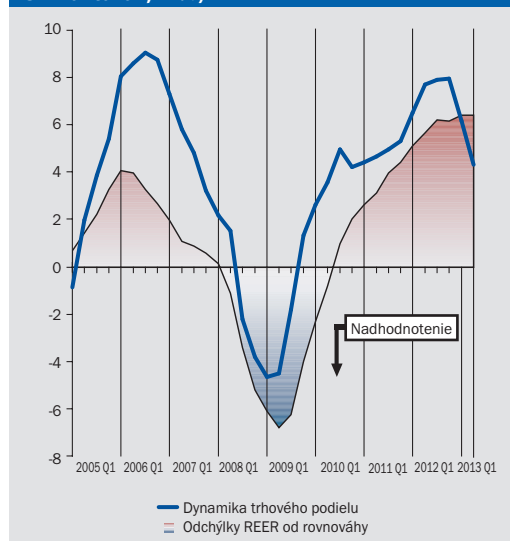
Vo 4. štvrtroku 2013 po raste 0,3 % z predchádzajúceho štvrtroka prekvapila česká ekonomika výrazným medzištvrtročným rastom 1,9 %. Vývoj HDP bol v tomto štvrtroku výrazne ovplyvnený nerovnomerným výberom spotrebnej dane na tabakové výrobky, čo súviselo s očakávaným zvýšením tejto dane od januára 2014. Predzásobenie sa týmito výrobkami koncom roka 2013 zvýšilo HDP v tomto štvrtroku na úkor jedného alebo dvoch nasledujúcich štvrtrokov. Pre posúdenie výkonnosti českej ekonomiky v tomto štvrtroku je možno vhodné uviesť, že hrubá pridaná hodnota, ktorá neobsahuje daňové príjmy, vzrástla o 0,6 %. Akcelerátorom rastu HDP v danom štvrtroku bol najmä investičný dopyt s výrazným medzištvrtročným rastom 5,1 %, čo môže súvisieť s investíciami do dopravných prostriedkov, najmä v súvislosti s rozhodnutím ČNB používať devízové intervencie na oslabenie kurzu českej koruny. Koncom roka 2013 sa podstatne zvýšila registrácia nových áut.

Česká národní banka sa dňa 7. novembra 2013 na svojom zasadnutí rozhodla prostredníctvom devízových intervencií začať používať výmenný kurz ako nástroj na ďalšie uvoľnenie menovopolitických podmienok. Centrálna banka prijala asymetrický záväzok nepripustiť posilnenie výmenného kurzu pod úroveň 27 CZK/EUR. Dôvodom bolo najmä vyčerpanie nástroja úrokových sadzieb na dosiahnutie inflačného cieľa v strednodobom horizonte.

NA SLOVENSKU SA TEMPO RASTU MIERNE ZRÝCHLILO, ZDROJOM BOLI NAJMÄ INVESTÍCIE A ZAHRANIČNÝ DOPYT.

Zlepšovanie nálad v ekonomike sa vo 4. štvrtroku 2013 prenieslo aj do reálnych čísel. Ekonomia podporená najmä pokračujúcim oživením v eurozóne vzrástla vo 4. štvrtroku o 0,4 %, čo bolo v súlade s očakávaniami januárovej strednodobej predikcie. Štruktúra rastu však bola priaznivejšia, keď sa k zahraničnému dopytu pridal aj domáci dopyt (predovšetkým investičná aktivita). Export rástol pomerne robustne a opätovne rýchlejšie ako zahraničný dopyt. Znamená to, že Slovensko získavalo trhové podiely, k čomu mohol prispieť aj podhodnotený reálny kurz.

Graf 1 Odchýlky rovnovážneho kurzu (REER; na báze indexu cien priemyselnej výroby) od rovnováhy a medziročný rast trhového podielu SR (centrované kľzavé priemery za 5 kvartálov, v %)



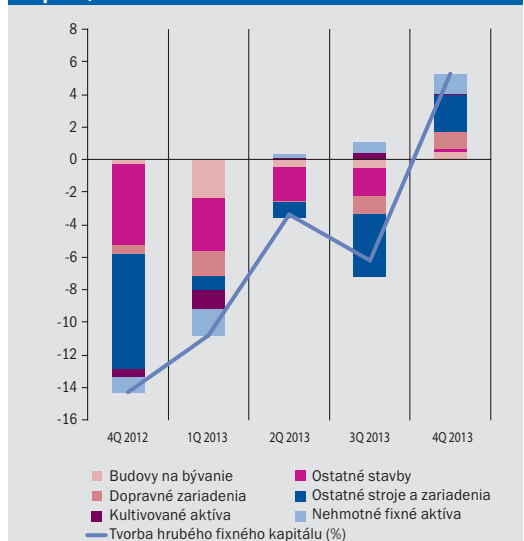
Zdroj: ECB, Eurostat a NBS.

Dopyt po slovenských výrobkoch a službách pochádzal tak z eurozóny, ako aj zo zvyšku sveta a bol tak vyváženejší. Pozitívnym znakom bol výraznejší príspevok exportov do krajín mimo eurozóny (vyspelých aj rozvíjajúcich sa krajín). Vývoz bol podporený najmä silnejším globálnym obchodom, keďže aj ekonomiku eurozóny ťahal najmä export. Na Slovensku rástol vo 4. štvrtroku 2013 aj domáci dopyt, najmä investičný dopyt.

OŽIVENIE INVESTIČNÉHO DOPYTU.

Po negatívnom vývoji v prvých troch štvrtrokoch 2013 prišlo v poslednom kvartáli k relatívne silnému oživeniu investičného dopytu. Ten bol do veľkej miery ovplyvnený investíciami do veľkých projektov (automobilový priemysel, dostavba Mochoviec, infraštruktúrne projekty). Obnovili sa však investície v celej ekonomike. Dokumentuje to vývoj investícií z pohľadu klasifikácie produkcie, kde je evidentný rast investícií do strojov a zariadení a do dopravných zariadení. Výrazný príspevok nehmotných aktív bol pravdepodobne spôsobený investíciami do platobného systému SEPA. Naďalej tlmiačo pôsobili investície do budov na bývanie. Tento negatívny vývoj dokumentoval pokles investičnej aktivity domácností. Domácnostiam ako jedinému sektoru poklesli investície, čo

Graf 2 Štruktúra tvorby hrubého fixného kapitálu (medziročné zmeny v %, príspevky v p. b.)



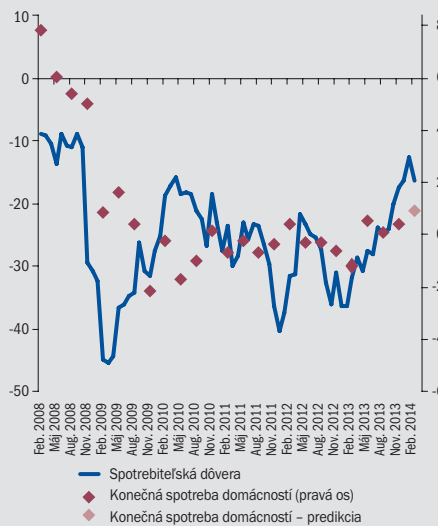
Zdroj: ŠÚ SR.

Graf 3 Vývoj investícií a dlhodobých úverov (medziročné zmeny v %)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

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



Zdroj: ŠÚ SR a Európska komisia.

odzrkadľuje negatívny príjmový efekt. Investície ostatných sektorov (nefinančné a finančné spoločnosti) rástli a boli financované najmä internými zdrojmi. Investície verejnej správy v poslednom štvrtroku 2013 dobiehali výrazne negatívny vývoj v predchádzajúcom období a čiastočne tak podporili rast ekonomiky.

STAGNÁCIA SÚKROMNEJ SPOTREBY.

Rast súkromnej spotreby síce dosiahol vo 4. štvrtroku 2013 kladnú hodnotu (0,1 %), bolo to však menej ako očakávania a spotreba sa tak zatiaľ stále nenaštartovala. Za celý rok 2013 klesla súkromná spotreba o 0,1 % a pokračovala tak v štyri roky trvajúcom poklese. Kladný rast súkromnej spotreby vo 4. štvrtroku 2013 spôsobil najmä dopyt po tovaroch dlhodobej spotreby. Ten sa zvýšil po dlhšie trvajúcom útlme. Môže to naznačovať uspokojovanie odloženej spotreby z minulosti v súlade s tým, ako sa zlepšuje nálada spotrebiteľov. Na základe aktuálnych prieskumov spotrebiteľia vnímajú menej negatívne očakávania miery nezamestnanosti aj finančnej situácie. Pokračujúci trend zlepšovania nálad spotrebiteľov však bol tlmeneý poklesom reálneho disponibilného dôchodku. Mzdový vývoj v ekonomike neumožňoval rýchlejší rast spotreby, ktorý bol navyše sčasti

Graf 5 Očakávania domácností (3-mesačný kľzavý priemer, saldá odpovedí)



Zdroj: Európska komisia.

saturovaný úsporami. Predstihové indikátory v prvých dvoch mesiacoch 2014, ako aj maloobchodné tržby za január 2014, naznačujú ďalšie zlepšovanie nálad spotrebiteľov, čo by mohlo potiahnuť rast spotreby k mierne vyšším dynamikám v porovnaní s minulým rokom.

VLÁDA PODPORILA SVOJIMI VÝDAVKAMI RAST EKONOMIKY.

Konečná spotreba verejnej správy pokračovala v poslednom štvrtroku 2013 v raste, keď sa výraznejšie zvýšili kompenzácie pri umiernenom vývoji medzispotreby. Za celý rok tak verejná spotreba po dvoch rokoch poklesu vzrástla a prispela kladne k rastu ekonomiky.

OŽIVENIE NABERÁ ZAČIATKOM ROKA 2014 NA SILE.

Aktuálne mesačné údaje naznačujú akceleráciu ekonomickej aktivity v 1. štvrtroku 2014. Pomerne dynamicky rástla v januári priemyselná produkcia aj tržby v ekonomike, čo sa následne prejavilo aj v pomerne robustnom raste exportnej výkonnosti. Predstihové indikátory pokračovali v januári v zlepšovaní. Následná februárová korekcia by mala byť iba dočasná, nakoľko pomerne silné soft aj hard ukazovatele v eurozóne by mali zlepšiť sentiment v ekonomike aj na Slovensku.

POZITÍVNY VÝVOJ NA TRHU PRÁCE.

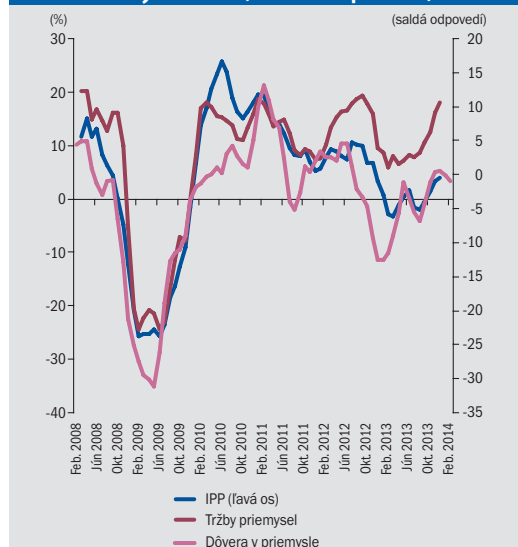
Na trhu práce sa v poslednom štvrtroku 2013 prejavili pozitívne trendy. Zamestnanosť sa zvýšila o 0,3 %, čo bolo mierne rýchlejšie tempo, ako sa očakávalo. Väčšiu časť rastu zamestnanosti tvorilo zvýšenie počtu živnostníkov. Rástol ale aj počet zamestnancov vo všetkých hlavných odvetviach

ekonomiky. Odpracované hodiny na zamestnanca vo 4. štvrtroku 2013 poklesli, čo indikuje, že v niektorých odvetviach firmy pravdepodobne narazili na strop pre odpracované hodiny na zamestnanca a museli vytvárať nové miesta. Pozitívny vývoj sa zachoval v priemysle a stavebníctve, kde rástla zamestnanosť aj počet odpracovaných hodín na zamestnanca, čo súvisí s pretrvávajúcim konkurencieschopnosti priemyslu.

V súlade s tvorbou nových pracovných miest a rastom zamestnanosti sa znížila miera nezamestnanosti. Tá dosiahla 14,1 % v poslednom štvrtroku 2013 a bola mierne nižšia ako očakávaná.

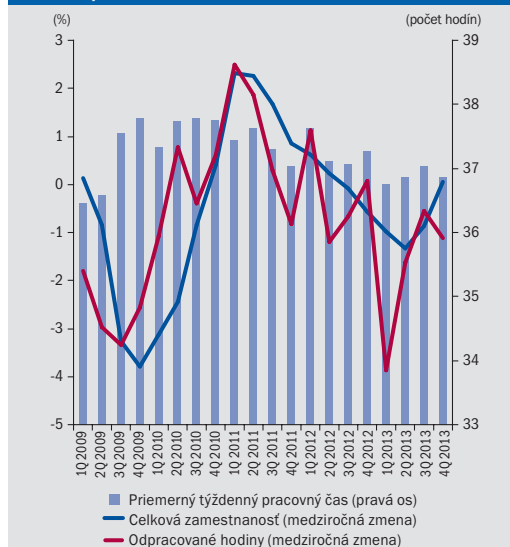
V oblasti miezd došlo v poslednom štvrtroku 2013 k negatívnemu vývoju v porovnaní s očakávaniami. Nominálne mzdy v súkromnom sektore stagnovali a nepatrný rast bol potiahnutý najmä zvyšovaním miezd vo verejnej správe. Dlhodobejšie sme svedkami predstihu rastu miezd vo verejnej správe pred rastom miezd v súkromnom sektore, čo môže mať negatívny signalizačný efekt, ako aj dopad na deficit verejných financií. V priemysle rástli mzdy len nepatrne pri poklese produktivity práce. Pravdepodobne boli mzdy zvyšované z minulosti naakumulovaného prebytku rastu produktivity práce pred rastom miezd. V celej ekonomike produktivita práce mierne vzrástla.

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



Zdroj: ŠÚ SR a Európska komisia.

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



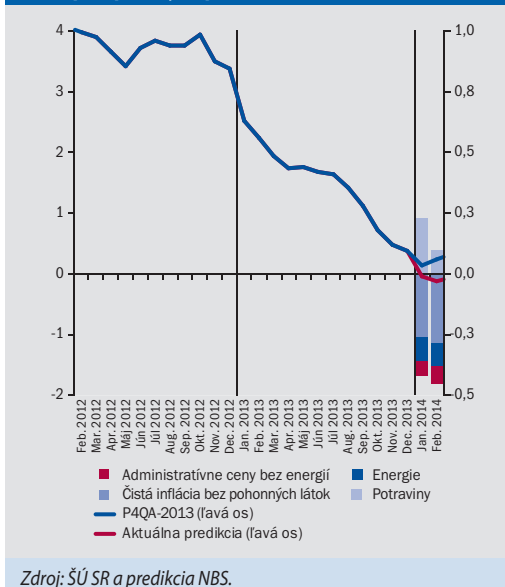
Zdroj: ŠÚ SR.

Mierne vyšší rast kompenzácií na zamestnanca ako produktivity práce spôsobil nepatrné zvýšenie jednotkových nákladov práce.

POKLES CIEN.

Pokles cien sa v poslednom štvrtroku 2013 na medzikvartálnej báze prehĺbil a dosiahol -0,2 %. Bol to druhý štvrtrok v rade, keď inflácia poklesla, v dôsledku čoho sa medziročná dynamika spomalila na 0,5 %. Pokles cien bol mierne vyšší, ako sa čakalo a najväčší vplyv mal prepád cien potravín (predovšetkým nespracovaných). Pokles cien nespracovaných potravín bol spôsobený priaznivou úrodou a konkurenčným bojom v prostredí slabého spotrebiteľského dopytu. Vo vývoji cien služieb, ktoré vzrástli len veľmi mierne, sa prejavil okrem nízkeho spotrebiteľského dopytu aj pokles cien vstupných nákladových faktorov. Ceny energií mierne poklesli v dôsledku zníženia cien pohonných látok. V prvých dvoch mesiacoch tohto roka pokračovala inflácia v poklese a vo februári sa dokonca aj medziročná dynamika dostala do zápornej hodnoty (-0,1 %). V porovnaní s očakávaniami bola inflácia v prvých dvoch me-

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



Zdroj: ŠÚ SR a predikcia NBS.

siacoch nižšia o 0,4 percentuálneho bodu. Okrem potravín pôsobili tlmiačo ceny energií, služieb aj priemyselných tovarov bez energií.

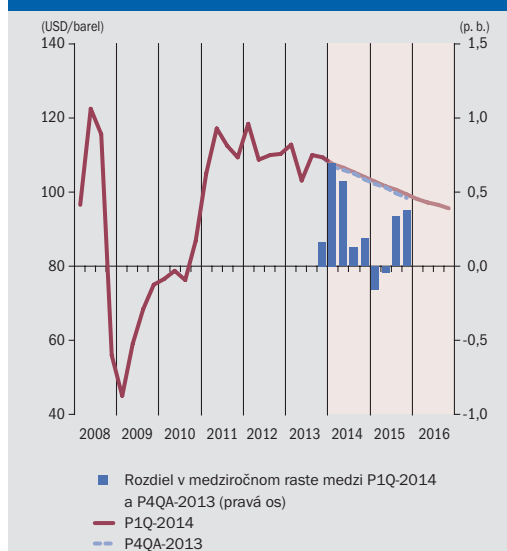
3 TECHNICKÉ PREDPOKLADY²

Od zverejnenia poslednej prognózy sa **výmenný kurz** eura voči americkému doláru pohyboval v rozpätí 1,35 až 1,38 USD/EUR a ku koncu sledovaného obdobia sa pohyboval okolo úrovne 1,37 USD/EUR. Aktuálna prognóza predpokladá v roku 2014, ako aj v roku 2015 a 2016 priemernú úroveň kurzu 1,36 USD/EUR³, to znamená, že by mal byť v porovnaní s januárovou aktualizáciou strednodobej predikcie mierne slabší.

Cena ropy Brent sa začiatkom roka 2014 pohybovala v pásme 106 – 110 USD/barel. V prvých dvoch dekádach januára mala rastúci trend, priaznivejšie podmienky na strane ponuky a dopytu však koncom januára a začiatkom februára vplývali na jej pokles. Následne došlo opätovne k jej rastu k úrovni 110 USD/barel. Podľa aktuálnej prognózy by v roku 2014 mala cena ropy dosiahnuť 105,8 USD/barel, v roku 2015 by mala poklesnúť na 101,1 USD/barel a v roku 2016 na 96,9 USD/barel⁴. V eurovom vyjadrení by mala cena ropy dosiahnuť 78,0 EUR/barel v roku 2014, v roku 2015 úroveň 74,5 EUR/barel a 71,5 EUR/barel v roku 2016. V porovnaní s predchádzajúcou prognózou je cena ropy v USD mierne vyššia, v dôsledku slabšieho výmenného kurzu však ceny ropy v EUR budú relatívne vyššie ako ceny v USD.

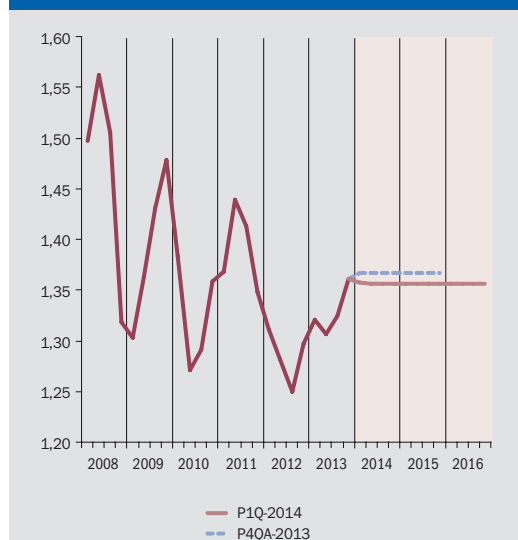
Ceny neenergetických komodít v poslednom štvrťroku 2013 viac-menej stagnovali, keď klesajúce ceny potravín kompenzovali rast cien kovov, ktoré odrážali oživenie globálnej aktivity v priemysle. Uvedený vývoj cien neenergetických

Graf 10 Cena ropy Brent v USD/barel



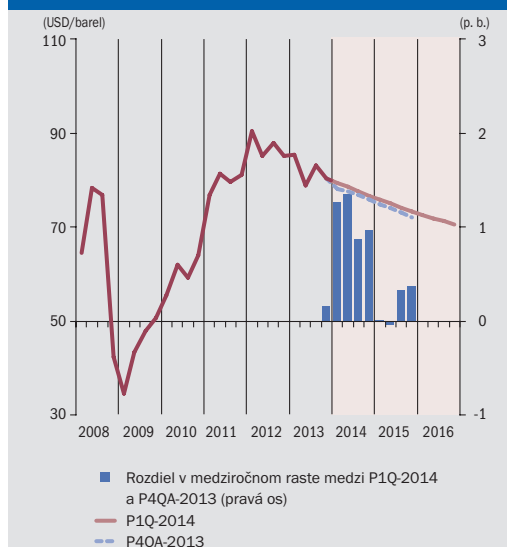
Zdroj: NBS a ECB.

Graf 9 Výmenný kurz USD/EUR



Zdroj: NBS a ECB.

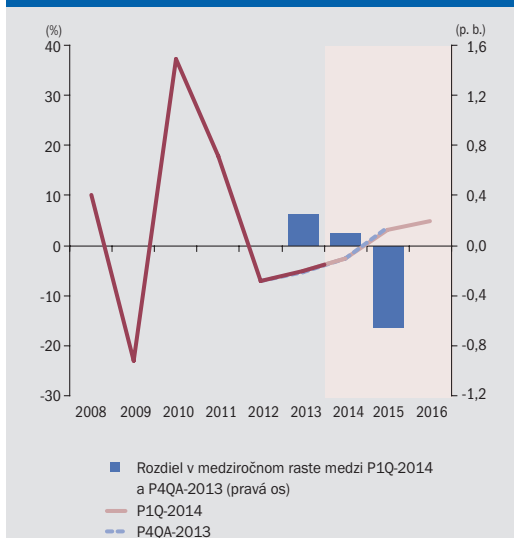
Graf 11 Cena ropy Brent v EUR/barel



Zdroj: NBS a ECB.

- 2 Technické predpoklady strednodobej prognózy vychádzajú z „Makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu“ z marca 2014 s dátumom uzávierky 12. februára 2014.
- 3 Prognóza v celom horizonte predpokladá, že bilaterálny výmenný kurz USD/EUR zostane nezmenený na úrovni priemeru za desať pracovných dní koniacich dňom uzávierky.
- 4 V súvislosti s aktuálnym geopolitickým napätím existuje riziko vyšších cien ropy v porovnaní s predpokladmi prognózy. Futures ceny ropy po dátume uzávierky (začiatok marca) boli len mierne nad technickými predpokladmi a nemali by výraznejší vplyv na strednodobú predikciu.

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



Zdroj: NBS a ECB.

tických komodít pokračoval aj začiatkom roka 2014. Celkovo by v roku 2014 mali podľa aktuálnej prognózy ceny neenergetických komodít poklesnúť o 2,5 %, následne v rokoch 2015 by mali vzrásť o 3,1 %, resp. v roku 2016 o 4,8 %.

Priemerná úroveň **krátkodobých úrokových sadzieb**⁵ (3-mesačný EURIBOR) by mala dosiahnuť 0,3 % v roku 2014, 0,4 % v roku 2015 a 0,8 % v roku 2016.

⁵ Technické predpoklady týkajúce sa vývoja úrokových sadzieb a cien komodít sú založené na očakávaníach trhu s dátumom uzávierky 12. februára 2014. Predpoklad týkajúci sa krátkodobých úrokových sadzieb je výhradne technickej povahy.



4 PROGNOZA EXTERNÉHO PROSTREDIA⁶

Rast globálnej ekonomiky by sa mal zrýchliť z 2,8 % v roku 2013 na 3,6 % v roku 2014. V ďalších rokoch 2015 a 2016 by sa mal zvýšiť na 3,7 %, resp. 3,8 %. Odhady globálnej ekonomiky sú však naďalej sprevádzané značnou mierou neistoty. K možným rizikám pre vývoj globálnej ekonomiky v strednodobom horizonte, ktoré by mohli pôsobiť tlmiaco na hospodársky rast, patria hlavne nedostatočné strednodobé fiškálne konsolidačné plány v USA a Japonsku, ktoré by mohli zvýšiť rizikovú prémie dlhodobých úrokových sadzieb. Súčasne menej akomodatívne menové politiky v krajinách mimo eurozóny môžu viesť k vyšším výnosom dlhopisov s možným dopadom na rozvíjajúce sa ekonomiky.

Rast HDP eurozóny by mal byť mierny aj v roku 2014 a v rokoch 2015 a 2016 predikcia predpokladá zrýchlenie oživenia ekonomiky. Zotavovanie domáceho a zahraničného dopytu by malo byť podľa očakávaní rozhodujúcim faktorom vyššej hospodárskej aktivity. Zahraničný dopyt by mal profitovať z postupného posilňovania globálneho oživenia. Domáci dopyt by malo podporiť posilnenie dôvery ekonomických subjektov v prostredí klesajúcej neistoty, uvoľnená menová politika, ako aj pokles cien ropy, ktorý by mal podporiť reálny disponibilný príjem. Intenzita fiškálnej konsolidácie, ako aj náprava bilancii verejného a súkromného sektora, sa bude v horizonte prognózy znižovať a následne sa tak bude eliminovať aj negatívny vplyv týchto opatrení na hospodársky rast. V roku 2014 sa očakáva rast HDP o 1,2 %, v roku 2015 o 1,5 % a v roku 2016 by sa mala dynamika rastu hospodárstva eurozóny zvýšiť na 1,8 %⁷.

Inflácia v eurozóne sa pohybuje na relatívne nízkych úrovniach, keď vo februári 2014 dosiahla 0,7 %. Jej nízka úroveň odráža pokles cien energií a mierny rast cien potravín, ako aj nízky rast cien služieb a priemyselných tovarov bez energií. V horizonte prognózy by priemerná **inflácia v eurozóne** meraná HICP mala v krátkodobom horizonte zostať naďalej na nízkych úrovniach a následne sa od konca roka 2014 mierne zvyšovať v súlade s oživením ekonomickej aktivity. V roku 2014 by mala dosiahnuť 1,0 %, v roku 2015 úroveň 1,3 % a v roku 2016 by sa mala zrýchliť

na 1,5 %⁸. Umiernený vývoj inflácie v horizonte prognózy odzrkadľuje predpokladaný pokles cien ropy (futures) a pretrvávajúci nízky ekonomickej rast. Avšak postupné oživenie ekonomickej rastu a domáceho dopytu by malo prispieť k zrýchleniu cenového rastu. Inflácia cien potravín by sa mala podľa očakávaní v prvých troch štvrtrokoch 2014 naďalej zmiernovať, ovplyvnená minulými poklesmi komoditných cien potravín (v eurách), ako aj bážického efektu. Do konca horizontu prognózy by sa rast cien potravín mal 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 2014 na 1,4 % v roku 2015 a následne na 1,7 % v roku 2016, odrážajúc tak mierne oživenie hospodárskej aktivity. HICP inflácia bez cien potravín, energií a zmien nepriamych daní by mala v horizonte prognózy vzrásť z 1,0 % v roku 2014 na 1,4 % v roku 2015 a na 1,7 % v roku 2016. Nárast nepriamych daní, ktoré sú zahrnuté v plánoch fiškálnej konsolidácie, by mal tvoriť významný príspevok k HICP inflácii v roku 2014 (0,2 percentuálneho bodu). Následne v roku 2015 a 2016 je očakávaný príspevok nepriamych daní zanedbateľný, nakoľko zatiaľ nie sú známe pripravované fiškálne opatrenia.

V rámci domácich cenových tlakov by mal v roku 2014 medziročný rast kompenzácií na zamestnanca ostať nezmenený a v roku 2015 a 2016 by sa mal zrýchliť. Rast jednotkových nákladov práce by sa mal v roku 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 a 2016 by mal byť vďaka oživeniu ekonomiky a postupnému zlepšovaniu situácie na trhu práce 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 roku 2014 posilniť a následne v horizonte prognózy mierne rásť v dôsledku postupného zlepšovania ekonomickej podmienok.

⁶ Predpoklady vývoja medzinárodnej ekonomiky vychádzajú z „Makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu“ z marca 2014 a sú založené na údajoch dostupných k 20. februáru 2014.

⁷ Uvádzané hodnoty odhadu rastu HDP predstavujú stredy intervalov. V roku 2014 predpokladá prognóza ECB rast HDP v intervale 0,8 % až 1,6 %, v roku 2015 v intervale 0,4 % až 2,6 % a v roku 2016 v intervale 0,7 % až 2,9 %.

⁸ Uvádzané hodnoty odhadu HICP predstavujú stredy intervalov. V roku 2014 predpokladá prognóza ECB HICP medzi 0,7 % až 1,3 %, v roku 2015 medzi 0,6 % až 2,0 % a v roku 2016 medzi 0,7 % až 2,3 %.



Spomaľovanie rastu **globálneho obchodu** sa v priebehu roka 2013 zastavilo, pričom jeho postupné oživovanie súvisí s rastom ekonomickej aktivity. Aktuálne údaje z krátkodobého hľadiska potvrdzujú zlepšovanie v raste svetového obchodu, ktorý by mal postupne akcelerovať z 2,8 % v roku 2013 na 4,6 % v roku 2014, 5,8 % v roku 2015 a až na 6,1 % v roku 2016. Jeho dynamika rastu by však na konci horizontu prognózy mala byť naďalej pod hodnotami zaznamenanými pred globálnou krízou. Oživenie globálneho obchodu by malo ovplyvniť aj **exportné trhy Slovenska**, ktorých rast by sa mal postupne zvýšiť zo 4,1 % v roku 2014 na 5,1 % v roku 2015 a 5,5 % v roku 2016.

5 MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCIA SR

5.1 EKONOMICKÝ RAST

AKCELERÁCIA DOPYTU PO NAŠOM EXPORTE.

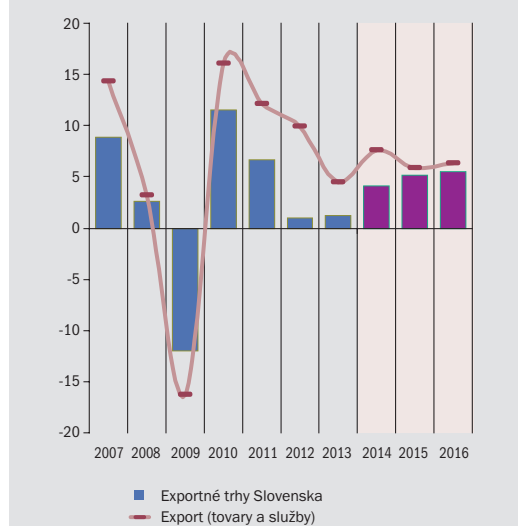
Pomerne robustný rast vývozu v prvom mesiaci roka 2014 podporil priaznivý výhľad na vývoj exportnej výkonnosti v tomto roku. Predpokladá sa rýchlejší rast vývozu ako zahraničného dopytu po našich výrobkoch a službách. Export by mal byť podporený rastom produktivity práce, konkurenčnými cenami vyplývajúcimi z umierneného rastu nákladov práce a naďalej podhodnoteným reálnym kurzom. Tento vývoj by mal pretrvávať v celom horizonte predikcie. Sloven-

sko by malo naďalej získavať trhové podiely, a tým konvergovať k vyspelým ekonomikám.

OŽIVENIE INVESTIČNÉHO DOPYTU.

Po výraznom prepade investícií v minulom roku sa čaká obnova investičného dopytu. Ako naznačili údaje za posledný štvrtrok 2013, keď vzrástli investície vo viacerých odvetviach, predpokladá sa pokračovanie priaznivého vývoja v celom horizonte predikcie. Tlmiaci vplyv vysokej bázy investícií v automobilom priemysle by mal byť prevážene investíciami v ostatných častiach ekonomiky. Po konsolidačnom úsilí vlády v predchádzajúcom období sa očakáva naštartovanie verejných investícií, najmä vyšším čerpaním EÚ fondov.

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



Zdroj: ŠÚ SR, ECB a výpočty NBS.

POMALÝ RAST SÚKROMNEJ SPOTREBY.

Od roku 2009 sa nepodarilo naštartovať súkromnú spotrebu. Preto sa predpokladá len postupná obnova dôvery s pozitívnym dopadom do rastu súkromnej spotreby. Prvý mesiac naznačil pozitívne trendy v spotrebe, avšak jej výraznejšiu akceleráciu predpokladáme až v druhom polroku 2014, keď by sa malo zrýchliť tempo rastu reálnych príjmov. V horizonte predikcie sa očakáva postupné zrýchľovanie súkromnej spotreby v súlade s rastom príjmov, bez dosahu na mieru úspor.

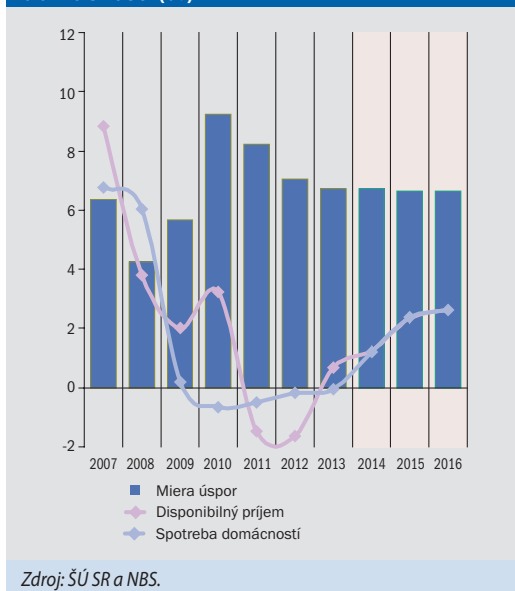
VEREJNÁ SPOTREBA BY MALA PODPOROVAŤ RAST EKONOMIKY.

Aktuálne dostupné údaje v prvých mesiacoch 2014 naznačujú pomerne rýchly rast výdavkov ústrednej štátnej správy. Tento vývoj bol premetnutý do predikcie na tento rok, keď sa predpokladá nepatrné zrýchlenie rastu verejnej spot-

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

	2013	2014	2015	2016
Tvorba hrubého fixného kapitálu spolu	-4,3	3,3	3,7	3,8
– súkromný sektor	-3,3	3,7	3,2	4,4
– očistené o jednorazovú investíciu v automobilovom priemysle	-4,7	7,5	3,2	4,4
– verejný sektor	-13,8	-0,7	9,2	-2,3

Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

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


relácie v dôsledku poklesu cien energií by nemali mať dopad na konkurencieschopnosť. V nominálnom vyjadrení sa predpokladá v dôsledku predstihu rastu vývozu pred dovozom postupné narastanie prebytku na bežnom účte platobnej bilancie.

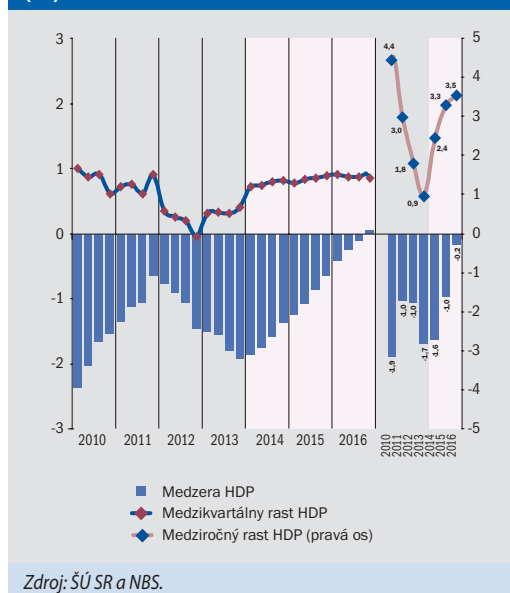
RAST EKONOMIKY BY SA MAL ZRÝCHLOVAŤ.

Zdrojom rastu ekonomiky v roku 2014 by mal byť tak zahraničný, ako aj domáci dopyt. V ďalších rokoch sa očakáva vyšší príspevok domáceho dopytu. **Ekonomika by mala v roku 2014 zrýchliť tempo rastu na 2,4 % s následnou akceleráciou na 3,3 % v roku 2015 a na 3,5 % v roku 2016.** Naďalej sa predpokladá fungovanie ekonomiky pod jej potenciálom. Medzera vo využívaní výrobných a ľudských kapacít by sa mala začať znižovať. Produkčná medzera sa v roku 2014 začne uzatvárať a ku koncu horizontu predikcie sa očakáva jej uzavretie.

reby v porovnaní s minulým rokom. V rokoch 2015 a 2016 sa očakáva mierne spomalenie rastu verejnej spotreby. V štruktúre by sa mali zvyšovať najmä výdavky na mzdy a sociálne transfery. Konsolidačné opatrenia zostali rovnaké ako v predchádzajúcej predikcii. Úspory by mali vyplývať predovšetkým z reformy štátnej správy ESO.

DOVOZY V SÚLADE S RASTOM EKONOMICKEJ AKTIVITY.

Dovozy by mali začať v tomto roku výraznejšie rásť. Na jednej strane to súvisí s relatívne robustným rastom exportov, ktoré pri zachovaní dovoznej náročnosti budú podporovať aj rast dovozov. Na strane druhej sa predpokladá oživenie domáceho dopytu, čo spôsobí obnovu dovozov investícií a tovarov na spotrebu. V ďalších rokoch sa očakáva mierne spomalenie dynamiky dovozov, keďže aj rast exportnej výkonnosti by sa mal spomaliť. Cenový vývoj by mal mať neutrálny vplyv na obchodnú výmenu. Pozitívne výmenné

Graf 15 Vývoj HDP a produkčnej medzery (%)

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

	2013	2014	2015	2016
Konečná spotreba verejnej správy (s. c.)	1,4	1,5	1,3	1,3
Vládne investície (s. c.)	-13,8	-0,7	9,2	-2,3
Príspevok vládnej spotreby a vládnych investícií do rastu HDP	-0,2	0,4	0,4	0,2

Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Box 1
**PERSPEKTÍVY VÝVOJA EKONOMIKY A INFLÁCIE ZA HORIZONT PREDIKCIE
(DO ROKU 2020)⁹**

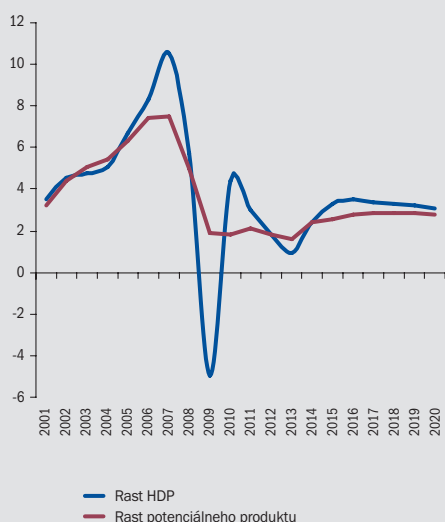
Od obdobia finančnej krízy v roku 2008 došlo k výraznejšiemu spomaleniu globálnej ekonomiky. Aj napriek očakávanému postupnému oživovaniu svetovej ekonomiky by v najbližších rokoch nemalo dôjsť k návratu na predkrízové trendy. Očakáva sa, že ekonomický rast bude dosahovať nižšie úrovne v porovnaní s dlhodobým priemerom pred rokom 2008. Cieľom tohto boxu je odhad základných trendov vývoja slovenskej ekonomiky do roka 2020.

Pri nastavení dlhodobého trendu ekonomiky sme vychádzali z tzv. β -konvergenzie¹⁰. Aplikovaním tohto jednoduchého prístupu bol na základe vývoja v rokoch 1995 – 2012 a zvolení referenčnej krajiny Nemecko odhadnutý **polčas reálnej konvergenzie na obdobie 26 rokov**. Na základe týchto predpokladov by mohol byť **priemerný rast potenciálu ekonomiky SR v rokoch 2017 – 2020 približne na úrovni 2,7 %** (podľa odhadov NBS bolo priemerné tempo ras-

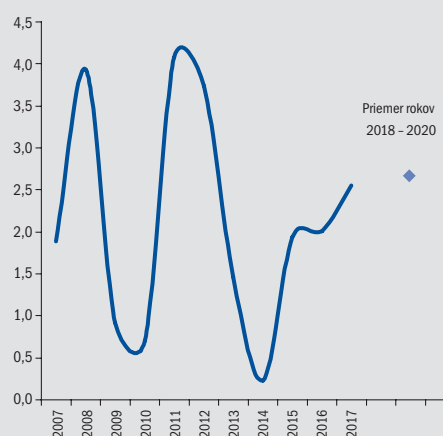
tu potenciálneho produktu v rokoch 2000 – 2008 5,1 %, od roka 2009 po rok 2013 sa spomalilo na 1,8 %).

Aplikovaním rovnakého prístupu na konvergenciu cenovej hladiny možno očakávať **optimálnu infláciu v rokoch 2017 – 2020 v priemere okolo 2,3 %**.

Predpokladáme, že rast ekonomiky SR by mohol predbiehať rast potenciálu v celom horizonte prognózy. Z tohto dôvodu by malo dochádzať k postupnému zlepšovaniu cyklickej pozície ekonomiky z aktuálne zápornej do kladnej produkčnej medzery. V roku 2016 by mohla ekonomika akcelerovať na 3,5 %, v ďalších rokoch by už mohlo dochádzať k postupnému znižovaniu rastu. Štruktúra ekonomiky by mala byť v celom horizonte scenára vyvážená s vyšším podielom domáceho dopytu ako čistého exportu. V súlade s konvergenčným procesom a pretrvávajúcou cenovou konkurencieschopnosťou (reálny kurz) by však mal

**Graf A HDP a rast potenciálneho produktu
(medziročný rast v %)**


Zdroj: Eurostat a NBS.

Graf B Inflácia HICP (medziročný rast v %)


Zdroj: Eurostat a NBS.

⁹ Detailnejšie informácie v *Analytickom komentári NBS č. 8. 10 β -konvergenca a polčas konvergenzie T – obdobie, za ktoré ekonomika „dobežne“ referenčnú ekonomiku o 1/2 počiatočnej odchýlky (v HDP na obyvateľa v parite kúpnej sily PKS).*

Tabuľka A Predikcia základných makroekonomických ukazovateľov (medziročný rast v %)

	2013	2014	2015	2016	2017	Priemer rokov 2018 – 2020
Inflácia (HICP)	1,5	0,2	1,9	2,0	2,5	2,7
Inflácia (HICP bez energií)	2,0	0,8	2,5	2,6	2,8	2,9
Hrubý domáci produkt	0,9	2,4	3,3	3,5	3,4	3,2
Potenciálny produkt	1,6	2,4	2,6	2,7	2,8	2,8
Produkčná medzera ¹⁾	-1,7	-1,6	-1,0	-0,2	0,3	1,2
Exportné trhy SR	1,2	4,1	5,1	5,5	5,4	5,3

Zdroj: NBS.

1) Produkčná medzera vyjadrená ako % z potenciálneho produktu.

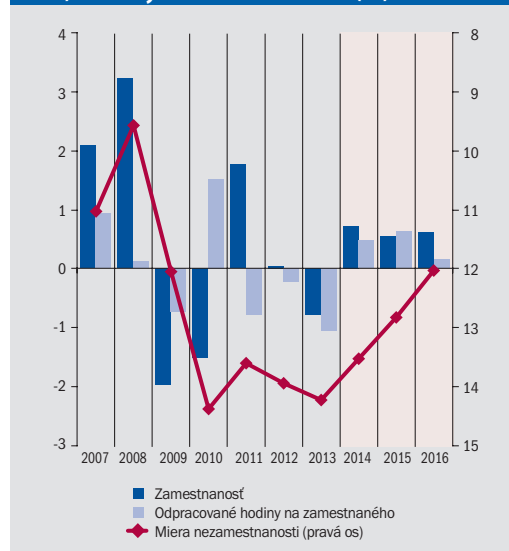
export naďalej predbiehať dynamiku rastu zahraničného dopytu, čím bude pokračovať proces zvyšovania tak trhových podielov, ako aj otvorenosti slovenskej ekonomiky. Zároveň, Slovensko benefituje zo silnej cyklickej pozície najväčšieho obchodného partnera Nemecka.

Zlepšovanie ekonomického cyklu by sa malo odraziť aj v postupne rastúcej inflácii. Predpokladáme, že od roka 2017 bude medziročná inflácia dosahovať hodnoty vyššie ako 2 %, avšak v dlhodobom horizonte by nemala prekročiť 3 %.

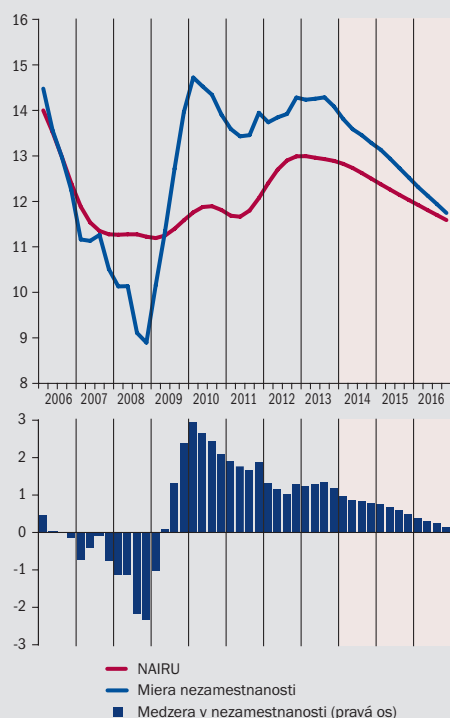
5.2 TRH PRÁCE

ZLEPŠOVANIE NA TRHU PRÁCE.

Po pozitívnom vývoji na trhu práce koncom minulého roka sa očakáva pokračovanie tohto trendu aj v roku 2014. Zlepšili sa očakávania firiem o budúcej potrebe zamestnancov, čo sa premietne do nárastu zamestnanosti. Najvýraznejší dopad sa čaká v prvej polovici tohto roka. V ďalšom období sa rast zamestnanosti v súlade so zvyšujúcou sa ekonomickou aktivitou ustáli. Miera nezamestnanosti by mala v priebehu prognózovaného obdobia klesať, ku koncu horizontu predikcie by mala dosiahnuť 11,7 %, čo by malo byť blízko úrovne NAIRU (miery nezamestnanosti, ktorá nevytvára dopytové inflačné tlaky). Rast produktivity práce by sa mal v horizonte predikcie zrýchľovať, keď bude reflektovať nárast exportnej výkonnosti a akceleráciu domáceho dopytu. Zároveň sa predpokladá v tomto roku pokrytie zvýšenia ekonomickej aktivity cez zamestnanosť a v ďalšom období aj cez vyšší počet odpracovaných hodín.

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


Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Graf 17 Vývoj miery nezamestnanosti a NAIRU (%)


Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

5.3 NÁKLADY PRÁCE A CENOVÝ VÝVOJ

MIERNE ZRÝCHLOVANIE NÁKLADOV PRÁCE.

Jednotkové náklady práce by mali zrýchľovať tempo rastu v horizonte predikcie. Nemalo by to však spôsobovať dodatočné inflačné tlaky, keďže cenový rast v ekonomike by mal byť vyšší ako jednotkové náklady práce. V horizonte predikcie sa predpokladá vyšší rast nominálnych kompenzácií na zamestnanca ako reálnej produktivity práce. Priestor pre to bol vytvorený akumuláciou produktivity práce v minulom období.

INFLÁCIA SA BUDE V DRUHOM POLROKU 2014 ZVÝŠOVAŤ.

Po výraznom minuloročnom dezinflačnom procese by sa mal rast cien v prvom polroku takmer zastaviť. Odhadovaný nízky priemerný rast cien na úrovni 0,2 % by mal vyplývať z nízkeho spotrebiteľského dopytu a z klesajúcich dovozných cien energií a potravín (ceny komodít a nízka dovezená inflácia z ČR). Mierny rast cien sa predpokladá len pri priemyselných tovaroch bez energií a pri službách. Nízky prie-

Tabuľka 3 Jednotkové náklady práce (medziročný rast v %)

	2013	2014	2015	2016
Nominálne kompenzácie, ESA	0,8	2,7	4,0	4,4
Reálna produktivita	1,7	1,7	2,7	2,9
Jednotkové náklady práce	-0,9	1,0	1,2	1,4
Deflátor HDP	0,5	0,3	1,8	2,3

Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

Tabuľka 4 Mzdy (medziročný rast v %)

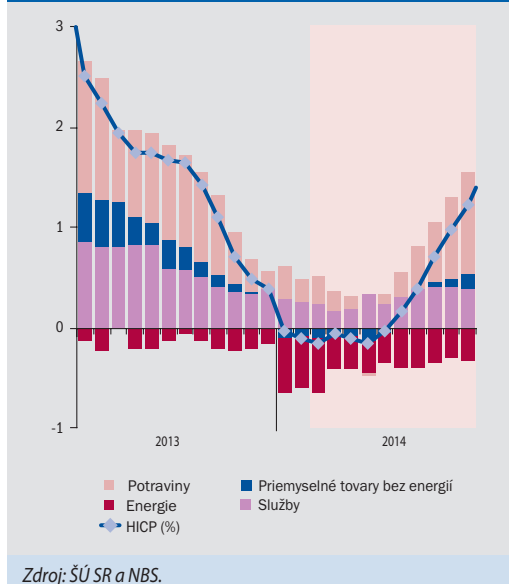
	2013	2014	2015	2016
Neinflačné mzdy (nominálna produktivita)	2,2	2,1	4,6	5,3
Celá ekonomika, nominálne	2,3	2,5	4,0	4,4
Celá ekonomika, reálne	0,9	2,3	2,0	2,3
Verejná správa, školstvo, zdravotníctvo, nominálne	3,4	4,0	3,4	3,1
Verejná správa, školstvo, zdravotníctvo, reálne	2,0	3,7	1,4	1,0
Súkromný sektor, nominálne	2,0	2,0	4,2	4,8
Súkromný sektor, reálne	0,6	1,7	2,2	2,7

Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

Poznámka: Deflované CPI. Rast nominálnych miezd vo verejnom sektore (ESA S.13) sa očakáva na úrovni 3,6 % v roku 2014, 3,0 % v roku 2015 a 3,1 % v roku 2016.

merný rast cien v tomto roku čiastočne skresľuje medzikvartálny vývoj v priebehu roka. V prvej polovici roka sa očakáva pretrvávanie stagnácie cien, v poslednom štvrtroku 2014 by však mali ceny začať rýchlejšie rásť. Postupná akcelerácia v priebehu roka by mala odzrkadľovať sezónne faktory a obnovu spotrebiteľského dopytu. Ten by mal podporiť infláciu v ďalších rokoch, keď sa uvažuje s rastom cien priemyselných tovarov bez energií a cien služieb. Predpokladaná trajektória cien komodít by mala tmiť rast cien energií v celom horizonte predikcie s negatívnym vplyvom na celkovú infláciu.

Graf 18 Očakávaná štruktúra medziročnej inflácie v roku 2014 (p. b.)



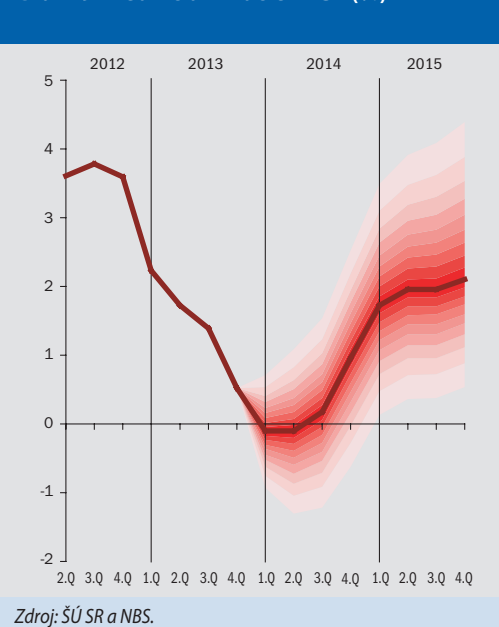
6 RIZIKÁ PROGNÓZY

V aktuálnej strednodobej prognóze sú riziká v reálnej ekonomike za rok 2014 smerom k vyššiemu rastu. Pozitívne riziko predstavuje teplá zima, pokračujúci rast trhových podielov na zahraničných trhoch (vyšší rast exportnej výkonnosti) a vyššie čerpanie EÚ fondov. Čiastočne negatívne riziko by mohlo byť vyhrotenie geopolitických rizík. V rokoch 2015 a 2016 sa zdajú byť riziká pre vývoj HDP vybilancované. Negatívne riziko, ktoré vyplýva z nižšieho ako predpokladaného zahraničného dopytu a z možných dodatočných konsolidačných opatrení, je kompenzované rizikom vyššieho rastu exportnej výkonnosti a vyšším čerpaním EÚ fondov.

Na rok 2014 sa javí byť predikcia inflácie realistická. V nasledujúcich rokoch predstavujú riziko smerom k vyššiemu rastu cien technické predpoklady (ceny ropy, výmenný kurz a dovezená inflácia) a rýchlejší rast verejnej spotreby. Zahraničný dopyt a nižší ako predpokladaný rast kompenzácií by mal čiastočne tmiť výraznejší rast cien.

Oslabenie výmenného kurzu českej koruny a následné zvýšenie konkurencieschopnosti českej ekonomiky premietnuté do zvýšených exportov

Graf 19 Predikcia inflácie HICP (%)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

môže znamenať z krátkodobého hľadiska pozitívne riziko pre exporty SR do ČR cez dovoznú náročnosť českých exportov.

Tabuľka 5 Riziká predikcie

	2014	2015	2016
HDP	↓ Geopolitické riziká ↑↑ EÚ fondy, teplá zima, exportná výkonnosť	↓ Konsolidačné opatrenia, zahraničný dopyt ↑ EÚ fondy, exportná výkonnosť	↓ Zahraničný dopyt, konsolidačné opatrenia ↑ Exportná výkonnosť
Inflácia		↑↑ Technické predpoklady, verejná spotreba ↓ Zahraničný dopyt, kompenzácie	↑↑ Technické predpoklady, verejná spotreba ↓ Zahraničný dopyt, kompenzácie

Zdroj: NBS.

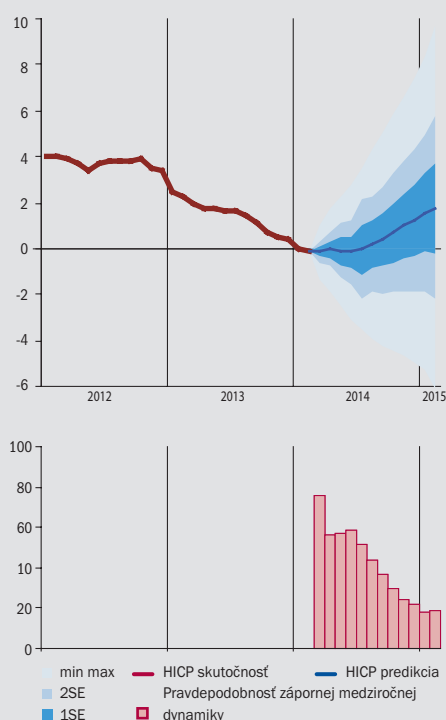
Box 2

BUDE NA SLOVENSKU DEFLÁCIA? PRAVDEPODOBNOŠŤ NIE JE VYSOKÁ.¹¹

Na základe výsledkov analýzy predikčných chýb a aktuálnej predikcie dynamiky HICP dosahuje pravdepodobnosť deflácie v marci najvyššiu hodnotu a následne postupne klesá k úrovni 22 % na konci roka 2014. Záporná medziročná dynamika cenovej hladiny ešte neznamená defláciu. Až dlhšie trvajúci pokles cien (napr. štyri štvrtroky po sebe) by sa mohol premietnuť do reálnej ekonomiky, čoho **pravdepodobnosť nie je vysoká, momentálne sa odhaduje na úrovni 20 až 25 %**.

Je možné, že najbližšie mesiace bude medziročná inflácia blízko 0 (či už z jednej, alebo druhej strany), avšak tento vývoj je spôsobený najmä volatilnými potravinami a poklesom cien energií. V cenách potravín očakávame v druhej polovici roka 2014 postupný nárast (návrat na normálne úrovne), čo spolu so spotrebiteľmi očakávaným rastom inflácie v porovnaní s jej aktuálnou úrovňou podporuje predikovanú infláciu v P1Q-2014 na úrovni približne 1,2 % ku koncu tohto roka s ďalším zrýchlením na 2,2 % v decembri 2015.

Graf A Odhad pravdepodobnosti medziročného poklesu cien (%)



Zdroj: NBS.

¹¹ Detailnejšie informácie v Analytickom komentári NBS č. 9.

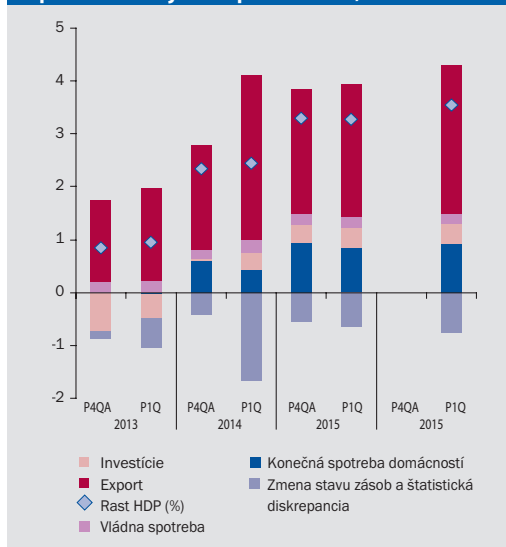
7 POROVNANIE S PREDCHÁDZAJÚCOU PROGNOZOU

V rámci technických predpokladov v porovnaní s predchádzajúcou predikciou nedošlo k výraznejším zmenám v oblasti zahraničného dopytu. V aktuálnej predikcii sa očakáva mierne slabší výmenný kurz. Cena ropy v USD je mierne vyššia, v dôsledku slabšieho výmenného kurzu však ceny ropy v EUR budú relatívne vyššie ako ceny v USD.

ZACHOVANIE STREDNODOBÝCH TRENDOV V EKONOMIKE.

V porovnaní s predchádzajúcou predikciou došlo k predĺženiu horizontu predikcie do konca roka 2016. Vzhľadom na to, že v predchádzajúcej predikcii bola predikcia len do konca roka 2015, porovnávajú sa len roky 2014 a 2015. Zverejnené detailné údaje za národné účty za 4. štvrtrok 2013 pozmenili výhľad štruktúry ekonomiky v krátkodobom horizonte. V strednodobom horizonte zostali trendy zachované. Lepší ako predpokladaný vývoj domácej časti ekonomiky v poslednom štvrtroku 2013 viedol k prehodnoteniu jeho rastu k vyšším hodnotám s pozitívnym vplyvom na celkový rast ekonomiky v roku 2014. V rámci neho sa uvažuje s rýchlejšou obnovou investícií a s viac prorastovou verejnou spotrebou. Avšak na základe aktuálnych údajov sa pristúpilo k prehodnoteniu výhľadu súkromnej spotreby. Jej dlhodobá stagnácia viedla k oddialeniu rýchlejšieho naštartovania súkromnej spotreby. Napriek nezmenenému zahraničnému dopytu v tomto roku došlo v dôsledku aktuálneho vývoja k zvýšeniu zahraničnoobchodnej výmeny. Na jednej strane sa predpokladá vyššia exportná výkonnosť našej ekonomiky. Na strane druhej došlo vplyvom dovozných náročností k zrýchleniu dynamiky dovozov. V roku 2015 došlo k prehodnoteniu zdrojov rastu ekonomiky v prospech exportu. Mierne sa oslabil príspevok domácej časti ekonomiky. Export bol zvýšený na základe vývoja v posledných rokoch, keď je vidieť značný predstih rastu našich exportov pred rastom zahraničného dopytu. V horizonte predikcie sa doteraz uvažovalo s pomerne nízkym získavaním trhových podielov v porovnaní s históriou. Lepšia exportná výkonnosť bola čiastočne kompenzovaná nižším rastom súkromnej spotreby. Tá by mala byť mierne nižšia v dôsledku pomalšieho rastu príjmov. Celkový rast ekonomiky by mal byť

Graf 20 Štruktúra rastu HDP¹⁾ (medziročný rast v %, príspevky v p. b., porovnanie s predchádzajúcou predikciou)



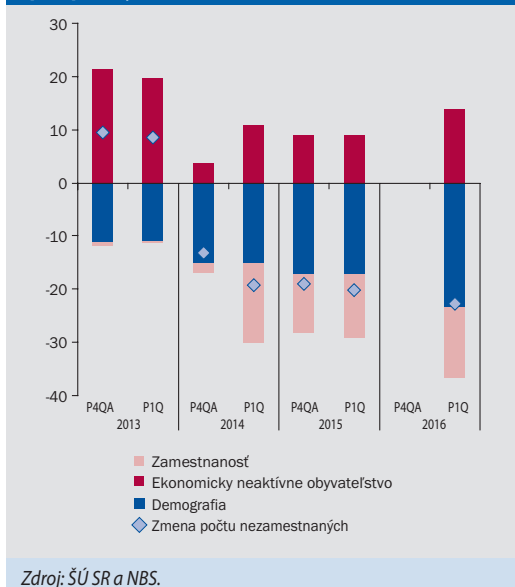
Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

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.

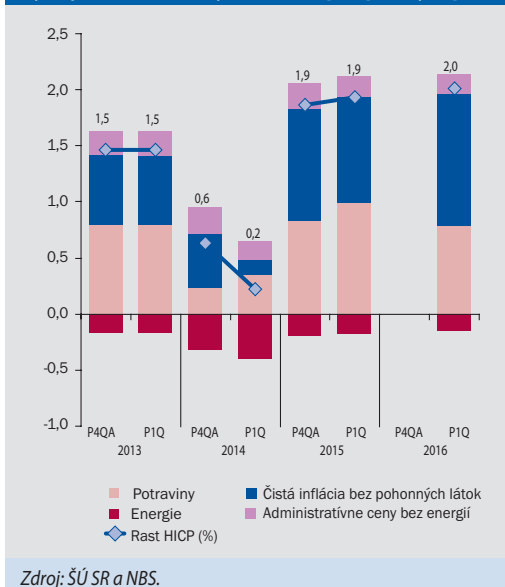
v porovnaní s predchádzajúcou predikciou vyšší o 0,1 percentuálneho bodu v roku 2014. Výhľad na rok 2015 zostal zachovaný ako v predchádzajúcej predikcii.

Výhľad pre trh práce sa po priaznivom vývoji v poslednom štvrtroku 2013 zlepšil aj v krátkodobom horizonte. Pristúpilo sa k tomu v dôsledku pozitívnejších očakávaní podnikov a na základe mesačných štatistík v tomto roku. Zamestnanosť by mala vzrásť v tomto roku rýchlejšie v porovnaní s predchádzajúcou predikciou, čo sa premietlo v rýchlejšom poklese miery nezamestnanosti. V dôsledku negatívneho vývoja miezd v poslednom štvrtroku 2013 došlo v krátkodobom horizonte k prehodnoteniu smerom k pomalšiemu rastu miezd v tomto roku. Bude to odradkľovať najmä bázický efekt (tzv. carry-over efekt), keďže v aktuálnej predikcii mierne zrýchľujeme medzikvartálne dynamiky. Ani tie však nevykompenzujú negatívny 4. štvrtrok 2013. Mierne vyš-

Graf 21 Porovnanie ukazovateľov trhu práce (príspevky k nezamestnanosti, tis. osôb)



Graf 22 Porovnanie štruktúry cenového vývoja (medziročný rast v %, príspevky v p. b.)



šia zamestnanosť spôsobí nižší rast produktivity práce, avšak v dôsledku negatívneho vývoja príjmov by náklady práce nemali rásť rýchlejšie ako v predchádzajúcej predikcii.

V predikcii inflácie došlo opätovne k výraznejšiemu prehodnoteniu smerom k nižšej úrovni v porovnaní s aktualizáciou P4QA-2013. Pomalší vývoj v prvých dvoch mesiacoch tohto roka spôsobil nižší odhad inflácie o 0,4 percentuálneho

bod. V rámci štruktúry sa očakáva pomalší rast čistej inflácie bez pohonných látok, v rámci ktorej sa prehodnotili smerom k nižším rastom ceny priemyselných tovarov bez energií a ceny služieb. Výraznejšie by sa mali prepadnúť ceny energií v porovnaní s predchádzajúcou predikciou. Ešte výraznejšiemu poklesu by mal zabrániť nepatrne rýchlejší rast cien potravín. V roku 2015 sa očakáva rovnaká inflácia ako v predchádzajúcej predikcii. Ani v rámci štruktúry nenastali zmeny.



8 VPLYV MAKROEKONOMICKEJ PREDIKCIE P1Q-2014 NA VEREJNÉ FINANCIÉ

Pri zohľadnení vplyvu aktualizovaného makroekonomického vývoja z P1Q-2014 na verejné financie by oproti predpokladom februárového Výboru pre daňové prognózy boli daňové a odvodové príjmy verejnej správy vyššie o 14 mil. € v roku 2014, 103 mil. € v roku 2015 (0,1 % HDP) a 175 mil. € v roku 2016 (0,2 % HDP). Vyššie daňové odvodové príjmy vyplývajú z priaznivejších predpokladov P1Q-2014 ohľadom vývoja mzdovej bázy a spotreby súkromného a verejného

sektora a v rokoch 2015 a 2016 aj vládnych investícií oproti predpokladom Inštitútu finančnej politiky MF SR (IFP). V dôsledku výhľadu nižšieho HDP v P1Q-2014 oproti očakávaniam rozpočtu by pre dosiahnutie vytýčených rozpočtových cieľov musel byť dosiahnutý nižší nominálny deficit. Pozitívny efekt vyšších daní a odvodov z titulu priaznivejšieho očakávaného makroekonomického vývoja v P1Q-2014 by tak bol čiastočne znížený efektom denominátora (nižšieho HDP).

Tabuľka 6 Rozdiely predpokladaných daňových a odvodových príjmov verejných financií SR

Rozdiel aktuálneho výhľadu plnenia daní pri makroekonomických predpokladoch P1Q-2014 oproti predpokladom IFP (február 2014) (mil. EUR, ak nie je uvedené inak)	2014	2015	2016
Daň z príjmov fyzických osôb	6	14	19
Daň z príjmov právnických osôb	-9	5	23
Daň vyberaná zrážkou	0	0	1
Daň z pridanej hodnoty	-15	17	49
Spotrebné dane	1	5	9
Sociálne a zdravotné poistenie	30	61	75
Spolu (vplyv daní a odvodov)	14	103	175
Spolu (vplyv daní a odvodov, % HDP)	0,0	0,1	0,2
Vplyv zmeny nominálneho HDP na cieľový deficit ¹⁾	-43	-38	-14
SPOLU (mil. EUR)	-29	64	161
SPOLU (% HDP)	0,0	0,1	0,2

Zdroj: NBS (na základe výpočtov z kalkulačky IFP odhadu vplyvu makroekonomického vývoja na saldo verejnej správy).

1) Zmena nominálneho deficitu v dôsledku zmeny HDP za predpokladu dodržania rozpočtového cieľa stanoveného v % HDP (- znamená nominálne zlepšenie deficitu, + znamená zhoršenie nominálneho deficitu).



Tabuľka 7 Strednodobá predikcia P1Q-2014 základných makroekonomických ukazovateľov

Ukazovateľ	Jednotka	Skutočnosť	P1Q-2014				Zmena oproti P4QA-2013		
		2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
Cenový vývoj									
Inflácia meraná HICP	medziročný rast v %	1,5	0,2	1,9	2,0	-0,4	0,0	-	
Inflácia meraná CPI	medziročný rast v %	1,4	0,2	1,9	2,0	-0,4	0,2	-	
Deflátor HDP	medziročný rast v %	0,5	0,3	1,8	2,3	-0,5	-0,2	-	
Ekonomická aktivita									
Hrubý domáci produkt	medziročný rast v %, s. c.	0,9	2,4	3,3	3,5	0,1	0,0	-	
Konečná spotreba domácností	medziročný rast v %, s. c.	-0,1	1,2	2,4	2,6	-0,5	-0,2	-	
Konečná spotreba verejnej správy	medziročný rast v %, s. c.	1,4	1,5	1,3	1,3	0,5	-0,1	-	
Tvorba hrubého fixného kapitálu	medziročný rast v %, s. c.	-4,3	3,3	3,7	3,8	2,9	0,1	-	
Vývoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	4,5	7,6	5,9	6,4	2,8	0,3	-	
Dovoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	2,9	7,4	5,6	6,1	3,0	0,2	-	
Čistý vývoz	mil. EUR v s. c.	9 528	10 379	11 154	12 026	20	76	-	
Produkčná medzera	% z potenciálneho produktu	-1,7	-1,6	-1,0	-0,2	0,1	-0,1	-	
Hrubý domáci produkt	mil. EUR v b. c.	72 134	74 136	77 971	82 585	-329	-490	-	
Trh práce									
Zamestnanosť	tis. osôb, ESA 95	2 192	2 208	2 221	2 234	10	11	-	
Zamestnanosť	medziročný rast v %, ESA 95	-0,8	0,7	0,6	0,6	0,4	0,1	-	
Počet nezamestnaných	tis. osôb, VZPS ¹⁾	386	367	347	324	-7	-8	-	
Miera nezamestnanosti	%	14,2	13,5	12,8	12,0	-0,3	-0,4	-	
Medzera v nezamestnanosti ²⁾	p. b.	1,3	0,9	0,6	0,3	-0,3	-0,5	-	
Produktivita práce ³⁾	medziročný rast v %	1,7	1,7	2,7	2,9	-0,3	-0,1	-	
Neinflačné mzdy (nominálna produktivita) ⁴⁾	medziročný rast v %	2,2	2,1	4,6	5,3	-0,7	-0,2	-	
Nominálne kompenzácie na zamestnanca	medziročný rast v %, ESA 95	0,8	2,7	4,0	4,4	-0,5	0,0	-	
Nominálne mzdy ⁵⁾	medziročný rast v %	2,3	2,5	4,0	4,4	-0,4	0,0	-	
Reálne mzdy ⁶⁾	medziročný rast v %	0,9	2,3	2,0	2,3	0,0	-0,3	-	
Domácnosti									
Disponibilný dôchodok	s. c.	0,7	1,3	2,3	2,6	-0,4	-0,3	-	
Miera úspor	% z disponibilného dôchodku	6,7	6,7	6,7	6,7	-0,3	-0,3	-	
Platobná bilancia									
Bilancia tovarov	% HDP	5,9	7,0	7,7	8,4	0,6	0,8	-	
Bežný účet	% HDP	2,1	3,0	4,0	4,3	0,3	0,5	-	
Externé prostredie a technické predpoklady									
Rast zahraničného dopytu Slovenska	medziročný rast v %	1,2	4,1	5,1	5,5	-0,2	-0,1	-	
Výmenný kurz USD/EUR ⁷⁾	úroveň	1,33	1,36	1,36	1,36	-0,73	-0,73	-	
Cena ropy v USD	úroveň	108,8	105,8	101,1	96,9	0,5	0,7	-	
Cena ropy v USD	medziročný rast v %	-2,8	-2,8	-4,5	-4,1	0,4	0,1	-	
Cena ropy v EUR	medziročný rast v %	-5,9	-4,8	-4,5	-4,1	1,1	0,1	-	
Ceny neenergetických komodít v USD	medziročný rast v %	-5,2	-2,5	3,1	4,8	0,1	-0,7	-	
EURIBOR – 3M ⁸⁾	% p. a.	0,2	0,3	0,4	0,8	0,0	-0,1	-	
Výnos 10-ročného štátneho dlhopisu SR	%	3,2	2,6	3,0	3,4	-0,8	-0,8	-	

Zdroj: NBS, ECB a ŠÚ SR.

1) VZPS – výberové zisťovanie pracovných síl.

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

3) HDP s. c. / zamestnanosť ESA 95.

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

5) Priemerné mesačné mzdy zo štatistického výkazníctva ŠÚ SR.

6) Mzdy zo štatistického výkazníctva deflované infláciou CPI.

7) Zmeny oproti predchádzajúcej predikcii v %.

8) Technické predpoklady týkajúce sa vývoja úrokových sadzieb a cien komodít sú založené na očakávaniach trhu s dátumom uzávierky 12. februára 2014.

Predpoklad týkajúci sa krátkodobých úrokových sadzieb je výhradne technickej povahy.

Detailnejšie časové rady za vybrané makroekonomické ukazovatele

http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/PREDIK/2014/P1Q-2014.xls