



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA  
EUROSYSTEM



# STREDNODOBÁ PREDIKCIA

4. Q  
2012

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  
7. decembra 2012.

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

ISSN 1338-1466 (elektronická verzia)



# OBSAH

|          |  |           |
|----------|--|-----------|
| <b>1</b> | <b>ZHRNUTIE</b>  | <b>4</b>  |
| <b>2</b> | <b>AKTUÁLNY VÝVOJ V ZAHRANIČÍ A V SR</b>   | <b>4</b>  |
| <b>3</b> | <b>TECHNICKÉ PREDPOKLADY</b>   | <b>4</b>  |
| <b>4</b> | <b>PROGNÓZA EXTERNÉHO PROSTREDIA</b>   | <b>4</b>  |
| <b>5</b> | <b>MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCIA SR</b>  | <b>11</b> |
| 5.1      | Ekonomický rast  | 11        |
| 5.2      | Trh práce  | 15        |
| 5.3      | Náklady práce a cenový vývoj   | 16        |
| <b>6</b> | <b>RIZIKÁ PROGNÓZY</b>   | <b>17</b> |
| <b>7</b> | <b>POROVNANIE S PREDCHÁDZAJÚCOU PROGNÓZOU</b>  | <b>18</b> |
|          | <b>ZOZNAM BOXOV</b>  |           |
| Box 1    | Rýchly odhad HDP za 3. štvrtrok 2012 – čo prezradil o stave ekonomiky?                             | 13        |
|          | <b>ZOZNAM GRAFOV</b>   |           |
| Graf 1   | Štruktúra rastu HDP  | 4         |
| Graf 2   | Krátkodobé indikátory  | 6         |
| Graf 3   | Vývoj na trhu práce  | 7         |
| Graf 4   | Vývoj inflácie   | 7         |
| Graf 5   | Vývoj celkovej inflácie HICP   | 7         |
| Graf 6   | Výmenný kurz USD/EUR   | 8         |
| Graf 7   | Cena ropy Brent v USD/barel  | 8         |
| Graf 8   | Cena ropy Brent v EUR/barel  | 8         |
| Graf 9   | Ceny neenergetických surovín   | 9         |
| Graf 10  | Predikcia zahraničného dopytu SR   | 10        |
| Graf 11  | Predikcia zahraničného dopytu a slovenského exportu tovarov a služieb                              | 11        |
| Graf 12  | Rozklad investícií   | 11        |
| Graf 13  | Vývoj reálnych príjmov, spotreby a miery úspor domácností  | 12        |
| Graf 14  | Štruktúra rastu HDP  | 13        |
| Graf 15  | Vývoj zamestnanosti, odpracovaných hodín a miery nezamestnanosti                                   | 15        |
| Graf 16  | Predikcia inflácie HICP  | 17        |
| Graf 17  | Porovnanie prognóz štruktúry ekonomiky   | 18        |
| Graf 18  | Porovnanie prognóz rastu ekonomiky   | 18        |
|          | <b>ZOZNAM TABULIEK</b>   |           |
| Tab. 1   | Zoznam konsolidačných opatrení   | 9         |
| Tab. 2   | Predikcia tvorby hrubého fixného kapitálu  | 12        |
| Tab. 3   | Kompenzácie na zamestnanca   | 16        |
| Tab. 4   | Riziká predikcie   | 17        |
| Tab. 5   | Strednodobá predikcia (P4Q-2012) základných makroekonomických ukazovateľov na medzioročnej báze    | 20        |
| Tab. 6   | Strednodobá predikcia (P4Q-2012) základných makroekonomických ukazovateľov na medzikvartálnej báze | 21        |
|          | <b>ZOZNAM TABULIEK V BOXOCH</b>  |           |
| Tab. A   | HDP v 3. štvrtroku 2012  | 14        |
| Tab. B   | Kumulatívny vývoj HDP  | 14        |
| Graf 19  | Porovnanie ukazovateľov trhu práce   | 18        |
| Graf 20  | Porovnanie štruktúry cenového vývoja   | 19        |
| <b>5</b> | <b>ZOZNAM GRAFOV V BOXOCH</b>  |           |
| Graf A   | Vývoj HDP na základe jednotlivých zverejnení štvrtročných údajov                                   | 14        |
| Graf B   | Predikcia vývoja HDP   | 14        |

# 1 ZHRNUTIE

Najnovšia decembrová makroekonomická predikcia bola založená na aktuálne dostupných údajoch o rýchlom odhade HDP a zamestnanosti, mesačných štatistikách a technických predpokladoch ECB<sup>1</sup>. Pri tvorbe strednodobej predikcie zobrala NBS do úvahy nižší zahraničný dopyt, utlmený domáci dopyt, negatívne trendy z predstihových indikátorov, horší vývoj na trhu práce, ako aj aktuálne konsolidačné opatrenia.

Vývoj zahraničného dopytu po slovenských výrobkoch a službách by mal dosiahnuť dno na prelome rokov 2012 a 2013, v dôsledku čoho by sa mal rast ekonomiky v roku 2013 výraznejšie spomaliť. Ekonomický rast (tak ako v predchádzajúcej predikcii) pribrzdí aj konsolidácia verejných financií, najmä cez spomalenie investícií a spotreby domácností.

Spomalenie ekonomickej aktivity, ale aj možné efekty úprav pracovnej a sociálnej legislatívy, by mohli spôsobiť pokles zamestnanosti a nárast nezamestnanosti už od 4. štvrťroka 2012, s následným vplyvom na celý rok 2013. S obnovením zahraničného dopytu by sa mala začať oživovať aj domáca časť ekonomiky, ktorá by mala začať od roka 2014 prispievať kladne k HDP a vytvárať mierny rast ekonomiky (graf 1). To by sa následne malo prejavovať aj v tvorbe nových pracovných miest a postupnom znižovaní miery nezamestnanosti.

V porovnaní s predchádzajúcou predikciou dochádza k zhoršeniu vyhládok makroekonomického

**Graf 1 Štruktúra rastu HDP (medziroční rast HDP v %, príspevky v p. b.)**



Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

1) Príspevek exportných trhov k rastu HDP predstavuje príspevek exportu SR očisteného o dovozy spojené s produkciou určenou na export. Predstavuje to vplyv zahraničného dopytu na vývoj ekonomiky (ktorý abstrahuje od dovozov ovplyvnených domácim dopytom).

vývoja, keď v roku 2012 by mala slovenská ekonomika vzrásť o 2,4 %, v roku 2013 o 1,6 % a v roku 2014 o 3,5 %. V cenovom vývoji sa predpokladá výraznejšie spomalenie inflácie z 3,8 % v roku 2012 na 2,3 % a 1,9 % v rokoch 2013 až 2014. V aktuálnej strednodobej prognóze prevládajú v reálnej ekonomike riziká smerom nadol a v cenovom vývoji smerom nahor.

1 Eurosystem Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area, December 2012. Podrobnejšie informácie o prognóze ECB sú dostupné na [www.ecb.int](http://www.ecb.int). Dátum uzávierky predpokladov predikcie bol 23. novembra 2012, v dôsledku čoho boli k dispozícii len informácie z rýchleho odhadu HDP, podľa ktorého slovenská ekonomika v 3. štvrťroku vzrástla o 0,6 %.

## 2 AKTUÁLNY VÝVOJ V ZAHRANIČÍ A V SR

### POMALÁ OBNOVA GLOBÁLNEJ EKONOMIKY

Globálna ekonomika v 3. štvrťroku 2012 mierne vzrástla, jej rast sa však naďalej nachádza na nízkych úrovniach. Obnova globálnej ekonomiky je pomalá a proces jej ozdravovania je naďalej zraniteľný a nestály. Napriek realizovaným opatreniam neistota ohľadom riešenia dlhovej krízy v eurozóne predstavuje jedno z najvýraznejších rizík pre globálnu ekonomickú obnovu. Rovnako obavy vyvoláva aj spôsob ďalšieho riešenia fiškálnej konsolidácie v USA. Slabý trh práce a finančná situácia domácností zostávajú taktiež naďalej rizikom pre obnovu hospodárskeho rastu vo vyspelých ekonomikách. Rozvíjajúce sa ekonomiky zaznamenali v predchádzajúcich obdobiach výraznejšie spomalenie rastu ako sa predpokladalo. Vďaka podporným menovým a fiškálnym opatreniam sa však ich ekonomický rast postupne zrýchlil. Tieto opatrenia tak dokázali kompenzovať negatívne dopady slabého externého dopytu na ekonomickú aktivitu. Riziko pre rozvíjajúce sa ekonomiky predstavuje rast cien komodít a ďalšie výrazné spomaľovanie globálneho obchodu. Kompozitný indikátor ekonomickej dôvery (CLI)<sup>2</sup> v krajinách OECD sa na začiatku 3. štvrťroka 2012 mierne oslabil. V ďalšom priebehu 3. štvrťroka už nedošlo k jeho zmene, čo môže naznačovať síce stabilizáciu ekonomickej aktivity, ale na nízkych úrovniach.

### RECESIA V EUROZÓNE

Po znížení HDP eurozóny v 2. štvrťroku 2012 poklesla jej ekonomika aj v 3. štvrťroku (-0,1 %). Slabá ekonomická aktivita pretrváva v eurozóne aj naďalej. Vo výraznej miere je ovplyvňovaná nepriaznivým vývojom dlhovej krízy, ako aj nízkou dôverou tak podnikov, ako aj spotrebiteľov, ktorá sa už viac mesiacov po sebe pohybuje pod dlhodobým priemerom. Slabá ekonomická výkonnosť ovplyvňuje aj trh práce, keď miera nezamestnanosti dosahuje historické maximá.

### HETEROGÉNNY VÝVOJ VO SVETE

HDP v krajinách OECD v 3. štvrťroku 2012 mierne vzrástol. Naďalej pretrvávajú rozdiely vo vývoji jednotlivých krajín. Pokles hospodárstva opätov-

ne zaznamenala eurozóna. K výraznému poklesu ekonomiky došlo v Japonsku. Po troch štvrťrokoch prepadu ekonomiky najvýraznejší rast dosiahla Veľká Británia. Hrubý domáci produkt v USA v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom mierne vzrástol, a to najmä v dôsledku posilnenia súkromnej spotreby a nárastu vládnych výdavkov. Pozitívne na HDP vplývali aj investície do rezidenčnej výstavby. Naopak, nerezidenčné investície poklesli. V dôsledku výrazného zníženia exportov zaznamenal čistý export negatívny príspevok k tvorbe HDP. Po prepade v letných mesiacoch indikátor aktivity v priemysle (ISM)<sup>3</sup> v septembri aj v októbri rástol nad hranicu 50 bodov, čo signalizuje zlepšujúce sa nálady. Pozitívny vývoj sa prejavil najmä v oblasti vývoja nových objednávok a produkcie. V Číne sa v 3. štvrťroku zrýchlila dynamika rastu, a to vďaka silnej súkromnej spotrebe a investíciám. Indikátor ekonomickej aktivity v priemysle (Manufacturing PMI)<sup>4</sup> sa po prechodnom oslabení v predchádzajúcich mesiacoch v októbri opäť dostal do pásma signalizujúceho rast produkcie. Jeho úroveň je však výrazne nižšia v porovnaní s októbrovým historickým priemerom.

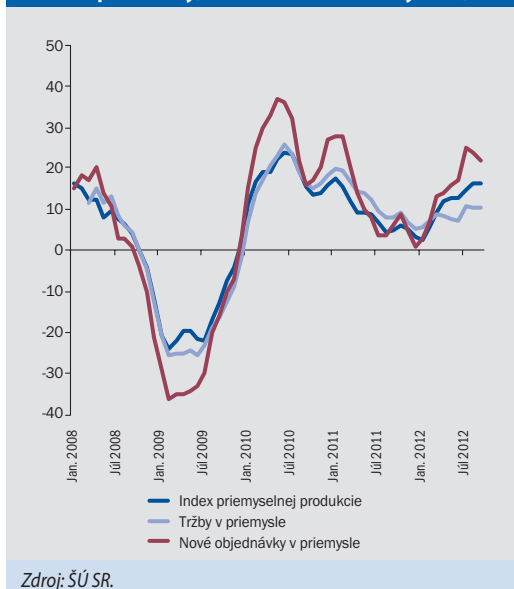
### SLOVENSKÚ EKONOMIKU ŤAHAL NAJMÄ VÝVOZ

Napriek recesii v eurozóne (v 3. štvrťroku bol zaznamenaný druhý medzikvartálny pokles za sebou) dosiahol rast ekonomiky na Slovensku v 3. štvrťroku podľa rýchleho odhadu ŠÚ SR 0,6 %. Vývoj v 3. štvrťroku bol (na základe úrovne vytvoreného HDP) v súlade s očakávaniami. Hoci bol vykázaný medzikvartálny rast HDP mierne vyšší ako predpoklad z predchádzajúcej predikcie, rozdiel bol spôsobený len prehodnotením predchádzajúcich štvrťrokov k nižším rastom, čo spôsobilo vyšší medzikvartálny rast v 3. štvrťroku. Objem vyprodukovaných tovarov a služieb v 3. štvrťroku bol na úrovni, aká sa očakávala v predchádzajúcej predikcii. Štruktúra rastu HDP nebola v čase tvorby predikcie zverejnená, avšak mesačné údaje naznačovali niektoré tendencie. Priaznivý vývoj ekonomiky možno pripísať predovšetkým priaznivému príspevku čistého exportu. Z údajov o nominálnom zahraničnom obchode vyplýva, že aj v 3. štvrťroku pokračoval medziročný rast exportnej výkonnosti pri súčas-

2 Indikátory CLI sú pravidelne na mesačnej báze publikované OECD – posledné dostupné údaje publikované v novembri 2012 sú po septembri 2012.

3 Institute for Supply Management: PMI (Index nákupcov zásob) – indikátor ekonomickeho sentimentu v priemysle USA. Napriek tomu, že tento indikátor zbiera údaje len z priemyslu, je považovaný za významný indikátor sentimentu pre celú ekonomiku.

4 China Manufacturing PMI: Indikátor ekonomickeho sentimentu v priemysle Číny zverejňovaný Čínskym národným štatistickým úradom.

**Graf 2 Krátkodobé indikátory (3-mesačné kľzavé priemery, medziročné zmeny v %)**

nom poklese dovoznej náročnosti. Nábeh novej výroby v automobilovom priemysle už pravdepodobne dosiahol maximálne kapacity v 2. štvrťroku a zostal na tejto úrovni aj v 3. štvrťroku. Dokumentuje to index priemyselnej výroby, ktorej rast je takmer výlučne založený na automobilovom priemysle. Podobný priebeh ako index priemyselnej produkcie zaznamenali tržby v priemysle pri nižších medziročných rastoch, z čoho vyplýva väčší efekt výroby menších a lacnejších vozidiel. Skladba vyrábaných áut zodpovedá dopytu nielen v EÚ, ale aj v mimoeurópskych ekonomikách, vďaka čomu Slovensko získavalo trhovú podiel na svetovom obchode.

Na rozdiel od pozitívneho príspevku čistého exportu je možné predpokladať, že domáci dopyt prispel negatívne k rastu ekonomiky. Negatívne nálady spotrebiteľov sa naďalej prehlbovali v 3. štvrťroku, čo sa odrazilo v medziročnom poklese maloobchodných tržieb. Prepád reálnych príjmov a stagnácia zamestnanosti spôsobili pokračovanie dlhodobej opatrnosti domácností pri spotrebných rozhodnutiach. Tieto ukazovatele indikujú pokles konečnej spotreby domácností v 3. štvrťroku.

Údaje o hotovostnom čerpaní štátneho rozpočtu naznačujú rast konečnej spotreby verejnej správy. Výdavky na chod štátu dosiahli v medziročnom porovnaní nárast, čo pravdepodobne

prispelo pozitívne k rastu ekonomiky. Z aktuálneho vývoja daňových a odvodových príjmov vyplýva ich výpadok v roku 2012 oproti pôvodným očakávaniam MF SR na úrovni 231 mil. € (z toho DPH 121 mil. € a DPPO 40 mil. €).

V oblasti investičného dopytu prevládali v 3. štvrťroku v súlade s očakávaniami negatívne tendencie. Úverové aktivity sa výraznejšie znižovali v podnikovom sektore. V posledných dvoch mesiacoch 3. štvrťroku boli zaznamenané medziročné poklesy úverov podnikom, keď sa znížil stav úverov všetkých splatností. Napriek priaznivým úrokovým podmienkam (klientske úrokové sadzby z úverov podnikom dosahujú historicky najnižšie úrovne) sú úverové aktivity tlmené ako z ponukovej strany, tak aj z dopytovej. Dokumentujú to údaje z dotazníkového prieskumu o vývoji ponuky a dopytu po úveroch. Podľa týchto údajov pociťovali banky v 3. štvrťroku menší záujem o úvery zo strany podnikov. Ďalším ukazovateľom podporujúcim negatívny vývoj v investičnom dopyte sú hard indikátory, ktoré poukazujú na pretrvávajúci pokles aktivity v stavebníctve.

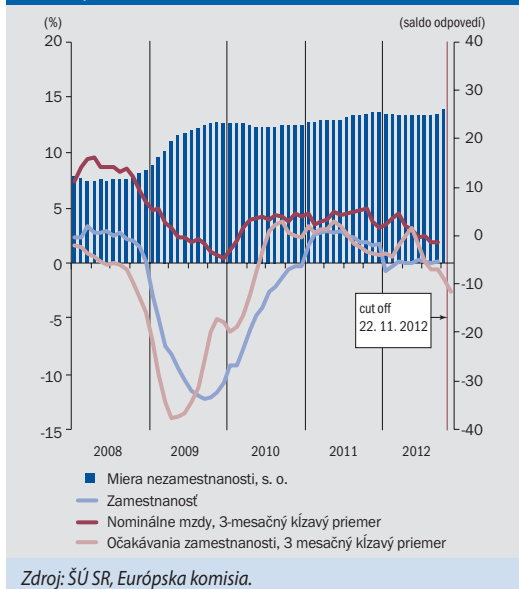
Východisková pozícia ekonomiky na základe údajov z rýchleho odhadu (horší ako očakávaný domáci dopyt) a mesačných indikátorov (najmä krátkodobých predstihových) naznačuje spomaľovanie ekonomickej aktivity v krátkom horizonte.

#### STAGNUJÚCI TRH PRÁCE

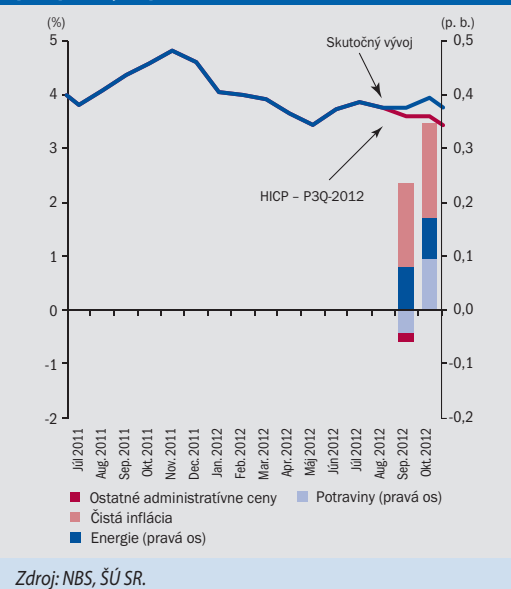
Zamestnanosť v 3. štvrťroku pokračovala v stagnácii, keď rast ekonomiky nebol dostatočne robustný na tvorbu nových pracovných miest. Z mesačných štatistík vyplýva, že negatívny vývoj pretrvával v sektore stavebníctva, kde dlhodobo klesá počet zamestnaných. Mesačné štatistiky zamestnanosti za priemysel v 3. štvrťroku nedávali jasné smerovanie a pravdepodobne firmy zatiaľ uprednostňovali opatrný prístup k prepúšťaniu, keď najprv siahali na odmeny a benefity. Dokumentujú to mesačné údaje o vývoji nominálnych miezd, ktoré sa v medzimesačnom porovnaní výraznejšie znížili. Možno za tým vidieť preferencie firiem udržať si produktívnych zamestnancov. Mzdový vývoj odzrkadľoval okrem spomínaného opatrnostného prístupu firiem aj negatívne očakávania reálnej ekonomiky a s tým spojený pravdepodobný pokles ziskovosti a tiež vplyv



**Graf 3 Vývoj na trhu práce (medziročné zmeny v %, úroveň v %)**



**Graf 4 Vývoj inflácie (medziročný rast v %, príspevky v p. b.)**

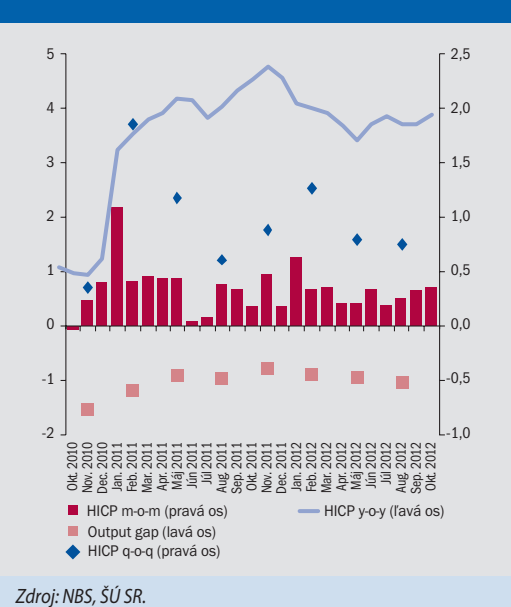


konsolidačných opatrení platných od budúceho roka.

**MIERNE ZRÝCHLENIE INFLÁCIE V DÔSLEDKU RASTU CIEN POTRAVÍN**

Medziročná miera inflácie HICP sa udržiavala v posledných mesiacoch stále tesne pod úrovňou 4 %. Inflácia zaznamenala vyššie tempo ako očakávania z predchádzajúcej predikcie. Celkovo inflácia HICP v súčasnosti dosahuje v porovnaní s aktuálnou úrovňou output gapu relatívne vysokú úroveň. V rámci jednotlivých zložiek rástli predovšetkým ceny potravín. V rámci cien potravín sa tiež naplnil predpoklad o zvýšení cien tabakových výrobkov. Ich ceny sa zvýšili nielen kvôli vyšším spotrebným daniam, ale aj distribútori premietali do cien rastúce náklady. V čistej inflácii pozostávajúcej z cien priemyselných tovarov a služieb bez administratívnych cien vzrástli ceny hotelov a reštaurácií a ceny v školstve. Uvedený rast bol pravdepodobne podmienený rastom cien potravín. Tlmiaci vplyv na výraznejší rast cien položiek čistej inflácie mal pretrvávajúci nízky spotrebiteľský dopyt. V posledných me-

**Graf 5 Vývoj celkovej inflácie HICP (v %, s. o.)**



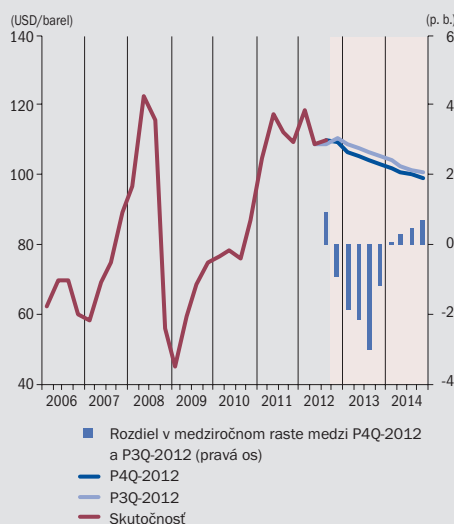
siacoch spomaľovalo medziročné tempo rastu cien energií, napriek rekordne vysokým cenám pohonných látok.

### 3 TECHNICKÉ PREDPOKLADY<sup>5</sup>

Od zverejnenia poslednej prognózy na začiatku septembra bol **výmenný kurz** eura voči americkému doláru naďalej volatilný, avšak pohyboval sa na vyšších úrovniach. V septembri sa výraznejšie posilnil, v októbri bol viac-menej stabilný a v novembri opätovne zaznamenal kolísavý vývoj. Dlhová kríza v eurozóne a s ňou spojené udalosti boli hlavným faktorom, ktorý dlhodobu ovplyvňuje vývoj výmenného kurzu. Aktuálna prognóza v celom horizonte predpokladá priemernú úroveň kurzu 1,28 USD/EUR.<sup>6</sup>

**Cena ropy** po poklese v 2. štvrtroku zaznamenala v 3. štvrtroku postupný nárast. Jej rast súvisel s poklesom produkcie v krajinách OPEC a krajinách mimo OPEC-u, zavedením ropných sankcií voči Iránu a odstávkou niektorých ťažobných zariadení v dôsledku ich pravidelnej údržby. Zníženie produkcie však bolo čiastočne kompenzované výrazným zvýšením produkcie v Saudskej Arábii. Priemerná cena ropy v 3. štvrtroku dosiahla 110,0 USD/barel. Do konca roka sa nepredpokladá jej ďalší nárast v dôsledku obáv z vývoja globálnej ekonomiky, slabšieho dopytu a vysokého stavu zásob. V priebehu októbra investori výrazne redukovali svoje dlhé pozície na komoditnej burze NYMEX. Medzinárodná agentúra pre energiu zní-

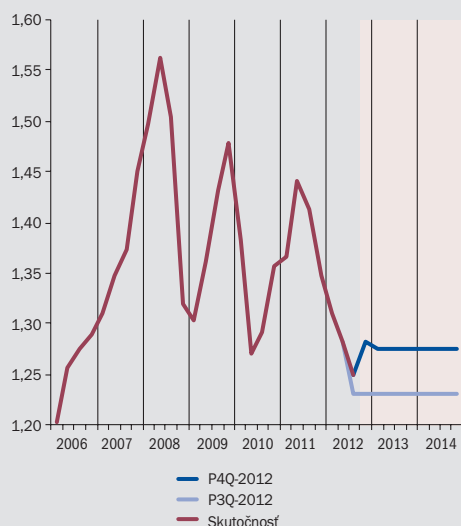
Graf 7 Cena ropy Brent v USD/barel



Zdroj: NBS, ECB.

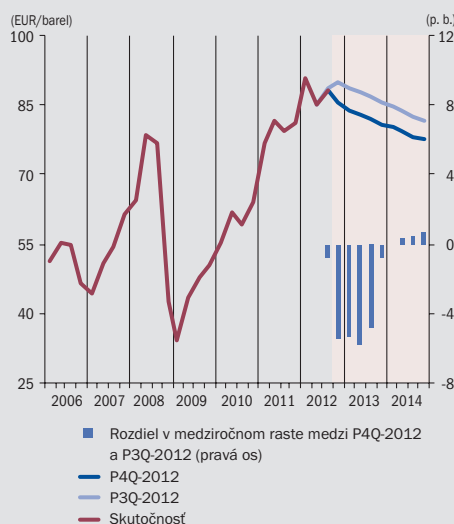
žila odhad dopytu po rope pre rok 2013 mierne smerom nadol. Prognóza predpokladá v roku 2012 cenu ropy na úrovni 111,7 USD/barel, v roku 2013 pokles na 105 USD/barel a v roku 2014 opätovne pokles na 100,5 USD/barel.

Graf 6 Výmenný kurz USD/EUR



Zdroj: NBS, ECB.

Graf 8 Cena ropy Brent v EUR/barel



Zdroj: NBS, ECB.

- 5 Technické predpoklady strednodobej prognózy, ako aj predpoklady vývoja medzinárodnej ekonomiky vychádzajú z „Makroekonomických projekcií odborníkov eurosystému pre eurozónu“ z decembra 2012 a sú založené na údajoch dostupných k 15. novembru 2012.
- 6 Prognóza v celom horizonte predpokladá, že bilaterálny výmenný kurz EUR/USD zostane nezmenený na úrovni priemeru za desať pracovných dní končiacich dňom uzávierky.

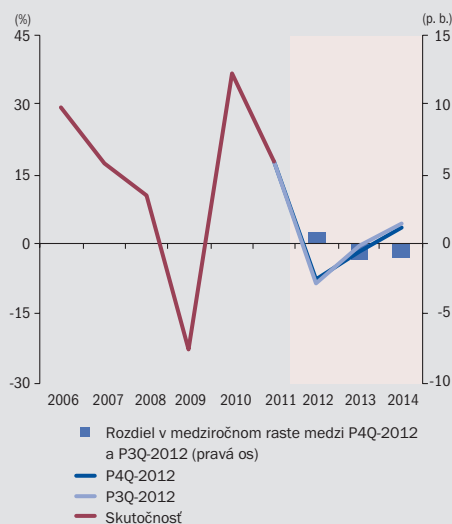


Ceny **neenergetických komodít** v 3. štvrtroku 2012 vzrástli, keď k ich výraznému rastu došlo hneď na začiatku štvrtroka. Rast zaznamenali najmä ceny agrokomodít a dostali sa tak na najvyššie úrovne od začiatku roka. Nárast cien agrokomodít bol zapríčinený najmä dôsledkom sucha a následných obáv zo slabej úrody. Ceny kovov vplyvom zhoršených obáv z vývoja globálnej ekonomiky v priebehu štvrtroka poklesli. Prognóza predpokladá pokles neenergetických komodít v roku 2012 o 7,5 %, v roku 2013 pokles o 1,5 % a v roku 2014 rast o 3,3 %.

Priemerná úroveň **krátkodobých úrokových sadzieb**<sup>7</sup> (3-mesačný EURIBOR) by mala dosiahnuť 0,6 % v roku 2012, 0,2 % v roku 2013 a 0,3 % v roku 2014.

V predikcii sa explicitne uvažovalo s konsolidačnými opatreniami predstavenými na tento a budúci rok. Tie by mali zabezpečiť, aby Slovensko splnilo cieľ dostať deficit verejných financií v roku 2013 pod 3 % HDP. Konsolidácia bola prevzatá do hlavného scenára predikcie ako technický predpoklad, ktorý sa cez rôzne kanály transmisie pretavil do reálnej ekonomiky. Nasledujúca tabuľka zobrazuje zoznam konsolidačných opatrení, ktoré boli do dátumu uzávierky<sup>8</sup> predikcie známe a zobrať do úvahy.

**Graf 9 Ceny neenergetických surovín (medziročná zmena v %)**



Zdroj: NBS, ECB.

Efekt týchto opatrení na deficit verejnej správy by mal v roku 2012 predstavovať 0,3 mld. € a v roku 2013 1,6 mld. €<sup>9</sup>. Pre rok 2014 nie sú známe žiadne konsolidačné opatrenia, takže v predikcii sa zatiaľ s dodatočným konsolidačným úsilím neuvažuje. Kompozíciu predpokladanej konsolidácie ilustruje tabuľka 1.

**Tabuľka 1 Zoznam konsolidačných opatrení<sup>(1)</sup>**

|    |   |
|----|---|
| 1. | Opatrenia zavádzajúce zmeny v rámci II. piliera (otvorenie II. piliera; zníženie príspevku z 9 % na 4 %).   |
| 2. | Zvýšenie odvodového zaťaženia (zjednotenie maximálnych vymeriavacích základov; zvýšenie odvodového zaťaženia pre dohody o vykonaní práce mimo pracovného pomeru a SZČO), zdravotné odvody z dividend v roku 2014. |
| 3. | Príjmy z osobitných odvodov vybraných subjektov (v zmysle zákonov o osobitnom odvode vybraných finančných inštitúcií a z podnikania v regulovaných odvetviach).   |
| 4. | Zvýšenie sadzby DPPO na 23 %, jednorazové zdanenie nerozdelených ziskov spred roku 2004 15 % sadzbou dane v roku 2013.  |
| 5. | Zmeny v rámci zdanenia príjmov fyzických osôb (vyššia daňová sadzba, rozšírenie daňových základní, zavedenie osobitnej dane pre ústavných činiteľov) a zmeny v správnych poplatkoch.                              |
| 6. | Memorandum medzi vládou a VÚC a mestami a obcami.   |

Zdroj: NBS.

1) Opatrenia v bodoch 1 až 5 boli zapracované v P3Q-2012. Bod 6 je opatrenie zapracované v aktuálnej predikcii.

7 Technické predpoklady týkajúce sa vývoja úrokových sadzieb a cien komodít sú založené na očakávaníach trhu (futures) s dátumom uzávierky 15. novembra 2012. Predpoklad týkajúci sa krátkodobých úrokových sadzieb je výhradne technickej povahy.

8 Do predikcie sa zakomponovali konsolidačné opatrenia ku dňu 21. novembra 2012.

9 Efekty konsolidácie boli kvantifikované na základe informácií z návrhov zákonov a výpočtov NBS. V pomerovom vyjadrení je prínos konsolidácie na rok 2012 odhadnutý v objeme 0,4 % z HDP a v roku 2013 2,1 % z HDP (použitý nominálny HDP z P4Q-2012). Nominálny objem konsolidácie zostal rovnaký ako v P3Q-2012.

## 4 PROGNOZA EXTERNÉHO PROSTREDIA

### POMALÁ OBNOVA GLOBÁLNEHO RASTU

Globálny ekonomický rast by mal v roku 2012 dosiahnuť 3,1 %. V ďalších rokoch by sa mal postupne zrýchľovať na 3,3 % v roku 2013 a v roku 2014 na 4,0 %. Rizikom pre vývoj globálnej ekonomiky je najmä neistota ohľadom riešenia dlhovej krízy v niektorých krajinách eurozóny, výrazná fiškálna konsolidácia v USA, intenzifikácia napätia na finančných trhoch a možnosť zastavenia obnovy globálnej ekonomiky.

### SLABŠÍ VÝVOJ V EUROZÓNE

V prvých troch štvrtrokoch 2012 na rast HDP negatívne vplýval slabý reálny disponibilný príjem, vysoká miera nezamestnanosti a prepád spotrebiteľskej a podnikateľskej dôvery, ktorý bol ovplyvnený napätím na finančných trhoch, ako aj zhoršená ponuka úverov v niektorých krajinách. Vplyv týchto faktorov sa odrazil v poklese domáceho dopytu. Prorastovo na HDP pôsobil len čistý export, aj keď predovšetkým vďaka slabému rastu dovozov. V dôsledku nepriaznivého vplyvu týchto faktorov prognóza v najbližšom období predpokladá ďalší pokles HDP. Reálna ekonomická aktivita by sa mala stabilizovať v priebehu prvého polroka 2013 a v ďalšom období by malo dôjsť k jej postupnému posilneniu. Následne do konca horizontu prognózy sa očakáva oživenie rastu exportov, ovplyvnené zahraničným dopytom a zlepšenou konkurencieschopnosťou. Ekonomický rast by mal byť podporovaný aj priaznivým dopadom akomodatívnej menovej politiky na domáci súkromný dopyt, ako aj priaznivým vplyvom poklesu inflácie na disponibilný dôchodok. Avšak nepriaznivý vplyv vysokej neistoty, fiškálnej konsolidácie a reštrukturalizácie bilancií sa bude v horizonte prognózy znižovať len postupne. Medziročne by sa mal rast HDP pohybovať v roku 2012 v rozpätí -0,6 % až -0,4 %, v roku 2013 medzi -0,9 % až 0,3 % a v roku 2014 medzi 0,2 % až 2,2 %.

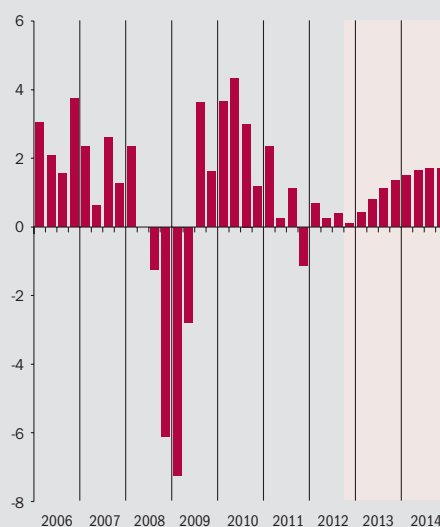
Priemerná inflácia meraná HICP by sa mala v horizonte prognózy postupne znižovať z približne

2,5 % v roku 2012 na 1,1 % až 2,1 % v roku 2013 a v roku 2014 na 0,6 % až 2,2 %. Predpokladaný pokles inflácie v roku 2013 odráža predovšetkým očakávaný pokles rastu cien energií a v menšej miere aj cien potravín. Prorastový vplyv zvýšenia nepriamych daní na infláciu bude kompenzovať tlmiaci vplyv slabého domáceho dopytu. V roku 2014 by mal byť vplyv nepriamych daní len mierne, zatiaľ čo postupne sa uzatvárajúca produkčná medzera bude menej tlmiť cenový rast.

### AKCELERÁCIA GLOBÁLNEHO OBCHODU V HORIZONTE PREDIKCIE

V roku 2012 sa predpokladá spomalenie **dynamiky globálneho obchodu** na 3,0 % zo 6,3 % v roku 2011. V roku 2013 by sa však mal rast globálneho obchodu zrýchliť a dosiahnuť 4,1 % a 7,0 % v roku 2014. Rast **zahraničného dopytu Slovenska** sa v doterajšom priebehu roka 2012 výrazne pribrazil a celkovo by mal v tomto roku dosiahnuť 0,8 % v porovnaní so 6,3 % v roku 2011. V roku 2013 by malo dôjsť k postupnej akcelerácii ich rastu na 2,3 % a v roku 2014 na 5,9 %.

Graf 10 Predikcia zahraničného dopytu SR (medzikvartálna zmena v %)



Zdroj: NBS, ECB.

## 5 MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCIA SR

### 5.1 EKONOMICKÝ RAST

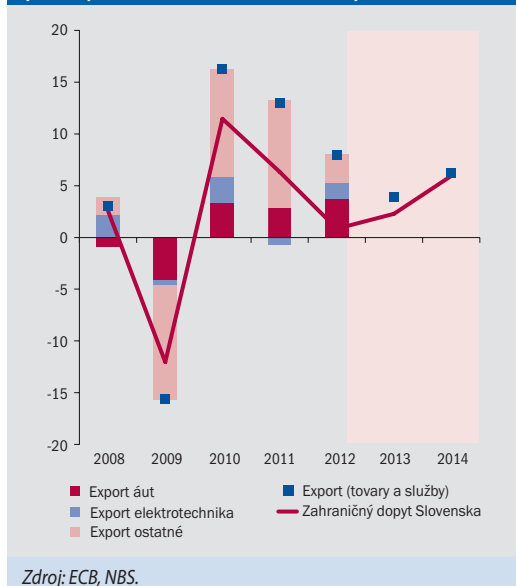
#### SLABÝ ZAHRANIČNÝ DOPYT S VPLYVOM NA SLOVENSKÝ EXPORT

Posledné zverejnené krátkodobé indikátory naznačili výraznejšie zhoršovanie exportnej výkonnosti našej ekonomiky. Negatívny vývoj podčiarkuje prepád exportných očakávaní na najbližšie obdobie a zhoršovanie konkurenčnej pozície našich firiem v rámci eurozóny aj na trhoch mimo eurozóny. Prognóza externého prostredia potvrdzuje tento vývoj a poukazuje na zastavenie rastu zahraničného dopytu po našich výrobkoch a službách na prelome rokov. To sa následne premetne do spomaľovania rastu exportnej výkonnosti. Ešte aj v prvej polovici roka 2013 by mal pretrvávať slabý zahraničný dopyt. Vzhľadom na predpoklad o produkcii v automobilovom odvetví v blízkosti svojho potenciálu v 3. štvrtroku tohto roka (aj v dôsledku ponukového šoku zo začiatku roka) sa v nasledujúcich štvrtrokoch nepredpokladá dodatočný impulz do exportnej výkonnosti slovenskej ekonomiky. Od 2. polroka 2013 sa predpokladá postupná akcelerácia zahraničného dopytu, čo by sa malo pozitívne prejaviť aj vo vývoji vývozov.

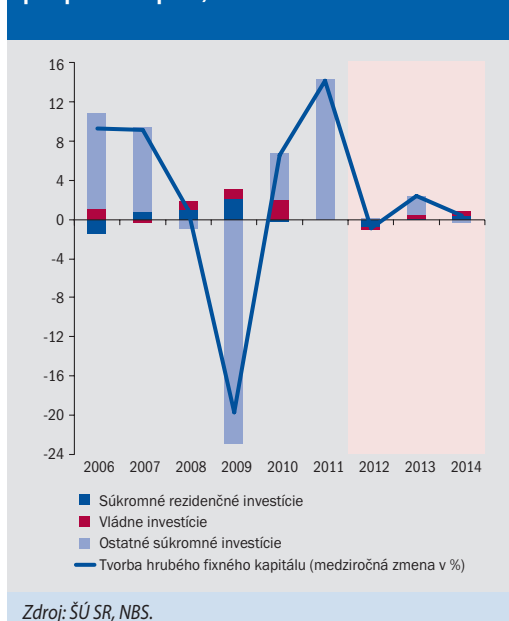
#### ZASTAVENIE INVESTIČNÝCH AKTIVÍT FIRIEM

Aktuálny vývoj a predstihové indikátory naznačujú pretrvávanie negatívnych tendencií aj v investičných aktivitách firiem. Očakávaná v sektore stavebníctva zostávajú na výrazne negatívnych hodnotách. Firemný sektor vzhľadom na neistotu odsúva investičné rozhodnutia na neskôr, čo potvrdzuje dotazník o vývoji ponuky a dopytu po úveroch. V ňom banky vnímajú pokles záujmu firiem o dlhodobé úvery z dôvodu poklesu dopytu po financovaní investícií. Vývoj na trhu nehnuteľností naznačuje tiež nepriaznivý výhľad. Počet vydaných stavebných povolení klesá, podobne sa vyvíjajú aj údaje o novo začatej výstavbe. V oblasti rezidenčných nehnuteľností sa očakáva, vzhľadom na negatívny spotrebiteľský sentiment, odkladanie investícií domácností. Na základe týchto indikátorov sa predpokladá pokles investícií v tomto roku. V nasledujúcich rokoch sa očakáva, stagnácia investičnej aktivity z dôvodu zvyšovania daňovo-odvodového zaťaženia firiem (efekt konsolidačných opatrení). Prechodný rast investícií v roku 2013 je technického charakteru, keď je explicitne zakomponovaný vplyv investície v automobilovom priemysle.

**Graf 11 Predikcia zahraničného dopytu a slovenského exportu tovarov a služieb (v s. c., medziročná zmena v %)**



**Graf 12 Rozklad investícií (medziročný príspevok v p. b.)**



**Tabuľka 2 Predikcia tvorby hrubého fixného kapitálu (medziročná zmena v %)**

|  | 2012 | 2013 | 2014 |
|--|------|------|------|
| THFK (celkové)   | -0,9 | 2,4  | 0,3  |
| THFK (očistené o jednorazovú investíciu v automobilovom priemysle) | -1,8 | 0,3  | 3,2  |

Zdroj: NBS.

**VELMI MIERNY RAST SPOTREBY DOMÁCNOSTÍ V HORIZONTE PREDIKCIE**

Aktuálny vývoj tiež naznačil pretrvávajúce negatívne trendy v spotrebiteľskom správaní. Potvrdzujú to aj krátkodobé predstihové indikátory. Domácnosti očakávajú ďalšie zhoršovanie svojej finančnej situácie a nárast miery nezamestnanosti. Preto sa očakáva ďalšie odkladanie spotrebiteľských rozhodnutí o kúpe statkov dlhodobej spotreby do budúcnosti. Z fundamentálnej stránky by mal na vývoj spotreby domácností vplyvať aj pomalý rast reálnych príjmov, na ktorý by mal tlmiačo pôsobiť efekt konsolidačných opatrení (najmä v roku 2013). Zvýšenie daní a odvodov by malo negatívne zasiahnuť predovšetkým živnostníkov. V predikcii nebol zakomponovaný celý dopad konsolidačných opatrení. Predpokladá sa, že domácnosti si čiastočne siahnu na úspory. Rast nominálnych kompenzácií v roku 2013 a 2014 by mal byť ovplyvnený klesajúcou ziskovosťou firiem, čo sa odzrkadlí v nižšom náraste vyjednaných miezd.

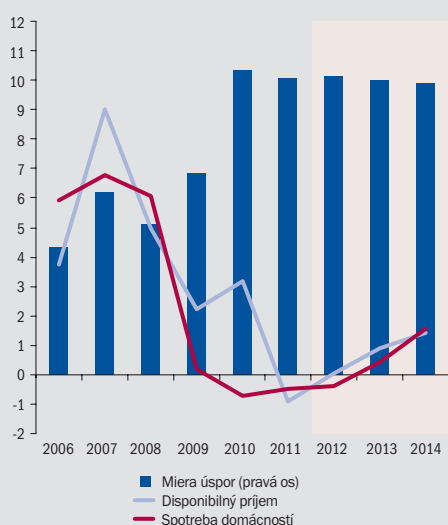
Tlmiačo by malo pôsobiť zmrazenie miezd vo verejnom sektore v roku 2013. Napriek výraznejšiemu spomaleniu inflácie v horizonte predikcie v porovnaní s rokom 2012 sa neočakáva výraznejší prorastový impulz pre spotrebu domácností.

**OTÁZNY VÝVOJ VO VÝDAVKOCH VEREJNEJ SPRÁVY V BUDÚCOM ROKU**

V aktuálnej predikcii je zakomponovaný efekt zmrazenia miezd v štátnej správe s výnimkou pedagogických zamestnancov (kde sa na základe schváleného rozpočtu verejnej správy na roky 2012 – 2014 drží predpoklad ich rastu o 3 %) a pokles medzispotreby pre rok 2013. Tieto opatrenia by mali mať minimálny dopad do konečnej spotreby verejnej správy. V reálnom vyjadrení sa predpokladá v roku 2013 mierny pokles konečnej spotreby verejnej správy v dôsledku vyššieho deflátoru. V roku 2014 by už mala aj reálna spotreba vzrásť. V predikcii sa neuvažuje so žiadnymi konsolidačnými opatreniami v roku 2014, keďže zatiaľ nie sú špecifikované. Vývoj konečnej spotreby verejnej správy bude v oboch rokoch závisieť od dopadu konsolidačných opatrení. Rizikom je, že ak sa nenaplnia plánované príjmy, je možné očakávať škrty na výdavkovej strane rozpočtu a tlmenie spotreby verejnej správy.

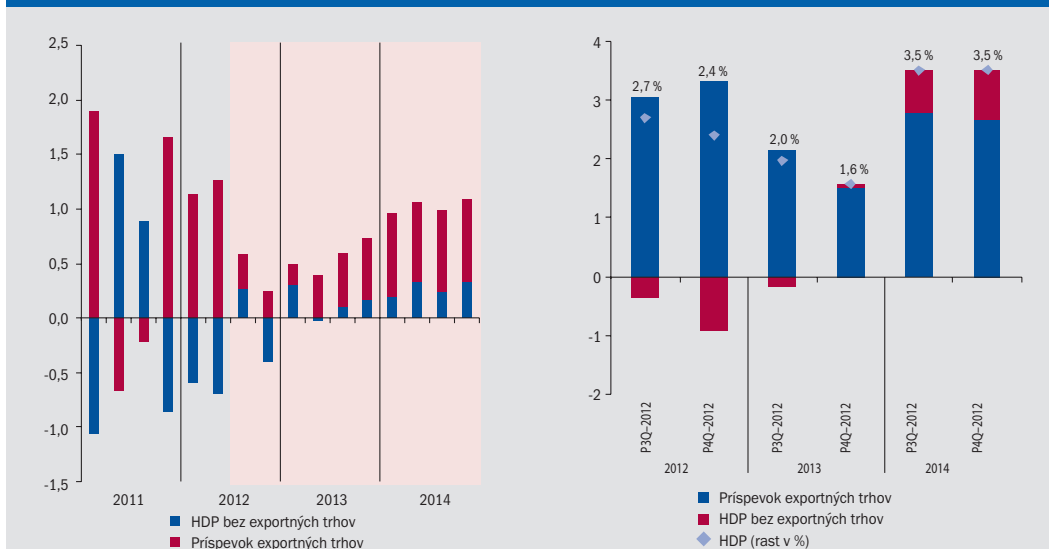
**POMALÝ RAST DOVOZOV**

Na základe doterajšieho vývoja sa predpokladá naďalej spomalenie rastu dovozov v tomto roku. Čiastočne je to spôsobené miernym znížením dovozných náročností a tiež utlmenou domácou časťou ekonomiky. Približne podobný vývoj sa očakáva aj budúci rok, ten je však do značnej miery ovplyvnený dovozom investície v automobilovom priemysle. To spôsobí mierne zrýchlenie rastu dovozov v roku 2013. V ďalšom roku spolu s oživením spotreby sa očakáva zrýchlenie rastu dovozov, ktoré by malo byť tlmené znížením dovozných náročností z titulu produkcie investície v automobilovom priemysle. Berúc do úvahy vývoj vývozu a dovozov, príspevok čistého exportu k rastu eko-

**Graf 13 Vývoj reálnych príjmov, spotreby (medziročná zmena v %) a miery úspor domácností (úroveň v %)**


Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

Poznámka: Miera úspor je vypočítaná z nominálnych veličín.

**Graf 14 Štruktúra rastu HDP (medziročný rast HDP v %, príspevky v p. b.)**


Zdroj: ŠÚ SR, predikcia NBS.

nomiky by mal byť približne nulový v roku 2013. V ďalšom roku sa očakáva už prorastový vplyv. V nominálnom vyjadrení by mal byť vývoj podobný, prebytok v bilancii tovarov a služieb by sa mal prechodne znížiť v roku 2013 s následným zvýšením v roku 2014. Ostatné zložky bežného účtu by mali mať podobný vývoj. Uvažuje sa s miernym znížením negatívneho salda bilancie výnosov v dôsledku poklesu ziskovosti a s miernym zvýšením prebytku bilancie bežných transferov vplyvom predpokladaného lepšieho čerpania EÚ fondov.

#### VÝRAZNEJŠIE SPOMALENIE RASTU EKONOMIKY V KRÁTKOM HORIZONTE S MIERNYM ZRÝCHLENÍM OD ROKA 2013

Rast ekonomiky by mal kopírovať výrazné spomalenie rastu zahraničného dopytu v krátkom

horizonte s následnou akceleráciou od 2. polroka 2013. Negatívny vplyv na vývoj ekonomiky v celom horizonte však bude mať aj konsolidácia verejných financií, ktorá sa prejaví cez nižšie príjmy a investície. Ekonomika by mala vzrásť v roku 2013 o 1,6 % a v roku 2014 o 3,5 %. Rast ekonomiky by mal byť založený viac na strane zahraničného dopytu ako domáceho dopytu. V roku 2013 sa predpokladá výraznejšie prehĺbenie produkčnej medzery v dôsledku nízkeho reálneho rastu ekonomiky. Bude to efekt spomalenia zahraničného dopytu a konsolidačných opatrení s dopadom najmä do zásoby kapitálu. Zníži sa využitie produkčných a ľudských kapacít. V roku 2014 sa s oživením zahraničného aj domáceho dopytu produkčná medzera začne uzatvárať.

#### Box 1

##### RÝCHLY ODHAD HDP ZA 3. ŠTVRŤROK 2012 – ČO PREZRADIL O STAVE EKONOMIKY?

Na základe rýchleho odhadu rastu ekonomiky SR za 3. štvrťrok (ŠÚ SR zverejnil rýchly odhad 15. novembra 2012) vzrástla ekonomika o 0,6 %, resp. 2,5 % v porovnaní s rovnakým obdobím predchádzajúceho roka. Pri porovnaní s očakávaniami je však možné prísť

k rôznym výsledkom. Na základe štvrťročného rastu možno povedať, že ekonomika rástla rýchlejšie, ako boli očakávania NBS. Úroveň vytvoreného HDP (sezónne očisteného), rovnako ako aj medziročný rast, boli v súlade s očakávaniami. Tieto porovnania naznačujú,



Tabuľka A HDP v 3. štvrťroku 2012 (sezónne očistené)

|                      | Objem<br>(mil. EUR) | Zmena oproti predchádzajúcej štvrťroku<br>(%) | Zmena oproti rovnakému obdobiu predchádzajúceho roka (%) |
|----------------------|---------------------|---|--|
| Rýchly odhad (ŠÚ SR) | 16 448              | 0,6   | 2,5  |
| Odhad NBS (P3Q-2012) | 16 442              | 0,3   | 2,5  |

Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

Tabuľka B Kumulatívny vývoj HDP (sezónne očistené)

|   | 1. polrok 2012 |  | 1. – 3. štvrťrok 2012 |  |
|---|----------------|--|-----------------------|--|
|   | (mil. EUR)     | Zmena oproti rovnakému obdobiu predchádzajúceho roka (%) | (mil. EUR)            | Zmena oproti rovnakému obdobiu predchádzajúceho roka (%) |
| Zverejnené údaje za 2. štvrťrok (ŠÚ SR) <sup>1)</sup> | 32 670         | 3,0  | 49 112                | 2,9  |
| Rýchly odhad v 3. štvrťroku (ŠÚ SR)                   | 32 613         | 2,8  | 49 061                | 2,7  |

Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

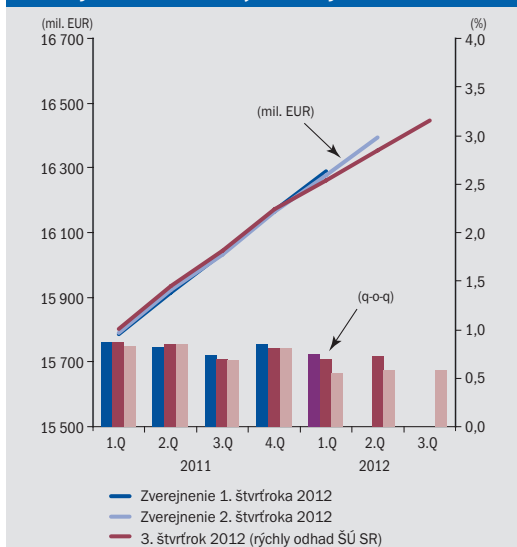
1) Údaje za 3. štvrťrok sú prebraté z predikcie NBS v P3Q-2012.

že ekonomika sa vyvíjala v súlade s očakávaniami, alebo dokonca možno aj mierne pozitívnejšie.

Na zverejnené čísla sa však možno pozrieť aj z inej strany, čo by mohlo naznačiť menší optimizmus. V aktuálnom odhade HDP totiž došlo k prehodnoteniu údajov za 1. polrok 2012. Podľa posledných sezónne očistených údajov vychádza, že ekonomika v 1. polroku dosiah-

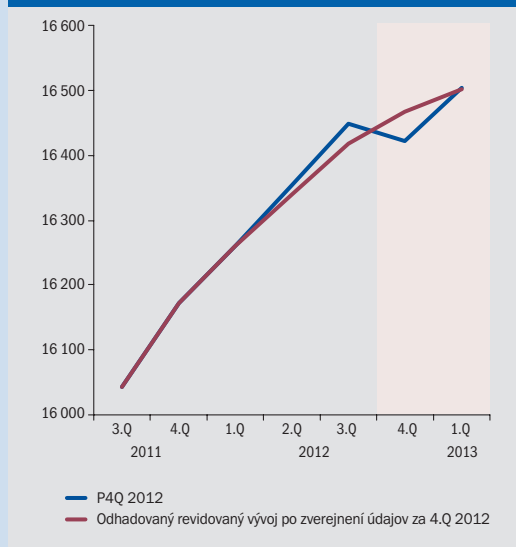
la úroveň o 57 mil. € menej ako bolo odhadované na základe prvého zverejnenia v septembri (zverejnené údaje za 2. štvrťrok 2012). V medziročnom porovnaní tak ekonomika v 1. polroku rástla o 0,2 percentuálneho bodu pomalšie ako to naznačovali údaje zo septembra. Z tohto dôvodu tak aj HDP za prvé tri štvrťroky rástol o 0,2 percentuálneho bodu pomalšie, ako boli očakávaná NBS. Na základe týchto porovnaní možno skonštatovať, že ekonomi-

Graf A Vývoj HDP na základe jednotlivých zverejnení štvrťročných údajov (s. o.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

Graf B Predikcia vývoja HDP (mil. EUR)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS.



ka SR je v horšej kondícii a údaje za 3. štvrtrok možno považovať za menej priaznivé.

Dôvodom prehodnotenia vývoja za 1. polrok 2012 je fakt, že k spomaleniu ekonomiky dochádza relatívne rýchlo. Metóda sezónneho očistenia tak nedokáže v plnej miere identifikovať zmenu trendu. Tým v súčasnosti dochádza k situácii, že v priebehu roka 2012 posledné zverejnené sezónne očistené údaje sú nadhodnotené a každým novým údajom dochádza k zníženiu v predchádzajúcich štvrtrokoch. Postupne sa znižuje nielen úroveň vytvoreného HDP, ale aj štvrtročná a medziročná dynamika.

Dá sa preto očakávať, že aj údaje za 3. štvrtrok 2012 sú nadhodnotené. Istý signál na ko-

rekciu dáva pohľad na sezónne neočistené údaje, na základe ktorých vzrástol HDP medziročne o 2,2 %, zatiaľ čo na základe sezónne očistených údajov to bolo 2,5 %. Za predpokladu približovania medziročných dynamík tak sezónne očistených, ako aj neočistených údajov, možno považovať nadhodnotenie rastu ekonomiky v 3. štvrtroku o približne 0,2 – 0,3 percentuálneho bodu. Preto pri predikcii na 4. štvrtrok 2012 je potrebné zohľadniť túto korekciu, aby nedošlo k nadhodnoteniu odhadu na celý rok 2012. Predpokladáme, že po zverejnení údajov o vývoji ekonomiky za 4. štvrtrok 2012 dôjde k opätovnému prehodnoteniu trajektórie sezónne očisteného HDP v predchádzajúcich štvrtrokoch smerom k nižším hodnotám.

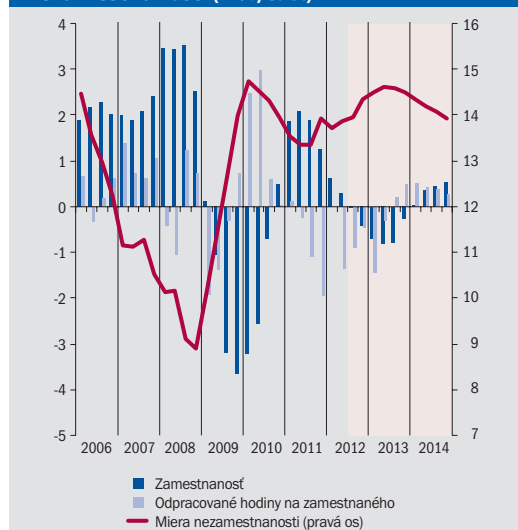
## 5.2 TRH PRÁCE

### PREDPOKLADANÝ NEGATÍVNY VÝVOJ ZAMESTNANOSTI V ĎALŠÍCH TROCH ŠTVRTRKOCH

Na trhu práce dochádza k ďalšiemu zhoršovaniu a predstihové indikátory len potvrdzujú dopad spomaľovania ekonomickej aktivity. Vo všetkých sektoroch sú očakávania zamest-

nanosti negatívne s výnimkou maloobchodu. V maloobchode stále pretrvávajú očakávania vyššieho počtu zamestnancov, očakávania ich rastu sa však dlhodobu znižujú. Výrazne negatívny trend možno pozorovať v priemysle, pri ktorom sa očakávania zvyšovania počtu zamestnancov v priebehu posledných mesiacov výrazne otočili a prevládli tendencie k prepúšťaniu. Z týchto indikátorov vyplýva na najbližšie obdobie pokles zamestnanosti, čo môže súvisieť aj s obavami zamestnávateľov zo zhoršovania flexibility slovenského trhu práce. Je možné, že firmy pociťujúce nedostatok objednávok pristúpia k redukcii počtu zamestnancov už vo 4. štvrtroku. Zvýšené odvodové zaťaženie firiem a súvisiaci rast nákladov práce má potenciál znížiť zamestnanosť hlavne cez zníženú konkurencieschopnosť ekonomiky. V 1. polroku 2013 sa predpokladá pokles zamestnanosti v dôsledku slabého rastu ekonomiky, ako aj možných dopadov legislatívnych zmien. Firmy by mohli fungovať s menším počtom zamestnancov a flexibilne reagovať na zmenu dopytu úpravou odpracovaných hodín, keď sa predpokladá ich mierny nárast na prelome rokov 2013 a 2014. Spolu s obnovou zahraničného dopytu by sa mala začať postupne mierne zvyšovať aj zamestnanosť. V súlade s predpokladaným vývojom zamestnanosti sa bude vyvíjať aj miera nezamestnanosti. Po jej prechodnom zvýšení až k 14,6 % v priebehu roka 2013 sa predpokladá jej mierny pokles k približne 14 % v roku 2014.

**Graf 15 Vývoj zamestnanosti, odpracovaných hodín (medziročná zmena v %, s. o.) a miery nezamestnanosti (v %, s. o.)**



Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

**Tabuľka 3 Kompenzácie na zamestnanca (medziročný rast v %)**

|             | Celá ekonomika,<br>nominálne | Celá ekonomika,<br>reálne | Verejný sektor,<br>nominálne | Verejný sektor,<br>reálne | Súkromný sektor,<br>nominálne | Súkromný<br>sektor, reálne |
|-------------|------------------------------|---------------------------|------------------------------|---------------------------|-------------------------------|----------------------------|
| <b>2009</b> | 3,6                          | 3,6                       | 8,3                          | 8,2                       | 2,4                           | 2,4                        |
| <b>2010</b> | 4,4                          | 3,4                       | 4,8                          | 3,8                       | 4,2                           | 3,1                        |
| <b>2011</b> | 0,9                          | -2,8                      | -0,5                         | -4,2                      | 1,3                           | -2,5                       |
| <b>2012</b> | 3,2                          | -0,5                      | 1,4                          | -2,3                      | 3,7                           | -0,1                       |
| <b>2013</b> | 4,0                          | 2,0                       | 0,7                          | -1,2                      | 4,7                           | 2,7                        |
| <b>2014</b> | 3,5                          | 1,1                       | 2,3                          | -0,1                      | 3,8                           | 1,4                        |

Zdroj: ŠÚ SR, Eurostat, výpočty NBS.

Poznámka: Deflované deflátorom súkromnej spotreby.

### 5.3 NÁKLADY PRÁCE A CENOVÝ VÝVOJ

#### MIERNY RAST NÁKLADOV PRÁCE V ROKU 2013 BEZ VÝRAZNEJŠIEHO DOPADU DO CENOVÉHO VÝVOJA

Náklady práce by sa mali v tomto roku mierne zvýšiť s následným zrýchlením rastu v roku 2013. Bude to odzrkadľovať zvýšenie kompenzácií v dôsledku efektu konsolidačných opatrení (zvyšovanie odvodov a daní) pri približne rovnakom raste produktivity práce ako v tomto roku. Následná akcelerácia zahraničného a domáceho dopytu v roku 2014 spôsobí zrýchlenie rastu produktivity práce. Tu však očakávame ponechanie väčšej časti zisku firmám a nepremietnutie pozitívneho vývoja do kompenzácií na zamestnanca. Mal by tak pokračovať rovnaký vývoj ako v predchádzajúcom období, keď zisk kapitálu bol vyšší ako zisk z práce. Takýto vývoj nákladov práce by nemal predstavovať proinflatný impulz do spotrebiteľských cien.

#### STABILNÁ INFLÁCIA BLÍZKO 2 % V HORIZONTE PREDIKCIE

V horizonte predikcie sa predpokladá spomaľovanie inflácie. V roku 2012 by mala dosiahnuť 3,8 % a v ďalších rokoch postupne 2,3 % v roku 2013 a 1,9 % v roku 2014. Pretrvávajúca vysoká miera nezamestnanosti, negatívnejšie očakávania ohľadne vývoja súkromnej spotreby a záporná produkčná medzera nevytvárajú tlak na rast cien z dopytovej strany. Z nákladovej (ponukovej) strany by mali pôsobiť autonómne faktory. Spomalenie rastu importných cien a pokles cien ropy by mali tmiť cenový rast. V horizonte predikcie predpokladáme, že v dôsledku nízkeho domáceho dopytu po tovaroch a službách by prijaté konsolidačné opatrenia nemuseli viesť k zrýchleniu inflácie.

Spomalenie medziročného rastu cien by v rámci štruktúry inflácie malo do konca roka 2012 prebiehať najmä vplyvom výrazného zníženia dynamiky cien služieb. Medziročné spomalenie rastu cien služieb bude výsledkom bazického efektu (výrazného rastu cien železničnej dopravy v novembri 2011 a očakávaného nepatrného rastu cien železničnej dopravy v novembri 2012). Očakávame aj spomalenie dynamiky cien energií, ku ktorému by mal prispieť najmä vývoj cien pohonných látok. Na druhej strane zrýchliť by mali ceny spracovaných potravín a priemyselných tovarov bez energií. V cenách priemyselných tovarov bez energií by sa mal odzrkadliť rast cien liekov a importných cien počas roka 2012.

V roku 2013 by sa medziročná miera inflácie mala spomaľovať. Hlavným faktorom v pozadí tohto trendu je očakávané spomalenie dynamiky cien energií (pohonných látok, ako aj regulovaných cien energií), nespracovaných a spracovaných potravín pod vplyvom vývoja cien komodít na svetových trhoch. V priebehu roka by sa mal zavesiť aj trend zrýchľovania cien priemyselných tovarov bez energií ako výsledok spomalenia dynamiky importných cien.

V roku 2014 by mal trend spomaľovania inflácie pokračovať. Nižší rast cien v porovnaní s rokom 2013 by mali zaznamenať takmer všetky zložky základnej štruktúry inflácie. V nízkej inflácii by sa malo odzrkadliť mierne spomalenie medziročného rastu importných cien v porovnaní s rokom 2013, napr. pokles cien energií, predpokladaná vysoká miera nezamestnanosti a mierny medziročný rast cien potravín.

## 6 RIZIKÁ PROGNÓZY

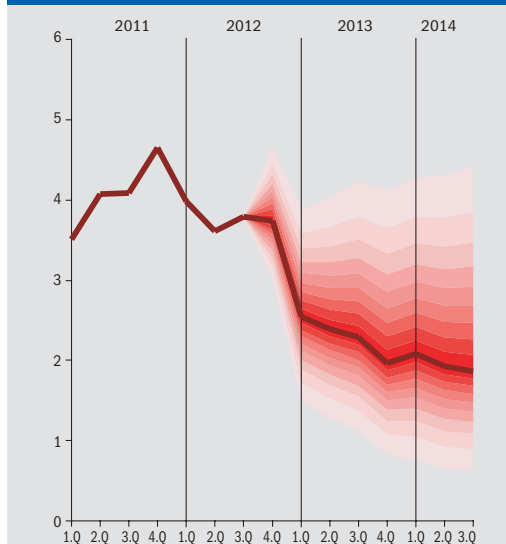
### RIZIKÁ PREVLÁDAJÚ SMEROM NADOL V REÁLNEJ EKONOMIKE, NAHOR V CENOVOM VÝVOJI

V aktuálnej strednodobej prognóze prevládajú riziká v reálnej ekonomike smerom nadol. Nevyriešená dlhová kríza stále vytvára neistotu budúceho vývoja zahraničného dopytu, čo by v prípade zhoršenia mohlo výraznejšie spomaliť očakávané postupné mierne oživenie zahraničného dopytu. Rizikom zostáva aj reakcia ekonomiky na prijaté opatrenia fiškálnej konsolidácie. Ďalším rizikom by mohol byť efekt dodatočných konsolidačných opatrení v prípade nedostatočného konsolidačného úsilia, ktoré by viedlo k nesplneniu cieľa dostať deficit verejných financií pod 3 % HDP v roku 2013. Rovnako prijatie ďalších konsolidačných opatrení v roku 2014 by mohlo mať tlmiaci vplyv na ekonomickú aktivitu.

Na trhu práce zvýšenie odvodového zaťaženia dohôd predstavuje riziko vyššieho ako predpokladaného poklesu zamestnanosti. Vplyv na mieru nezamestnanosti by však mal byť obmedzený, nakoľko významná časť dohodárov by bola po prepustení klasifikovaná ako ekonomicky neaktívna.

V cenovom vývoji prevládajú v rokoch 2013 a 2014 riziká smerom nahor. Tie predstavuje cena

Graf 16 Predikcia inflácie HICP (%)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

ropy, výmenný kurz eura voči americkému doláru a zahraničná inflácia. Vyšší dopad do inflácie bol tiež čiastočne tlmený domácimi faktormi (trh práce), ktoré sú vnímané v oblasti inflácie ako riziká smerom nadol.

Tabuľka 4 Riziká predikcie

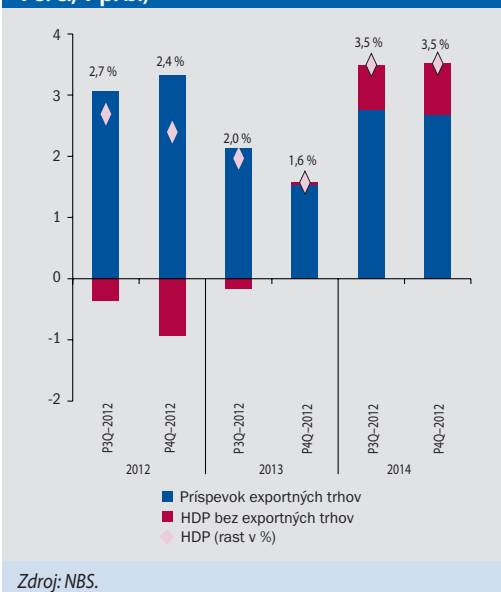
|                 | 2012                             | 2013   | 2014   |
|-----------------|----------------------------------|--|--|
| <b>HDP</b>      | ↓ Dlhová kríza, zahraničný dopyt | ↓ Konsolidačné opatrenia, dlhová kríza, zahraničný dopyt         | ↓ Konsolidačné opatrenia, dlhová kríza, zahraničný dopyt         |
| <b>Inflácia</b> | Vybilancované                    | ↑ Zahraničná inflácia, výmenný kurz, cena ropy<br>↓ Domáci dopyt | ↑ Zahraničná inflácia, výmenný kurz, cena ropy<br>↓ Domáci dopyt |

Zdroj: NBS.

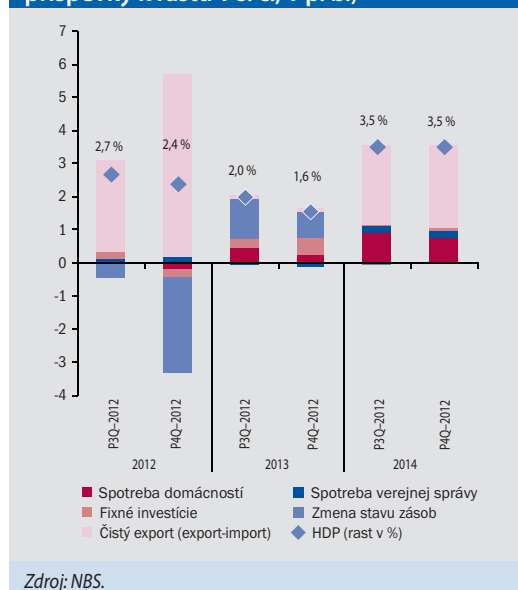
## 7 POROVNANIE S PREDCHÁDZAJÚCOU PROGNÓZOU

V rámci technických predpokladov došlo v porovnaní s predchádzajúcou predikciou k zníženiu rastu zahraničného dopytu v celom horizonte predikcie. Ďalšou výraznejšou zmenou bol pokles cien ropy a neenergetických komodít, čo spolu s posilnením kurzu eura voči americkému doláru viedlo k výraznejšiemu poklesu cien komodít. Krátkodobé úrokové sadzby zostali približne na rovnakej úrovni z predchádzajúcej predikcie. V rámci konsolidačných opatrení došlo k miernemu prehodnoteniu štruktúry konsolidácie bez dopadu do ekonomiky. Objem zostal zachovaný, zmenili sa len opatrenia. Niektoré v minulej predikcii uvažované opatrenia neboli schválené (zdanenie výsluhových dôchodkov, obmedzenie daňového bonusu na dieťa pri vysokoškolských), preto sa s nimi nepočíta v aktuálnej predikcii. Tieto opatrenia však boli nahradené inými (jednorazové zdanenie nerozdelených ziskov spred roka 2004 15 %-nou sadzbou dane v roku 2013, platenie zdravotných odvodov z dividend od roka 2014 a memorandum medzi vládou a VÚC a mestami a obcami).

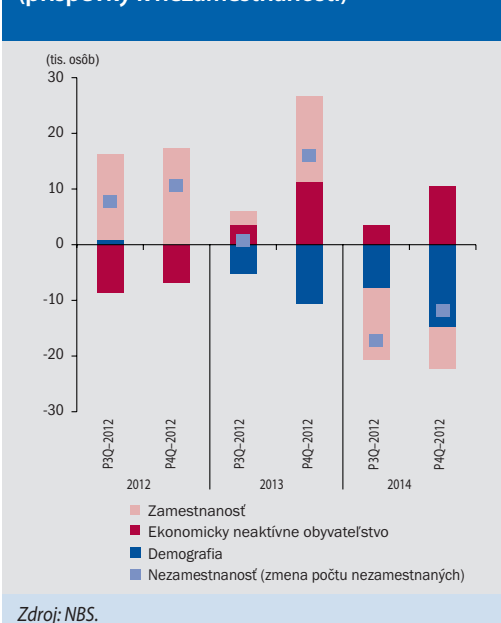
**Graf 18 Porovnanie prognóz rastu ekonomiky (medziročný rast HDP v %, príspevky k rastu v s. c., v p. b.)**



**Graf 17 Porovnanie prognóz štruktúry ekonomiky (medziročný rast HDP v %, príspevky k rastu v s. c., v p. b.)**



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



**PREHODNOTENÝ VÝVOJ DOMÁCEJ ČASTI EKONOMIKY SMEROM  
K ZHORŠENIU**

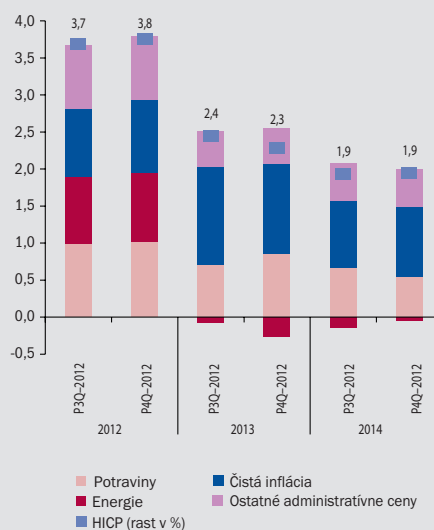
V reálnej ekonomike najväčšie zmeny vyplynuli z aktuálneho vývoja. Výraznejšie sa prehodnotila domáca stránka ekonomiky. Pomalší vývoj sa očakáva predovšetkým pri spotrebe domácností. Adekvátne k tomu sa znížil aj rast dovozov, ktorý súvisí s poklesom spotreby domácností.

Slabší zahraničný dopyt sa prejaví v spomalejší raste exportnej výkonnosti ekonomiky, čo ovplyvní predikciu rastu HDP predovšetkým v roku 2013.

Vo vývoji zamestnanosti sa predpokladá horší vývoj ako v predchádzajúcej predikcii vplyvom pomalšieho rastu ekonomiky a možných obáv firiem zo zhoršovania flexibility slovenského trhu práce. V súlade s týmto vývojom sa očakáva vyššia miera nezamestnanosti.

V cenovom a nákladovom vývoji sa mierne spomalili v porovnaní s predchádzajúcou predikciou všetky cenové indexy aj náklady práce. Vzhľadom na pomalší rast ekonomiky ako potenciálu sa prehĺbila produkčná medzera.

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



Zdroj: NBS.

**Tabuľka 5 Strednodobá predikcia (P4Q-2012) základných makroekonomických ukazovateľov na medzioročnej báze**

| Ukazovateľ (medzioročná dynamika v %, ak nie je uvedené inak)                            | 2011       | 2012               | 2013  | 2014  | 2012                  | 2013 | 2014 |
|--|------------|--------------------|-------|-------|-----------------------|------|------|
|  | Skutočnosť | Predikcia P4Q-2012 |       |       | Zmena oproti P3Q-2012 |      |      |
| <b>Ceny</b>  |            |                    |       |       |                       |      |      |
| Inflácia meraná HICP (priemer)   | 4,1        | 3,8                | 2,3   | 1,9   | 0,1                   | -0,1 | 0,0  |
| Inflácia meraná CPI (priemer)  | 3,9        | 3,7                | 2,4   | 1,9   | 0,0                   | 0,0  | 0,0  |
| ULC <sup>1)</sup> (kompenzácie na zamestnanca v b. c./produktivita práce ESA 95 v s. c.) | -0,5       | 0,9                | 1,8   | 0,3   | 0,2                   | -0,3 | -0,5 |
| Produktivita práce ESA 95 (HDP s. c./zamestnanosť ESA 95)                                | 1,4        | 2,3                | 2,2   | 3,2   | -0,2                  | 0,2  | 0,3  |
| Kompenzácie na zamestnanca (b. c.)   | 0,9        | 3,2                | 4,0   | 3,5   | 0,0                   | -0,1 | -0,2 |
| <b>Ekonomická aktivita</b>   |            |                    |       |       |                       |      |      |
| HDP reálny   | 3,2        | 2,4                | 1,6   | 3,5   | -0,3                  | -0,4 | 0,0  |
| Konečná spotreba domácností  | -0,5       | -0,4               | 0,4   | 1,5   | -0,5                  | -0,5 | -0,3 |
| Konečná spotreba verejnej správy   | -4,3       | 1,2                | -0,5  | 1,2   | 0,5                   | -0,1 | 0,1  |
| Tvorba hrubého fixného kapitálu  | 14,2       | -0,9               | 2,4   | 0,3   | -1,6                  | 1,4  | 0,1  |
| Vývoz tovarov a služieb  | 12,7       | 9,0                | 3,9   | 6,2   | 0,6                   | -1,7 | -0,3 |
| Dovoz tovarov a služieb  | 10,1       | 3,3                | 4,4   | 4,3   | -2,6                  | -1,7 | -0,3 |
| Hrubý disponibilný dôchodok domácností, reálny   | -0,9       | 0,1                | 0,9   | 1,4   | 0,0                   | 0,6  | -0,5 |
| Output gap (% z potenciálneho produktu)  | -1,0       | -1,2               | -2,4  | -1,8  | -0,1                  | -0,4 | -0,4 |
| <b>Trh práce</b>   |            |                    |       |       |                       |      |      |
| Zamestnanosť podľa ESA 95  | 1,8        | 0,1                | -0,6  | 0,3   | -0,1                  | -0,6 | -0,3 |
| Miera nezamestnanosti podľa VZPS <sup>2)</sup> (%)                                       | 13,5       | 14,0               | 14,5  | 14,1  | 0,1                   | 0,6  | 0,8  |
| <b>Platobná bilancia</b>   |            |                    |       |       |                       |      |      |
| Otvorenosť ekonomiky (% HDP)   | 177,7      | 185,2              | 186,7 | 189,7 | 1,8                   | -2,8 | -2,7 |
| Obchodná bilancia (% HDP)  | 1,4        | 4,4                | 3,2   | 4,8   | 0,3                   | 0,3  | 0,1  |
| Bilancia služieb (% HDP)   | -0,5       | 0,4                | 0,4   | 0,4   | 0,2                   | 0,2  | 0,2  |
| Bežný účet (% HDP)   | -2,1       | 2,5                | 1,5   | 3,2   | 0,3                   | 0,4  | 0,2  |
| Bežný a kapitálový účet (% HDP)  | -0,8       | 4,3                | 3,3   | 4,9   | 0,2                   | 0,4  | 0,2  |

**Externé predpoklady prognózy**

|   |       |       |       |       |      |      |      |
|---|-------|-------|-------|-------|------|------|------|
| <b>Externé prostredie</b>                 |       |       |       |       |      |      |      |
| Rast svetového hospodárstva               | 3,7   | 3,1   | 3,3   | 4,0   | -0,1 | -0,2 | -0,1 |
| Rast exportných trhov Slovenska           | 6,3   | 0,8   | 2,3   | 5,9   | -1,4 | -2,7 | -0,5 |
| <b>Technické predpoklady</b>              |       |       |       |       |      |      |      |
| Výmenný kurz (USD/EUR) <sup>3)</sup>      | 1,39  | 1,28  | 1,28  | 1,28  | 1,6  | 4,1  | 4,1  |
| Cena ropy Brent (USD/barel) <sup>3)</sup> | 111,0 | 111,7 | 105,0 | 100,5 | 0,0  | -2,1 | -1,8 |
| Cena ropy Brent (EUR/barel) <sup>3)</sup> | 79,7  | 87,2  | 82,3  | 78,8  | -1,4 | -5,5 | -5,1 |
| Rast cien ropy (v USD)                    | 39,3  | 0,7   | -6,0  | -4,3  | 0,0  | -2,1 | 0,4  |
| Rast cien ropy (v EUR)                    | 32,7  | 9,4   | -5,6  | -4,3  | -1,5 | -4,1 | 0,4  |
| Ceny neenergetických komodít (v USD)      | 17,9  | -7,5  | -1,5  | 3,3   | 0,8  | -1,2 | -1,0 |
| EURIBOR 3M (%)                            | 1,4   | 0,6   | 0,2   | 0,3   | 0,0  | -0,1 | -0,3 |

Zdroj: NBS, ECB, ŠÚ SR.

1) ULC – jednotkové náklady práce.

2) VZPS – výberové zisťovanie pracovných síl.

3) Zmeny oproti predchádzajúcej predikcii v %.



**Tabuľka 6 Strednodobá predikcia (P4Q-2012) základných makroekonomických ukazovateľov na medzikvartálnej báze**

| Ukazovateľ (medzikvartálna dynamika v %, ak nie je uvedené inak)                         | 1. Q 2012  | 2. Q 2012 | 3. Q 2012 | 4. Q 2012 | 1. Q 2013          | 2. Q 2013 | 3. Q 2013 | 4. Q 2013 | 1. Q 2014 | 2. Q 2014 | 3. Q 2014 | 4. Q 2014 |
|--|------------|-----------|-----------|-----------|--------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|  | Skutočnosť |           |           |           | Predikcia P4Q-2012 |           |           |           |           |           |           |           |
| <b>Ceny</b>  |            |           |           |           |                    |           |           |           |           |           |           |           |
| Inflácia meraná HICP (priemer)   | 2,0        | 0,7       | 0,3       | 0,8       | 0,8                | 0,5       | 0,2       | 0,4       | 0,9       | 0,4       | 0,1       | 0,5       |
| Inflácia meraná CPI (priemer)  | 1,9        | 0,7       | 0,3       | 0,8       | 0,8                | 0,4       | 0,3       | 0,7       | 0,8       | 0,3       | 0,1       | 0,6       |
| ULC <sup>1)</sup> (kompenzácie na zamestnanca v b. c./produktivita práce ESA 95 v s. c.) | 1,2        | 0,4       | 0,6       | 0,8       | 0,5                | 0,2       | 0,2       | 0,1       | 0,0       | 0,0       | 0,1       | 0,0       |
| Produktivita práce ESA 95 (HDP s. c./zamestnanosť ESA 95)                                | 0,4        | 0,6       | 0,6       | 0,3       | 0,7                | 0,5       | 0,6       | 0,7       | 0,8       | 0,9       | 0,9       | 0,9       |
| Kompenzácie na zamestnanca (b. c.)   | 1,6        | 1,0       | 1,2       | 1,1       | 1,1                | 0,7       | 0,8       | 0,7       | 0,9       | 0,9       | 1,0       | 0,9       |
| <b>Ekonomická aktivita</b>   |            |           |           |           |                    |           |           |           |           |           |           |           |
| HDP reálny   | 0,5        | 0,6       | 0,6       | -0,2      | 0,5                | 0,4       | 0,6       | 0,7       | 1,0       | 1,1       | 1,0       | 1,1       |
| Konečná spotreba domácností  | 0,0        | -0,1      | -0,7      | 0,3       | 0,2                | 0,1       | 0,3       | 0,4       | 0,4       | 0,4       | 0,4       | 0,5       |
| Konečná spotreba verejnej správy   | 2,1        | -1,4      | 3,8       | -1,0      | -0,6               | -0,7      | -0,3      | 0,1       | 0,5       | 0,4       | 0,7       | 1,0       |
| Tvorba hrubého fixného kapitálu  | -4,8       | -1,0      | 1,0       | 2,4       | -0,2               | 0,1       | 0,4       | 0,6       | -1,9      | 1,0       | 1,0       | 1,1       |
| Vývoz tovarov a služieb  | 3,1        | 3,3       | 0,8       | 0,6       | 0,5                | 1,0       | 1,2       | 1,4       | 1,5       | 1,8       | 1,8       | 1,8       |
| Dovoz tovarov a služieb  | 2,2        | 3,0       | 1,5       | 0,0       | 1,5                | 0,7       | 1,0       | 1,1       | 0,4       | 1,4       | 1,6       | 1,7       |
| Hrubý disponibilný dôchodok domácností, reálny   | 0,4        | -0,1      | 0,1       | 0,3       | 0,5                | 0,0       | 0,4       | 0,1       | 0,4       | 0,5       | 0,4       | 0,6       |
| Output gap (% z potenciálneho produktu)  | -0,9       | -0,9      | -1,0      | -1,9      | -2,1               | -2,5      | -2,6      | -2,5      | -2,3      | -2,0      | -1,7      | -1,3      |
| <b>Trh práce</b>   |            |           |           |           |                    |           |           |           |           |           |           |           |
| Zamestnanosť podľa ESA 95  | 0,1        | 0,0       | 0,0       | -0,5      | -0,2               | -0,2      | 0,0       | 0,1       | 0,1       | 0,1       | 0,1       | 0,2       |
| Miera nezamestnanosti podľa VZPS <sup>2)</sup> (%)                                       | 13,7       | 13,8      | 13,9      | 14,3      | 14,5               | 14,6      | 14,6      | 14,5      | 14,3      | 14,2      | 14,1      | 13,9      |

Zdroj: NBS, ECB, ŠÚ SR.

1) ULC – jednotkové náklady práce.

2) VZPS – výberové zisťovanie pracovných síl.