



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



STREDNODOBÁ PREDIKCIA

1. Q
2011

Vydala:
© Národná banka Slovenska

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

Kontakt:
Odbor menovej politiky
02/5787 2611
02/5787 2632
Oddelenie tlačové a edičné
02/5787 2141
02/5787 2146

Fax:
02/5787 1128

<http://www.nbs.sk>

Schválené Bankovou radou NBS
29. marca 2011.

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

ISSN 1338-1466



OBSAH

1	ZHRNUTIE	4
2	TECHNICKÉ PREDPOKLADY A MEDZINÁRODNÉ PROSTREDIE	6
3	STREDNODOBÁ PREDIKCIA EUROZÓNY	8
4	STREDNODOBÁ PREDIKCIA SR	9
4.1	Reálna ekonomika	9
	Bežný účet	9
	Trh práce	9
	HDP	11
	Potenciál HDP a produkčná medzera	13
4.2	Inflácia	13
	ZOZNAM BOXOV	
	Box 1 Scenár rýchlejšieho rastu cien ropy	15
	Graf A Cena ropy	15
	Graf B HICP, medziročný rast	15
	Graf C HDP, medziročný rast	16
	ZOZNAM GRAFOV	
	Graf 1 Príspevky ukazovateľov trhu práce k zmene nezamestnanosti	10
	Graf 2 Príspevky k rastu HDP v stálych cenách	11
	Graf 3 Predikcia rastu HDP v stálych cenách	12
	Graf 4 Príspevky k rastu potenciálneho HDP	13
	Graf 5 Produkčná medzera	13
	Graf 6 Posun v predikcii HICP inflácie	14
	Graf 7 Predikcia inflácie HICP	14
	ZOZNAM TABULIEK	
	Tab. 1 Technické predpoklady	6
	Tab. 2 Predikcia vybraných ukazovateľov eurozóny	8
	Tab. 3 Strednodobá predikcia (P1Q-2011) základných makroekonomických ukazovateľov	17



1 ZHRNUTIE

Aktualizácia strednodobej predikcie NBS zohľadňuje nové technické predpoklady zahraničného prostredia, aktuálne informácie o vývoji indikátorov reálnej ekonomiky a vplyv plánovaných vládnych opatrení na zlepšenie hospodárenia verejných financií. Zároveň sa predĺžil horizont predikcie do roka 2013.

Strednodobá predikcia P1Q-2011 pracovala s priaznivejšími predpokladmi vo vývoji zahraničného dopytu, ako aj s odhadmi vyšších zahraničných cien a vyšších cien ropy. Rozsah konsolidácie verejných financií zostal rovnaký ako v decembrovej strednodobej predikcii, došlo však k čiastočnej zmene jej štruktúry.

Podľa najnovších údajov o vývoji ekonomiky publikovaných ŠÚ SR bol objem vytvoreného HDP mierne nižší ako sa očakávalo, čo sa prejavilo aj v miernejšom raste v celom roku 2010. K danému vývoju prispel predovšetkým pokles spotreby verejnej správy a miernejší rast spotreby domácností. V roku 2011 sa očakáva pokračovanie medzikvartálneho rastu ekonomiky, ale pomalším tempom ako v predchádzajúcom roku vplyvom predpokladaných dopadov konsolidácie.

V rámci jednotlivých komponentov HDP v roku 2011 sa očakáva rast konečnej spotreby domácností. Pozitívny vplyv zlepšovania situácie na trhu práce by mal byť tlmený nižším reálnym disponibilným príjmom domácností v dôsledku konsolidáčnych opatrení vlády. Predpokladá sa však, že obyvateľstvo si bude v určitej miere siahť aj na úspory a teda neznižuje spotrebné výdavky úmerne so znižovaním príjmov. Negatívne k rastu ekonomiky by mala prispievať hlavne konečná spotreba verejnej správy, keď jej pokles z konca roka 2010 by mal pokračovať výraznejším tempom v súvislosti s plánovaným znižovaním deficitu verejného sektora. Konsolidácia by sa mala prejavovať aj v poklese vládnych investícií. Tento by však mal byť kompenzovaný obnovou investičnej aktivity súkromného sektora, ktorá začala už v roku 2010. Po výraznom poklese počas krízy by sa tak mali realizovať nielen odložené investície, ale očakáva sa aj nová tvorba fixného kapitálu. Pokračujúci rast zahraničného dopytu by sa mal

postupne premietnuť do nárastu exportnej výkonnosti ekonomiky a v súvislosti s existujúcou dovoznou náročnosťou aj do rastu importov v aktuálnom roku. Dovoz tovarov a služieb by však mal rásť pomalšie vplyvom nízkeho domáceho dopytu, čo sa premietne v pozitívnom príspevku čistého exportu k rastu HDP. Zlepšovanie situácie na trhu práce z konca roka 2010 by malo naďalej pokračovať v súvislosti s očakávaným ekonomickým rastom.

Vývoj spotrebiteľských cien bol v prvých mesiacoch 2011 charakterizovaný rastúcim trendom, keď sa zvyšovala dynamika cien energií a potravín. Na tento vývoj vplýval rast cien ropy a ostatných komodít, ako aj zvyšovanie spotrebných daní. Rast cien by sa mal zrýchľovať v celom roku 2011, avšak čiastočne by mal byť tlmený pretrvávajúcimi nízkymi dopytovými faktormi.

Vývoj ekonomiky v strednodobom horizonte by mal byť ovplyvnený pokračujúcim rastom zahraničného dopytu a taktiež zrýchľujúcim sa rastom domáceho dopytu. Zvyšovať by sa mala tak spotreba domácností, ako aj tvorba fixných investícií. Konečná spotreba vlády by k rastu ekonomiky mala prispievať len minimálne. Pokračujúci rast HDP by sa mal prejavovať aj v pozvoľnom náraste ukazovateľov trhu práce. V strednodobom horizonte sa očakáva spomalenie inflácie v súvislosti s odznením efektov zvýšenia nepriamych daní a ponukového šoku komodít.

V porovnaní s P4Q-2010 sa očakáva mierne vyšší rast HDP v celom horizonte prognózy v dôsledku rýchlejšieho rastu domáceho aj zahraničného dopytu. V rámci vývoja zahraničného obchodu došlo k posunu nábehu výroby nového druhu automobilov na koniec roka 2011, čo by malo viesť k spomaleniu rastu ekonomiky v tomto roku a k vyššiemu rastu v roku 2012. Predpokladá sa však, že v aktuálnom roku bude tento efekt kompenzovaný produkciou zahraničných investícií v ostatných odvetviach. Vzhľadom na aktuálny vývoj inflácie pre rok 2011 sa očakáva mierne nižšia dynamika v porovnaní s predchádzajúcou predikciou, avšak pre rok 2012 rýchlejší rast spotrebiteľských cien z dôvodu rýchlejšieho rastu regulovaných cien.



V aktuálnej predikcii HDP naďalej pretrvávajú pozitívne riziká ohľadom štruktúry a dopadu konsolidácie verejných financií v roku 2011. Na horizonte prognózy je rizikom smerom k vyššiemu rastu ekonomiky aj realizácia odložených investícií vo väčšej miere ako sa uvažuje v predikcii a taktiež ďalšie investície do infraštruktúry v súvislosti s možným vyšším čerpaním prostriedkov zo štrukturálnych fondov EÚ. Naopak prípadná potreba zavedenia ďalších konsolidačných opatrení vlády by mohla pôsobiť smerom ku spomaleniu dynamiky HDP. Rovnako by aj vyššia úroveň

cien komodít mohla negatívne ovplyvniť vývoj ekonomiky.

Na základe vyhodnotenia rizikových faktorov sa strednodobá predikcia inflácie javí byť na celom horizonte mierne podhodnotená. Najväčší príspevok k rastu by mohli mať cena ropy, agrokodity, zahraničná inflácia a zamestnanosť. Riziko smerom k nižšej inflácii predstavuje pretrvávajúci nízky dopyt domácností, ako aj prípadná stagnácia cien lacnejších cigariet i napriek zvýšeniu spotrebnej dane.



2 TECHNICKÉ PREDPOKLADY A MEDZINÁRODNÉ PROSTREDIE

Technické predpoklady strednodobej prognózy, ako aj vývoj medzinárodnej ekonomiky sú prevzaté z marcovej prognózy ECB (ECB staff macroeconomic projections for the euro area).¹

Technické predpoklady týkajúce sa vývoja úrokových sadzieb a cien komodít sú založené na trhových očakávaniach s dátumom uzávierky 10. februára 2011. Priemerná úroveň krátkodobých úrokových sadzieb by mala v roku 2011 dosiahnuť 1,5 % a 2,4 % v roku 2012. Nominálne výnosy desaťročných vládnych dlhopisov v eurozóne by mali na základe trhových očakávaní v priemere dosiahnuť 4,5 % v roku 2011 a vzrásť na 4,9 % v roku 2012. Prognóza predpokladá, že v rámci podmienok financovania sa budú v horizonte prognózy rozpätia medzi úrokovými sadzbami bankových úverov a dlhodobými sadzbami postupne zvyšovať a na konci horizontu prognózy sa vrátia na úroveň historických priemerov. Podľa očakávaní by sa mali podmienky úverovania naďalej normalizovať. Priemerné ceny ropy za barel by mali dosiahnuť v roku 2011 úroveň 101,3 USD a 102,4 USD v roku 2012. Ceny neenergetických komodít v amerických dolároch by mali v roku 2011 výrazne vzrásť (27,5 %) a ich rast by sa mal v roku 2012 zmierniť (1,0 %). Prognóza na celom horizonte predpokladá, že bilaterálny výmenný kurz EUR/USD zostane nezmenený na úrovni priemeru za desať pracovných dní končiacich dňom uzávierky. To implikuje priemerný výmenný kurz

EUR/USD 1,37 pre roky 2011 a 2012. Efektívny výmenný kurz eura by sa mal v priemere v roku 2011 znehodnotiť o 1,1 % a v roku 2012 apreciovať o 0,1 %.

V porovnaní s decembrovou predikciou z roka 2010 marcová predikcia 2011 predpokladá výrazne vyššiu úroveň cien ropy. Napriek tomu, vzhľadom na súčasnú geopolitickú situáciu, predstavuje očakávaný vývoj ropy riziko prognózy z hľadiska prijatých technických predpokladov. Súčasťou P1Q-2011 je osobitný box, ktorý sa venuje alternatívnemu scenáru nárastu cien ropy o 20 % v prvých dvoch štvrtrokoch 2011.

Rast cien neenergetických komodít by mal byť v prognóze výraznejší v roku 2011 a následne by mal v roku 2012 poklesnúť pod úroveň predchádzajúcej prognózy.

Oživovanie svetovej ekonomiky sa na prelome rokov 2010 a 2011 zrýchlilo aj vďaka celkovému zlepšeniu podmienok financovania v globálnom kontexte. Z krátkodobého hľadiska bude budúci ekonomický vývoj taktiež pozitívne ovplyvňovaný fiškálnymi stimulmi v USA. V rozvinutých krajinách ostáva výhľad ekonomického rastu v strednodobom horizonte tlmený. Súčasne oslabené trhy s nehnuteľnosťami a pretrvávajúca vysoká miera nezamestnanosti zhoršujú vyhladky pre súkromnú spotrebu. Na druhej strane v rozvíjajúcich sa

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

	Dátum zverejnenia	Predpoklad na obdobie		
		2010	2011	2012
Ropa (USD/b)	december 2010	79,5	88,6	90,7
	marec 2011	79,6	101,3	102,4
Neenergetické komodity	december 2010	40,6	19,2	2,3
	marec 2011	37,1	27,5	1,0
Výmenný kurz USD/EUR	december 2010	1,34	1,39	1,39
	marec 2011	1,33	1,37	1,37

Zdroj: ECB.

¹ Podrobnejšie informácie o prognóze ECB je možné nájsť na www.ecb.int



ekonomikách prevláda robustný ekonomický rast a zvyšovanie inflačných tlakov. Svetový reálny HDP mimo eurozóny by mal v roku 2011 dosiahnuť 4,7 % a 4,6 % v roku 2012. Rast zahraničného dopytu eurozóny by mal byť v porovnaní s predchádzajúcou prognózou vyšší a dosiahnuť 7,9 % v roku 2011 a 7,6 % v roku 2012.

V roku 2013 NBS predpokladá stabilizovaný vývoj cien komodít a pokračujúce oživovanie svetovej ekonomiky.



3 STREDNODOBÁ PREDIKCIA EUROZÓNY

HDP v eurozóne vo 4. štvrtroku 2010, rovnako ako v predchádzajúcom, vzrástol medzikvartálne o 0,3 %. Hospodárske oživenie by malo i naďalej pokračovať. Domáci dopyt by mal získať prevahu v porovnaní s exportom a mal by sa stať hlavným stimulom oživenia. Tento vývoj by mal byť dôsledkom realizovaných menovopolitických krokov, ako aj podpory finančného systému. Avšak na vývoj budú mať vplyv aj úpravy bilancii rozličných sektorov a fiškálne opatrenia, ktoré majú za cieľ obnoviť dôveru v udržateľnosť vývoja v strednodobom horizonte. Nakoľko je rast potenciálneho produktu predikovaný na výrazne nižších úrovniach v porovnaní s úrovňami pred krízou, produkčná medzera by sa podľa očakávaní mala v horizonte prognózy zúžiť.

V porovnaní s decembrovou predikciou sa spodné rozpätie intervalu HDP pre rok 2011 aj pre rok 2012 posunulo smerom nahor.

Najmä vďaka rastu cien energií a potravín by sa mala celková HICP inflácia pohybovať do konca roka 2011 nad úrovňou 2 %. Následne by sa

mala importovaná inflácia na základe v predikcii použitého vývoja futures cien komodít zmierniť. V dôsledku postupného oživovania hospodárskej aktivity a vyššieho rastu miezd možno však očakávať mierne zvýšenie domácich cenových tlakov, čo sa prejaví v postupnom zvyšovaní celkovej inflácie bez potravín a energií. Po zlepšení situácie na trhu práce by mali rásť aj kompenzácie na zamestnanca v celom horizonte prognózy. V reálnom vyjadrení však budú v roku 2011 klesať v dôsledku očakávaného nárastu inflácie, v roku 2012 by už mali mierne vzrásť. Nakoľko by sa mal rast produktivity práce v nasledujúcich dvoch rokoch zmierniť, vývoj jednotkových nákladov práce by po predchádzajúcom cyklickom poklese mal podľa očakávaní zaznamenať v roku 2011 zmenu trendu a v roku 2012 rýchlejšie tempo rastu. Tento vývoj spôsobí zredukovanie ziskových marží.

V porovnaní s decembrovou prognózou bolo v rámci marcovej predikcie posunuté rozpätie medziročného rastu HICP pre rok 2011 aj 2012 smerom nahor.

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

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

Zdroj: ECB.

1) Údaje zverejnené v decembri 2010 sú predikcia.



4 STREDNODOBÁ PREDIKCIA SR

V aktuálnej strednodobej predikcii sa uvažovalo s uvedenými technickými predpokladmi, zkomponovali sa najnovšie informácie z vývoja indikátorov reálnej ekonomiky a horizont strednodobej predikcie sa predĺžil do roka 2013. Rozsah konsolidácie verejných financií zostal rovnaký ako v decembrovej strednodobej predikcii, došlo však k čiastočnej zmene jej štruktúry. V predikcii sa bral do úvahy aktuálny vývoj v oblasti trhu práce, kde na základe dostupných informácií zatiaľ nedochádza k úplnému napĺňaniu predpokladov o počte prepustených zamestnancov vo verejnej správe z predchádzajúcej predikcie. Preto pri zachovaní schváleného rozsahu zníženia fiškálneho deficitu je možné sa domnievať, že znížovanie výdavkov bude prebiehať v nižšej miere v oblasti poklesu zamestnanosti, avšak výraznejšie prostredníctvom znížovania kompenzácií. Aktualizácia predikcie tiež zohľadňuje prehodnotenie rozsahu a načasovania nábehu produkcie zahraničných investícií s posunutím prorastového vplyvu do roka 2012 v porovnaní s predchádzajúcou predikciou.

4.1 REÁLNA EKONOMIKA

BEŽNÝ ÚČET

V rámci bilancie **bežného účtu** vo 4. štvrtroku 2010 pokračovali rasty vývozu a dovozu, ktoré boli pozitívne ovplyvnené zotavovaním zahraničného dopytu. Vzhľadom na očakávané pokračovanie rastu zahraničného dopytu aj v ďalších rokoch, je možné predpokladať ďalší rast vývozu a dovozu aj v rokoch 2011 a 2012 s postupným medziročným rastom prebytkov **obchodnej bilancie**. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou sa saldo zahraničného obchodu mierne zhorší vplyvom vyšších cien surovín na svetových trhoch. Negatívny vplyv na saldo zahraničného obchodu v roku 2011 bude mať aj zahrnutie zmenených predpokladov o posunutí produkcie nového modelu v rámci automobilového priemyslu. Očakávaný rast zahraničného dopytu v roku 2013 by mal pozitívne ovplyvniť medziročné zlepšenie salda zahraničného obchodu.

Hlavným **rizikom** prognózy obchodnej bilancie je rýchlejší rast cien surovín, ako aj vyššia dovozná náročnosť, ktoré by sa mohli prejavovať v dodatočnom náraste dovozu. Rizikom je aj iný ako očakávaný vplyv odhadu investícií na úroveň vývozu aj dovozu.

Aktuálny vývoj **bilancie služieb** sa prejavil najmä nižšími výdavkami na niektoré druhy služieb s následným pozitívnym vplyvom na celkový deficit. Nižšie výdavky služieb pravdepodobne súviseli so zefektívnením čerpania služieb zo zahraničia v dôsledku krízy, čo umožnilo zmenu očakávaní aj v oblasti ďalšieho vývoja služieb. V rokoch 2011 a 2012 by tak deficit bilancie služieb mohol dosiahnuť nižší ako pôvodne očakávaný deficit. V roku 2013 sa vplyvom rastu zahraničného dopytu očakáva pokračovanie mierneho zlepšovania deficitu z predchádzajúcich rokov.

V prípade **ostatných položiek bežného účtu** umožnil aktuálny vývoj zachovať ich predikciu na roky 2011 a 2012 nezmenenú. V roku 2013 by sa rast ekonomiky mal prostredníctvom vyššej ziskovosti podnikov so zahraničnou účasťou prejavovať miernym medziročným zhoršením bilancie výnosov (ktorá by sa mala premietnuť v náraste platieb dividend alebo reinvestovaného zisku). Naopak očakávaný nárast čerpania zdrojov z eurofondov by mal zlepšiť deficit bilancie bežných transferov.

V súlade s predchádzajúcou predikciou by mal podiel **deficitu bežného účtu** na HDP v rokoch 2011 a 2012 medziročne klesať ako dôsledok postupného rastu zahraničného dopytu, pričom v oboch rokoch sa očakávaný deficit v porovnaní s predchádzajúcou predikciou zmenil iba minimálne. V roku 2013 sa najmä vplyvom ďalšieho zlepšenia zahraničného obchodu saldo bežného účtu platobnej bilancie medziročne zlepší, pričom by mohlo dosiahnuť mierny prebytok.

TRH PRÁCE

Pokrizové zotavovanie trhu práce sa začalo prejavovať v 2. polroku 2010 v medzikvartálnych nárastoch **zamestnanosti**, pričom jej rast vo 4. štvrtroku 2010 bol mierne rýchlejší ako

očakávaní NBS. Tento vývoj sa premietol aj do aktuálnej prognózy, kde sa predpokladá, že v roku 2011 zamestnanosť po dvojročnom poklese medziročne vzrastie. Jej vývoj by mal ovplyvniť predpokladaný rast počtu pracujúcich osôb hlavne v odvetví priemyslu. V aktuálnej predikcii zamestnanosti boli zohľadnené aj nové informácie o hlásených hromadných prepúšťaniach, na základe ktorých sa znížil predpoklad počtu prepustených zamestnancov vo verejnom sektore. Na druhej strane bol do predikcie zamestnanosti zakomponovaný predpoklad poklesu počtu zamestnancov v štátnych železničných podnikoch.

V strednodobom horizonte sa očakáva zvyšovanie počtu zamestnaných osôb v porovnaní s úrovňami počas krízy, avšak pomalším tempom ako oživovanie ekonomickej aktivity. Súvisí to aj so skutočnosťou, že vplyv hospodárskej krízy na zamestnanosť mal pravdepodobne štrukturálny charakter v podobe zvýšenia celkovej produktivity výrobných faktorov. Tvorbu HDP je tak možné zabezpečiť aj nižším počtom pracujúcich osôb. Potvrďuje to aj vývoj odpracovaných hodín, ktoré síce rastú rýchlejšie ako počet zamestnaných osôb, avšak nedosahujú úroveň pred krízového obdobia. Trend pozvoľného nárastu ukazovateľov trhu práce pri rýchlejšom napredovaní ekonomickej aktivity je možné očakávať aj v strednodobom horizonte. Takéto oživovanie ekonomickej aktivity by sa malo prejavovať v raste produktivity práce a následne aj v raste kompenzácií na zamestnanca. V roku 2013, po uplynutí a zmierení vplyvu uvedených faktorov, by sa mal rast zamestnanosti medziročne zrýchliť.

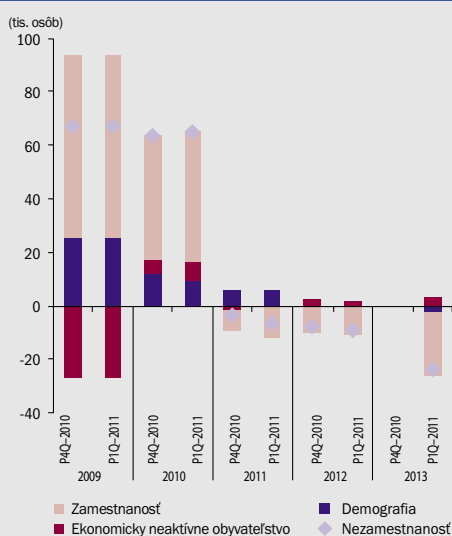
Predpokladaný vývoj zamestnanosti by mal byť v roku 2011 v porovnaní s predchádzajúcou predikciou rýchlejší v dôsledku aktuálneho vývoja a zároveň predpokladanej zmeny štruktúry fiškálnej konsolidácie. V ďalšom roku by mala byť jej dynamika porovnateľná.

Kompenzácie na zamestnanca v roku 2010 rástli pomalšie oproti predpokladom v P4Q-2010, keď v ich vývoji sa odrazil pomerne výrazný vplyv revízie štatistických údajov (zníženie objemu kompenzácií), ako aj spomalenie ich rastu v 2. polroku 2010. V roku 2011 by mal na vývoj nominálnych kompenzácií na zamestnanca vplývať predpokladaný nižší objem vyplatených miezd vo verejnom sektore na jednej strane a zvýšené odvodové zaťaženia na strane druhej, pričom po

zohľadnení aktuálnych mesačných indikátorov je možné očakávať zrýchlenie dynamiky v porovnaní s predchádzajúcim rokom. Vzhľadom na očakávaný vývoj produktivity práce i ostatných makroekonomických ukazovateľov sa predpokladá postupné zvyšovanie dynamiky kompenzácií na zamestnanca v strednodobom horizonte. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou by mal byť v roku 2011 vývoj kompenzácií na zamestnanca miernejší a v nasledujúcom roku by mali dosiahnuť porovnateľný rast.

Nezamestnanosť by mala postupne reagovať na zlepšujúcu sa výkonnosť ekonomiky a následný rast zamestnanosti. Na druhej strane by však predpokladaný demografický vývoj mal tlmieť výraznejší pokles nezamestnanosti aj napriek narastajúcemu počtu zamestnaných osôb. V strednodobom horizonte sa predpokladá pokles miery nezamestnanosti o približne 1,5 percentuálneho bodu v porovnaní s jej súčasnou úrovňou. V roku 2013 by malo dôjsť k najvýraznejšiemu zníženiu miery nezamestnanosti, nakoľko sa predpokladá priaznivý vplyv ekonomickeho rastu na rast počtu zamestnaných osôb. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou nedochádza vo vývoji nezamestnanosti k výrazným zmenám.

Graf 1 Príspevky ukazovateľov trhu práce k zmene nezamestnanosti



Zdroj: NBS.

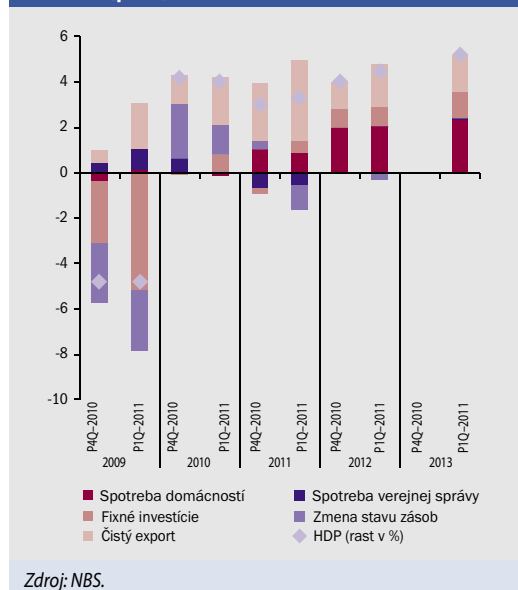
Poznámka: Príspevky jednotlivých ukazovateľov trhu práce vyjadrujú vplyv na zmenu počtu nezamestnaných: napríklad nezamestnanosť zvyšuje pokles zamestnanosti, nárast počtu obyvateľov v produktívnom veku (demografia), pokles ekonomicke neaktívneho obyvateľstva.

V predikcii ukazovateľov trhu práce prevládajú pozitívne **riziká**. Rizikom smerom k lepšiemu vývoju zamestnanosti je to, že dynamický rast ekonomiky môže postupne generovať viac pracovných miest. Ďalší faktor, ktorý by mohol vplývať na rýchlejší rast zamestnanosti sú možné dodatočné investície do infraštruktúry aj v súvislosti s vyšším čerpaním prostriedkov zo štrukturálnych fondov EÚ. Pripravovaná novela Zákonníka práce a s ním spojená možná vyššia flexibilita trhu práce by tiež mohli prispieť k vytvoreniu priestoru pre rast zamestnanosti. Na druhej strane by však v novele uvažované zvýšenie limitov nadčasovej práce mohlo mať tlmiaci vplyv na jej rast hlavne z krátkodobého hľadiska. Z dlhodobšieho pohľadu by pokračujúci rast produkcie pravdepodobne nedokázal byť krytý iba rastom nadčasov, v dôsledku čoho by spružnenie trhu práce malo pozitívny vplyv na vývoj zamestnanosti. Riziko predstavuje aj forma realizácie a dopad fiškálnej konsolidácie, ktorá sa môže uskutočňovať inou ako aktuálne odhadovanou kombináciou znižovania zamestnanosti, znižovania objemu kompenzácií, alebo dokonca nájdením iných zdrojov (zdaňovanie predaja emisných kvót, vyššími príjmami a pod.).

HDP

Vývoj **HDP** bol v roku 2010 na základe zverejnených revidovaných údajov ŠÚ SR mierne pomalší

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



ako sa očakávalo v predchádzajúcej predikcii NBS. Z hľadiska štruktúry bol vývoj ekonomickej aktivity ovplyvnený predovšetkým pomalším rastom domáceho spotrebného dopytu. Pozitívnejšie sa vyvíjal hlavne export, v ktorom sa premietal vyšší zahraničný dopyt a taktiež fixné investície, ktoré sa obnovovali rýchlejšie ako sa pôvodne očakávalo.

Hlavným dôvodom spomalenia rastu HDP v roku 2011 v porovnaní s rokom 2010 by mala byť podobne ako v minulej predikcii očakávaná konsolidácia verejných financií. Jej priamy dopad na ekonomiku sa očakáva prostredníctvom poklesu konečnej spotreby vlády a nižších vládnych investícií. Postupné zlepšovanie situácie na trhu práce by sa malo premietnuť v príjmoch a v spotrebe domácností. Jej rast by mal byť však len mierny v súvislosti s dopadmi vládnych opatrení na príjmy obyvateľstva. Naštartovanie realizácie odložených fixných investícií by v tomto roku malo pokračovať a prispieť tak k rastu ekonomiky. Prorastovo by mal pôsobiť aj čistý export, keď pokračujúci rast zahraničného dopytu by sa mal premietnuť v rastúcej exportnej výkonnosti ekonomiky.

V rokoch 2012 a 2013 sa očakáva pokračovanie rastu domácej časti ekonomiky, najmä súkromnej spotreby a fixných investícií. Konečná spotreba vlády by mala prispievať k rastu HDP len veľmi mierne. Taktiež pozitívne by mal na rast HDP vplývať aj očakávaný vývoj zahraničného dopytu.

Aktuálna predikcia predpokladá rast HDP v stálych cenách na úrovni 3,3 % pre rok 2011, resp. 4,5 % a 5,2 % pre roky 2012 a 2013. V porovnaní s P4Q-2010 sa tak vzhľadom na aktuálny makroekonomický vývoj, očakávaný zahraničný dopyt, ako aj presun spustenia výroby nového druhu automobilov očakáva mierne vyšší rast HDP na celom horizonte prognózy.

Domáci dopyt

Konečná spotreba domácností v roku 2011 by mala opäť zaznamenať rast. Jej vývoj ovplyvní na jednej strane zlepšujúca sa situácia na trhu práce (rastúca zamestnanosť a kompenzácie na zamestnanca) na druhej strane by mala byť tlmená nižšími príjmami a vyššími cenami v dôsledku vládnych konsolidačných opatrení. Výraznejší rast súkromnej spotreby neindikujú ani mesačné

ukazovatele, keď maloobchodné tržby, podobne ako spotrebiteľská dôvera, zaznamenávajú stagnáciu. V strednodobom horizonte by sa rast produktivity práce z predchádzajúcich rokov mohol premietnuť do nárastu miezd. Spolu s postupným nárastom zamestnanosti sa tak vytvára priestor na pokračujúci rast spotrebných výdavkov domácností.

Postupná akcelerácia priemyselnej produkcie, uvoľňovanie úverových štandardov bankami a rast ziskovosti prispeli k obnove investičnej aktivity v minulom roku po jej výraznom prepade v období krízy. V roku 2011 sa očakáva pokračovanie realizácie odloženej **tvorby hrubého fixného kapitálu** a zároveň aj prílev možných nových investícií. Ich rast však bude mierne tlmeneý očakávaným poklesom vládnych investícií v dôsledku konsolidácie. Prorastovým faktorom v krátkom horizonte by malo byť taktiež pokračovanie už začatých investícií do infraštruktúry. V ďalších rokoch sa predpokladá pokračovanie rastového trendu tvorby fixného kapitálu v súvislosti s rastom ekonomickej aktivity, čím by sa jej objem mal priblížiť k predkrízovým úrovňam.

V aktuálnej predikcii sa očakáva mierne negatívny príspevok zmeny stavu zásob k rastu ekonomiky v roku 2011 v dôsledku rozpúšťania nadobudnutých zásob vo výrobe. V strednodobom horizonte by zmena stavu zásob nemala ovplyvňovať vývoj HDP.

V porovnaní s predchádzajúcou predikciou by mal pôsobiť domáci dopyt viac prorastovo, najmä prostredníctvom zvyšovania investičnej aktivity. Vplyvom revízie došlo k prehodnoteniu vývoja tvorby fixného kapitálu a rýchlejšie obnovovanie investícií sa prejavilo už koncom roka 2010. Predpokladá sa, že tento trend by mal pokračovať aj v horizonte prognózy. Uvažovaná zmena štruktúry fiškálnej konsolidácie v oblasti trhu práce by nemala mať dopad na vývoj HDP.

Čistý export

Výraznejší rast exportu v druhej polovici roka 2010 a pokračujúci rast zahraničného dopytu by sa mali premietnuť v raste exportnej výkonnosti ekonomiky v roku 2011. Vývoj exportov by mal byť ovplyvnený presunom spustenia výroby nového druhu automobilov až na posledný štvrtrok

Graf 3 Predikcia rastu HDP v stálych cenách (%)



2011, čo by však zároveň malo byť, na základe dostupných informácií, kompenzované produkciou v ostatných odvetviach ekonomiky. V súvislosti s existujúcou dovoznou náročnosťou sa očakáva mierne nižší rast dovozov ako vývozov vplyvom relatívne nízkeho domáceho dopytu, čo sa premietne v pozitívnom príspevku čistého exportu k rastu ekonomiky. Ďalší rast zahraničného dopytu v strednodobom horizonte sa premietne v pokračujúcom raste vývozov a dovozov. V roku 2012 by mal však pozitívne vplývať na vývoj zahraničného obchodu aj nábeh výroby nového druhu automobilov.

V porovnaní s predchádzajúcou predikciou by malo dôjsť k zvýšeniu prorastového vplyvu čistého exportu na HDP, najmä v dôsledku priaznivejšieho zahraničného dopytu.

V aktuálnej predikcii HDP naďalej pretrvávajú pozitívne **riziká** ohľadom štruktúry a dopadu konsolidácie verejných financií v roku 2011.

Na horizonte prognózy je rizikom smerom k vyššiemu rastu ekonomiky aj realizácia odložených investícií vo väčšej miere ako sa uvažuje v predikcii a taktiež ďalšie investície do infraštruktúry v súvislosti s možným vyšším čerpaním prostriedkov zo štrukturálnych fondov EÚ. Naopak, prípadná potreba zavedenia ďalších konsolidačných opatrení vlády by mohla pôsobiť

smerom ku spomaleniu dynamiky HDP. Rovnako by aj vyššia úroveň cien komodít mohla negatívne ovplyvniť vývoj ekonomiky.

Obojstranným rizikom vývoja HDP je aj neistota ohľadom ďalšieho vývoja situácie v Japonsku a jej možných priamych dopadov na našu ekonomiku, ako aj nepriamych, prostredníctvom vplyvu na globálnu ekonomiku.

POTENCIÁL HDP A PRODUKČNÁ MEDZERA

V porovnaní s predikciou P4Q-2010 ostáva pohľad na trend vývoja potenciálneho HDP v strednodobom horizonte v rámci aktuálnej prognózy bez výraznejšej zmeny, s výnimkou presunutia pozitívneho šoku v celkovej produktivite výrobných faktorov (z dôvodu časového posunu spustenia výroby nového druhu automobilov až na 4. štvrtrok 2011). Potenciálny rast slovenskej ekonomiky by mal v rokoch 2012 a 2013 dosahovať približne 4 % a mal by byť podporený najmä rastúcou celkovou produktivitou výrobných faktorov. Investičná aktivita, ktorá by sa mala po výraznom prepade počas krízy na horizonte prognózy oživovať, by mala generovať rast zásoby kapitálu. Na druhej strane, napriek klesajúcej miere prirodzenej nezamestnanosti, demografický vývoj bude v budúcnosti poskytovať iba limitovaný priestor pre rast potenciálnej zamestnanosti; jej príspevky

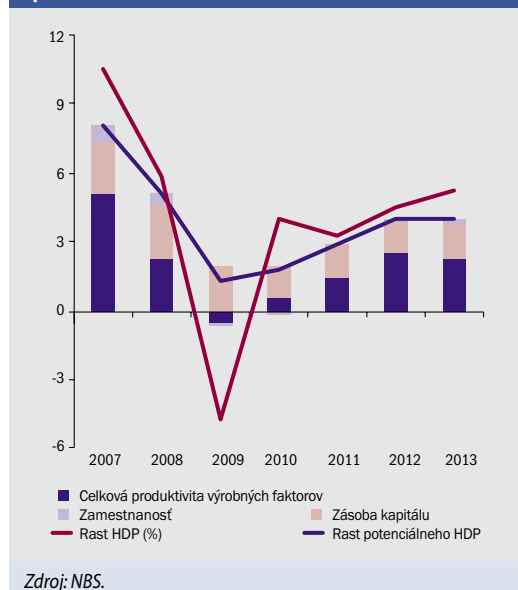
k rastu potenciálneho produktu by sa teda mali naďalej pohybovať blízko nuly.

V porovnaní s predchádzajúcou prognózou však dochádza k zmene pohľadu na cyklickú pozíciu ekonomiky, a to z dôvodu upraveného odhadu potenciálneho rastu v uplynulých rokoch. Zatiaľ čo predikcia P4Q-2010 zohľadňovala iba revíziu celkového reálneho HDP, aktuálna prognóza reflektuje kompletnú revidovanú štruktúru historického časového radu HDP², a to najmä výrazné zníženie úrovne tvorby hrubého fixného kapitálu v rokoch 2009 a 2010. Znížený objem investícií v uvedenom období znamená nižšiu zásobu kapitálu, ktorá implikuje menej dynamický potenciálny rast a zužuje tak pôvodne odhadovanú produkčnú medzeru. Produkčná medzera pre roky 2009 a 2010 je teda v aktuálnej prognóze menej záporná, čo umožňuje jej takmer úplné uzavretie do roka 2013. Dynamiknejšie uzatváranie produkčnej medzery súvisí aj s aktuálne pozitívnejším výhľadom pre rast skutočného HDP.

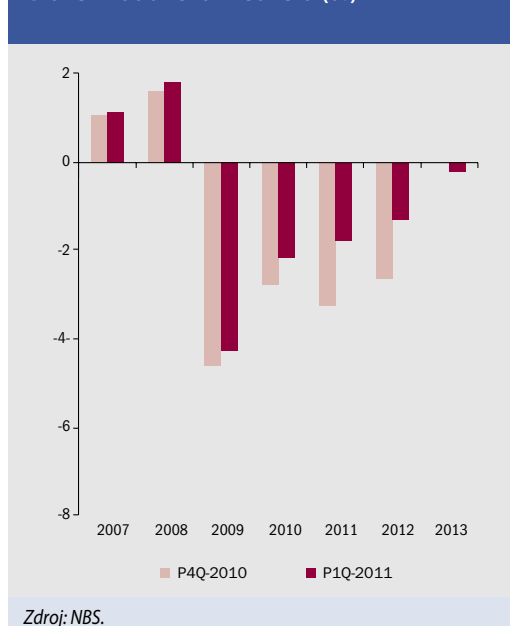
4.2 INFLÁCIA

Vývoj inflácie meranej HICP bol v prvých mesiacoch roka 2011 charakterizovaný rastúcim trendom, keď sa zvyšovala dynamika cien tovarov, ako aj cien služieb. Vplyv na takéto vývoj mali aj

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



Graf 5 Produkčná medzera (%)



2 Revízia národných účtov zo strany ŠÚ SR v decembri 2010.

úpravy nepriamych daní (DPH, spotrebné dane)³ a zavedenie nových poplatkov v cenách energií. V rámci cien tovarov bol zaznamenaný rýchlejší medziročný rast cien energií a potravín a mierne sa spomalil medziročný pokles cien priemyselných tovarov bez energií. V cenách služieb, ktoré zvýšili svoju dynamiku, sa prejavil rast cien služieb spojených s dopravou, bývaním, osobných služieb, zdravotníckych a sociálnych služieb. Zvýšenie celkovej inflácie vo februári 2011 bolo v súlade s očakávaniami.

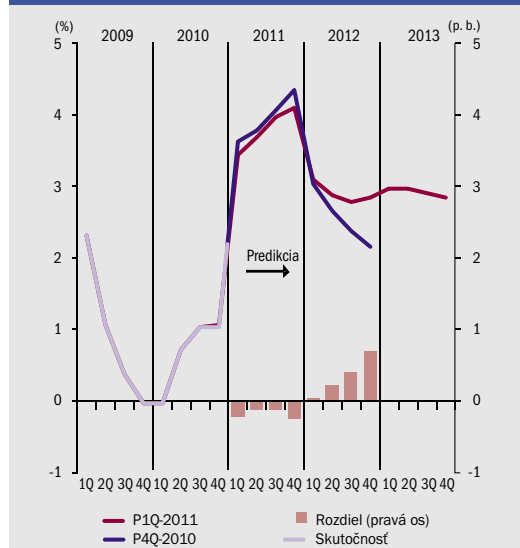
V priebehu roka 2011 je možné očakávať postupné zrýchľovanie inflácie, predovšetkým v dôsledku rastu cien potravín a pohonných látok v súlade so zohľadnenými predpokladmi vývoja cien komodít. Ceny služieb a priemyselných tovarov bez energií by mali v roku 2011 postupne rásť vplyvom oživovania dopytu, ako aj v dôsledku nákladových impulzov.

V strednodobom horizonte sa očakáva spomalenie inflácie v súvislosti s odznením efektov zvýšenia nepriamych daní a ponukového šoku komodít. K nárastu cenovej hladiny v rokoch 2012 a 2013 by malo prispievať zrýchľovanie rastu cien služieb a priemyselných tovarov v dôsledku pozitívneho vývoja na trhu práce a rastúceho spotrebiteľského dopytu. V náras-

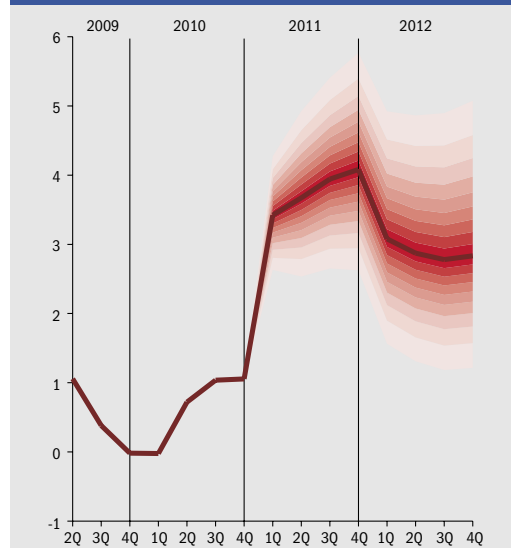
te cien energií (v cenách plynu a tepla) pre rok 2012 bol zohľadnený nielen súčasný a očakávaný vývoj cien ropy, ale aj snaha regulátora zvyšovať efektivitu hlavného dodávateľa plynu pre domácnosti, ako aj zohľadňovať ceny na spotovom trhu s plynom.

Aktuálna predikcia predpokladá rast spotrebiteľských cien na úrovni 3,8 % pre rok 2011, resp. 2,9 % pre roky 2012 a 2013. V porovnaní s P4Q-2010 sa tak v roku 2011, vzhľadom na aktuálny vývoj inflácie, očakáva mierne nižšia dynamika. V roku 2012 by mal byť rast spotrebiteľských cien rýchlejší najmä z dôvodu výraznejšieho rastu regulovaných cien energií.

Podľa výsledkov dotazníkového prieskumu sa javí byť strednodobá predikcia inflácie na celom horizonte mierne podhodnotená. V prípade naplnenia všetkých skúmaných rizík by sa inflácia mohla zvýšiť o 0,11 percentuálneho bodu v roku 2011, o 0,30 percentuálneho bodu v roku 2012 a o 0,21 percentuálneho bodu v roku 2013. Najväčší príspevok k rastu by mohli mať cena ropy, agrokododity, zahraničná inflácia a zamestnanosť. Riziko smerom k nižšej inflácii predstavuje pretrvávajúci nízky dopyt domácností, ako aj prípadná stagnácia cien lacnejších cigariet i napriek zvýšeniu spotrebnej dane.

Graf 6 Posun v predikcii HICP inflácie


Zdroj: NBS.

Graf 7 Predikcia inflácie HICP (%)


Zdroj: NBS.

³ Podľa predbežných výsledkov analýzy bol dopad zvýšenia DPH na spotrebiteľské ceny začiatkom roka 2011 nižší ako predpoklad v P4Q-2010.

Box 1
SCENÁR RÝCHLEJŠIEHO RASTU CIEN ROPY

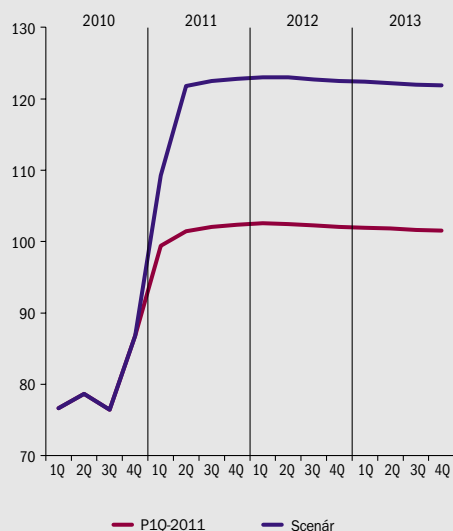
Súčasná politická neistota v arabských krajinách exportujúcich ropu materializuje riziko ďalšieho rastu cien ropy na svetových trhoch. Dopad rastúcich cien ropy je predmetom rizikového scenára, ktorý predpokladá postupný nárast svetových cien ropy v 1. polroku 2011 o 20 % oproti predikcii P1Q-2011. Tým by sa cena ropy dostala na úroveň prevyšujúcu 120 USD/barel. Scenár predpokladá, že cena ropy bude na celom horizonte predikcie vyššia o 20 % v porovnaní s predpokladmi predikcie P1Q-2011.

Rýchlejší rast cien ropy by mal byť v domácej ekonomike sprevádzaný postupným rastom cien pohonných látok a následne aj regulovaných cien (hlavne ceny zemného plynu a ceny tepla). Vzhľadom na dlhší časový prenos do regulovaných cien (pri zachovaní najpravdepodobnejšieho spôsobu rozhodovania ÚRSO o zmene regulovaných cien, a to raz ročne) sa v inflácii v roku 2011 očakáva len vplyv cez ceny pohonných látok a s ním spojené sekundárne efekty. To by malo zvýšiť ročnú mieru HICP inflácie v roku 2011 o 0,3 percentuálneho bodu. Plný dopad

do ekonomiky cez regulované ceny sa predpokladá v 1. štvrťroku 2012, kedy by sa mala medziročná dynamika cien energií zvýšiť o 6,9 percentuálneho bodu. Celková inflácia v roku 2012 by mala oproti P1Q-2011 vzrásť o 1,4 percentuálneho bodu. Odznievanie tohto cenového šoku by malo aj v roku 2013 prispieť k rýchlejšiemu rastu cien približne o 0,2 percentuálneho bodu.

V reálnej ekonomike sa očakáva predovšetkým spomalenie domáceho dopytu. Vyššia inflácia by mala znížiť reálny disponibilný príjem s priamym dopadom do spotreby domácností. Kým v roku 2011 sa očakáva zníženie rastu ekonomiky o 0,1 percentuálneho bodu, v roku 2012 by mal negatívny vplyv regulovaných cien významnejšie znížiť všetky zložky domáceho dopytu s najvýraznejším

HICP (%)	2011	2012	2013
P1Q-2011	3,8	2,9	2,9
scenár	4,1	4,3	3,1
rozdiel (p. b.)	0,3	1,4	0,2

Graf A Cena ropy (USD/barel)


Zdroj: NBS.

Graf B HICP, medziročný rast (%)


Zdroj: NBS.

Graf C HDP, medziročný rast (%)


Zdroj: NBS.

HDP (%)	2011	2012	2013
P1Q-2011	3,3	4,5	5,2
scenár	3,2	3,9	5,1
rozdiel (p. b.)	-0,1	-0,6	-0,1

vplyvom v spotrebe domácností (približne o 1,2 percentuálneho bodu). Z dôvodu do-

voznej náročnosti sa zároveň očakáva aj spomalenie dynamiky importu. Celkovo by mala ekonomika v roku 2012 rásť pomalšie približne o 0,6 percentuálneho bodu a v roku 2013 o 0,1 percentuálneho bodu.

Je však potrebné dať do pozornosti dva faktory, s ktorými tento scenár neuvažuje a ktoré by mohli dopad zvýšených cien ropy na vývoj ekonomiky a cien zmierniť. Prvým z nich je skutočnosť, že domácnosti sa zvyčajne snažia časť šokov v ekonomike dočasne financovať cez svoje úspory. V dôsledku toho by obmedzenie spotreby domácností nemuselo plne reflektovať zníženie ich disponibilného príjmu a dopad na rast HDP v rokoch 2012 a 2013 by mohol byť miernejší, resp. prenášal by sa do ekonomiky s väčším oneskorením. Druhým faktorom je možnosť neúplného premietnutia ropného šoku do regulovaných cien zemného plynu a tepla (v súvislosti s možným pretrvávaním rozdielov vo vývoji cien ropy a spotových cien plynu), v dôsledku čoho by rast spotrebiteľských cien mohol byť miernejší. Nižšia inflácia by potom pôsobila menej negatívne na reálne príjmy domácností, čím by sa zmiernil aj dopad na celkovú ekonomickú aktivitu v rokoch 2012 a 2013.



Tabuľka 3 Strednodobá predikcia (P1Q-2011) základných makroekonomických ukazovateľov

(medziročná dynamika v %, ak nie je uvedené inak)	Skutočnosť	Predikcia P1Q-2011			Zmena oproti P4Q-2010		
	2010	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Ceny							
Inflácia meraná HICP (priemer)	0,7	3,8	2,9	2,9	-0,1	0,3	-
Inflácia meraná CPI (priemer)	1,0	3,7	2,8	2,9	-0,1	0,2	-
ULC ¹⁾ (kompenzácie na zamestnanca v b. c./produktivita práce ESA 95 v s. c.)	-2,7	1,5	2,5	2,3	-0,7	-0,3	-
Produktivita práce ESA 95 (HDP s. c./zamestnanosť ESA 95)	5,5	2,7	3,9	4,0	-0,2	0,4	-
Kompenzácie na zamestnanca (b. c.)	2,7	4,3	6,5	6,4	-0,9	0,1	-
Ekonomická aktivita							
HDP reálny	4,0	3,3	4,5	5,2	0,3	0,5	-
Konečná spotreba domácností	-0,3	1,6	3,8	4,5	-0,3	0,0	-
Konečná spotreba verejnej správy	0,1	-3,0	0,1	0,4	0,9	0,0	-
Tvorba hrubého fixného kapitálu	3,6	2,6	4,0	5,5	3,5	0,4	-
Vývoz tovarov a služieb	16,4	10,3	9,5	9,3	2,9	1,9	-
Dovoz tovarov a služieb	14,9	7,1	8,5	8,8	2,2	1,6	-
Hrubý disponibilný dôchodok domácností, reálny	-1,4	0,2	3,8	4,6	-0,3	0,0	-
Output gap (% z potenciálneho produktu)	-2,2	-1,8	-1,3	-0,2	1,5	1,4	-
Trh práce							
Zamestnanosť podľa ESA 95	-1,4	0,6	0,5	1,1	0,5	0,0	-
Miera nezamestnanosti podľa VZPS ²⁾ (%)	14,4	14,1	13,8	12,9	-0,1	-0,1	-
Platobná bilancia							
Otvorenosť ekonomiky (% HDP)	162,3	172,9	179,3	185,3	13,6	16,2	-
Obchodná bilancia (% HDP)	0,2	1,6	2,4	2,8	-0,5	-0,3	-
Bilancia služieb (% HDP)	-1,1	-1,0	-0,8	-0,7	0,3	0,3	-
Bežný účet (% HDP)	-3,5	-1,5	-0,3	0,2	-0,2	0,1	-
Bežný a kapitálový účet (% HDP)	-1,9	0,3	1,5	2,0	-0,2	0,0	-
Zdroj: NBS.							
1) ULC – jednotkové náklady práce.							
2) VZPS – výberové zisťovanie pracovných síl.							