

Strednodobá predikcia

4. štvrtrok 2020

Vydavateľ

© Národná banka Slovenska

Kontakt

Národná banka Slovenska
Imricha Karvaša 1
813 25 Bratislava
info@nbs.sk

Elektronická verzia

[www.nbs.sk/sk/publikacie/
strednodoba-predikcia](http://www.nbs.sk/sk/publikacie/strednodoba-predikcia)



Materiál bol prerokovaný v Bankovej rade NBS 15. decembra 2020.

Reprodukovanie na vzdelávacie a nekomerčné účely je povolené
s uvedením zdroja.

Obsah

1	Zhrnutie	5
2	Aktuálny vývoj v zahraničí a v SR	7
3	Technické predpoklady predikcie	10
3.1	Komodity, výmenný kurz, úrokové sadzby	10
3.2	Zahraničný dopyt	10
4	Makroekonomická predikcia SR	12
4.1	Ekonomický rast	12
4.2	Trh práce	17
4.3	Cenový vývoj	25
5	Fiškálny výhľad	28
6	Riziká prognózy	32
7	Porovnanie s predchádzajúcou prognózou	35
Príloha	Odhad dlhodobého vplyvu grantov v rámci Nástroja EÚ pre budúce generácie pomocou modelových simulácií	40
Zoznam boxov		
Box 1	Odhad vplyvu pandémie na trh práce	17
Box 2	Aktualizácia odhadu vplyvu fiškálnych opatrení na ukazovatele trhu práce	23
Box 3	Opatrenia na zmiernenie dosahu pandémie COVID-19	29
Box 4	Charakteristika modelu EAGLE	46
Zoznam tabuliek		
Tabuľka 1	Mzdy	25
Tabuľka 2	Vývoj jednotlivých zložiek inflácie	26
Tabuľka 3	Fiškálny vývoj	31
Tabuľka 4	Porovnanie scenárov	33
Tabuľka 5	Strednodobá predikcia (P4Q-2020) základných makroekonomických ukazovateľov	38
Tabuľka 6	Očakávané rozdelenie grantov NGEU pre Slovensko	41
Zoznam grafov		
Graf 1	Oxford University Stringency Index	7
Graf 2	Eurozóna – Purchasing Managers' Index	8
Graf 3	Zahraničný dopyt (index, 4. Q 2019 = 100)	11
Graf 4	Predikcia vývoja ekonomiky (index, 4. Q 2019 = 100)	13

Graf 5	Ilustratívny vývoj predpokladu striktnosti opatrení	13
Graf 6	Vývoj HDP a produkčnej medzery	14
Graf 7	Vývoj zahraničného dopytu a slovenského exportu tovarov a služieb	15
Graf 8	Vývoj príjmov, spotreby a miery úspor domácností	16
Graf 9	Vývoj zamestnanosti a miery nezamestnanosti	22
Graf 10	Štruktúra inflácie	25
Graf 11	Čistá inflácia a produkčná medzera	26
Graf 12	Inflácia očistená o rast cien energií a potravín a Phillipsove krivky	27
Graf 13	Rozklad salda verejných financií	28
Graf 14	Fiškálna pozícia	29
Graf 15	Rast HDP	32
Graf 16	Inflácia	33
Graf 17	Riziká v HDP	34
Graf 18	Riziká v inflácii	34
Graf 19	Štruktúra rastu HDP	36
Graf 20	Vývoj zamestnanosti	36
Graf 21	Vývoj reálnych kompenzácií na zamestnanca	37
Graf 22	Porovnanie štruktúry cenového vývoja	37
Graf 23	Čerpanie grantov pre SK	41
Graf 24	Rozdielny priebeh čerpania investícií	42
Graf 25	Efekty jednotlivých scenárov na vybrané makroekonomické ukazovatele	44
	HDP	44
	Súkromné investície	44
	Súkromná spotreba	45
	Vládne investície	45
	Dlh	45
	Inflácia	46

Zoznam grafov v boxoch

Box 1		
Graf A	Zmeny zamestnanosti, nezamestnanosti a neaktivity za 1. polrok 2020	18
Graf B	Nárast počtu neaktívnych osôb podľa typu za 1. polrok 2020	19
Graf C	Toky na trhu práce v predpandemickom a pandemickom období	19
Graf D	Aktuálny a predkrízový predpokladaný vývoj EAO	20
Graf E	Hlavné faktory určujúce dopyt na trhu práce	21
Graf F	Hlavné faktory určujúce ponuku na trhu práce	21
Box 2		
Graf A	Zamestnanosť	23
Graf B	Mzdový vývoj	24
Box 3		
Graf A	Opatrenia na zmiernenie dosahu pandémie	30

1 Zhrnutie

Slovenská ekonomika skĺzne tento rok do recesie, avšak nemala by byť taká hlboká, ako sa predpokladalo. Znamená to rýchlejší návrat na predkrízovú úroveň, ktorú dosiahne už v 2. polovici budúceho roka. Situáciu prechodne zhorší druhá vlna pandémie, ktorá spôsobí pozastavenie oživenia hospodárstva. Ekonomika by tak mohla koncom tohto roka opäť poklesnúť.

Pokles ekonomiky v tomto roku sa v aktuálnej predikcii odhaduje na -5,7 %. V ďalších rokoch by mal rast hospodárstva dosiahnuť 5,6 %, s miernym spomalením na 4,8 % v roku 2022 a 3,7 % v roku 2023. Nadalej panuje neistota prameniaca z ďalšieho epidemiologického vývoja. V základnom scenári predikcie sa očakáva úspešné potlačenie šírenia vírusu s postupným uvoľňovaním protipandemických opatrení. Kľúčom k úplnému dozneniu pandémie je rozšírenie očkovania v čo najväčšej miere v budúcom roku. Krátkodobý výhľad by malo okrem pandémie ovplyvniť skončenie prechodného obdobia po vystúpení Spojeného kráľovstva z EÚ. V strednodobom horizonte bude pôsobiť priaznivo investícia v automobilovom priemysle a prostriedky z fondov EÚ.

Prehodnotenie poklesu ekonomiky v tomto roku vychádza z lepšieho očakávaného vývoja, ako sa odhadovalo v 3. štvrtroku. Ekonomiky eurozóny a Slovenska sa vyvíjali priaznivejšie, ako sa predpokladalo v septembrových odhadoch. Slovenské hospodárstvo si pripísalo najvyšší rast zo štvrtroka na štvrtrok a zaostalo len 2,8 % pod úrovňou pred krízou. Globálne sa rýchlejšie obnovili najmä ázijské ekonomiky a ekonomika v Spojených štátoch. To podporilo oživenie globálneho obchodu, z čoho profitoval spracovateľský priemysel v eurozóne aj na Slovensku. Zároveň bolo rýchle oživenie do veľkej miery jednorazového charakteru, keď sa uspokojoval odložený dopyt a výroba áut vysoko predstihla očakávania. Čiastočne pomohli hospodárstvu podporné opatrenia rozpočtovej a menovej politiky.

Rýchla obnova hospodárstva sa na trhu prejavila najmä vo forme rastu miezd. Rast miezd sa vďaka nárastu odpracovaných hodín zrýchlil. Zamestnanosť však ešte mierne poklesla v 3. štvrtroku. Druhá vlna pandémie koncom tohto roka by si mala opäť vyžiadať daň vo forme straty pracovných miest, najmä v sektore služieb. Súčasne by sa mal opäť znížiť počet odpracovaných hodín a tým aj príjem z práce. Výraznejšie zlepšenie situácie v zamestnanosti aj v mzdách tak očakávame až v 2. polovici budúceho roka. S druhou vlnou pandémie ohlásila vláda zintenzívnenie pomoci na udržanie pracovných miest. Odhadujeme, že vďaka nim sa podarí počas trvania protipandemických opatrení zachrániť približne 64-tis. pracovných miest.

V budúcom roku sa očakáva výraznejšie zvoľnenie rastu cien. Hlavný dôvod je pokles regulovaných cien energií a slabší spotrebiteľský dopyt. Zrýchlenie cenového vývoja príde s dynamickejším oživením ekonomickej aktivity v roku 2022.

Pokles ekonomiky a prijatie vládnych opatrení na podporu zamestnanosti spôsobí výrazné zhoršenie hospodárenia vlády. Deficit v tomto roku by mohol dosiahnuť 6,6 % HDP a dlh narásť nad hranicu 60 % HDP. Po doznení súčasnej krízy budú verejné financie čeliť výzvam v otázke dlhodobej udržateľnosti.

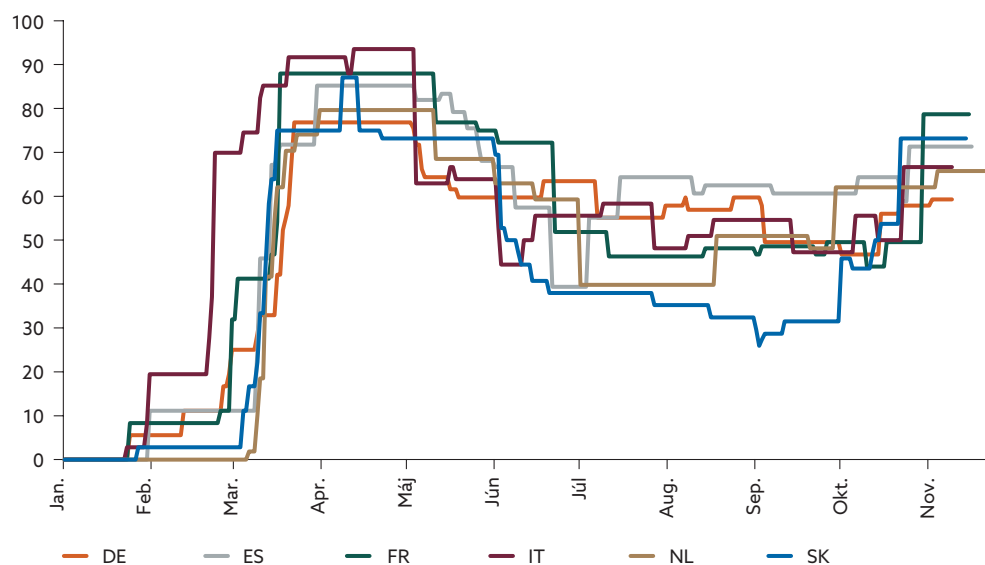
V aktuálnej predikcii sú riziká v reálnej ekonomike aj v cenovom vývoji vybilancované. Naďalej však najväčšie riziko nesie v sebe šírenie pandémie a predpoklad o načasovaní uvedenia vakcinácie. Po dlhšom období sa objavili aj pozitívne riziká. Možnosť uzatvorenia obchodnej dohody medzi Spojených kráľovstvom a EÚ, s ktorým predpoveď pre eurozónu neráta, fiškálne stimuly, vrátane eurofondov a účinná implementácia prostriedkov z Fondu obnovy predstavujú pozitívne riziká.

2 Aktuálny vývoj v zahraničí a v SR

Po prepade v prvých dvoch štvrťrokoch 2020 (kumulatívne o 15,1 %) sa v **3. štvrťroku ekonomika eurozóny dynamicky oživila**. Hrubý domáci produkt štvrťročne **vzrástol o 12,6 %¹**, čo bol v porovnaní s očakávaniami septembrovej predikcie ECB² (predpokladaný rast o 8,4 %) podstatne priaznivejší vývoj. Hospodárstvo však aj naďalej zotrvalo pod úrovňami pred začiatku krízy. Ekonomický vývoj v 3. štvrťroku podporilo uvoľnenie protipandemických opatrení, normalizácia dodávateľsko-odberateľských vzťahov a takisto oživenie globálnej ekonomiky, sprevádzané rastom ekonomickej aktivity v Číne. Začiatkom posledného štvrťroka sa však zdravotná situácia začala zhoršovať a spolu s tým sa sprísňovali protipandemické opatrenia (graf č. 1), ktoré sa odzrkadľujú predovšetkým v sektore služieb. Naopak, priemyselná výroba zatiaľ zaznamenáva relatívne priaznivý vývoj (graf č. 2).

Graf 1

Oxford University Stringency Index (%)

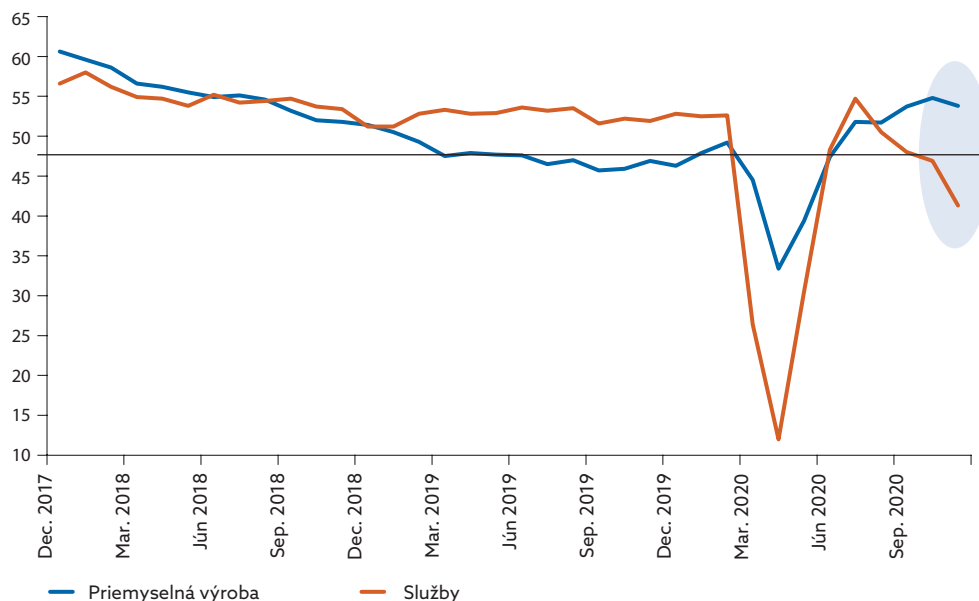


Zdroj: Macrobond

¹ Rýchly odhad Eurostatu.

² Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, december 2020.

Graf 2
Eurozóna – Purchasing Managers' Index



Zdroj: Macrobond

Celková inflácia sa dostala v septembri do záporných hodnôt a zotrvala na nich do novembra. Spomalenie cenového vývoja možno pripísať predovšetkým poklesu jadrovej inflácie, ale aj dynamike cien potravín. Cenový vývoj v priebehu 3. štvrťroka aj naďalej tlmil medziročný pokles cien energií reflektujúci cenový vývoj ropy. Súčasne od júla sa znížila sadba DPH v Nemecku. V rámci jadrovej inflácie sa výraznejšie znížil cenový rast služieb, čo do značnej miery ovplyvnil dosah pandémie na spotrebiteľské správanie.

Slovenská ekonomika zaznamenala v 3. štvrťroku historicky najvyšší rast zo štvrťroka na štvrťrok a jej výkonnosť sa výrazne priblížila predkrízovej úrovni. Globálne oživenie sa pomerne rýchlo prenieslo aj na Slovensko. Export, ktorý našu ekonomiku v jarných mesiacoch počas pandémie najviac stiahol nadol, sa oživil na vlnu odloženého dopytu po autách. Rast spotreby domácností sa opätovne obnovil. Preferencie domácností v spotrebe sa mierne zmenili, keďže aj počas letných mesiacov pretrvávala opatrnosť vo využívaní služieb, najmä v cestovnom ruchu. Obmedzením výdavkov na služby sa spotrebiteľom zvýšil priestor pre vyššie výdavky na tovary, čo aj naznačili predbežné údaje za tržby. Priaznivý vývoj spotreby domácností a exportu ešte zvýraznil slabší dovoz, z čoho sa dá usudzovať, že zvýšený dopyt sa saturoval do veľkej miery aj zo zásob.

Zamestnanosť v 3. štvrťroku mierne poklesla. Aj keď sa ekonomika pomerne rýchlo odrazila od dna, na trhu práce dochádzalo k zlepšovaniu len postupne. Za celý štvrťrok síce zamestnanosť mierne poklesla, avšak už v posledných dvoch mesiacoch dochádzalo k zastaveniu znižovania počtu

zamestnancov a dokonca v niektorých odvetviach ekonomiky zamestnancov pribudlo. Firmy v najviac zasiahnutých odvetviach služieb čiastočne pod vplyvom dočasného zlepšenia situácie vtiahli do pracovného pomeru ľudí späť. Avšak začiatkom posledného štvrťroku s druhou vlnou pandémie sa situácia opäť zhoršila. Paradoxne však pretrváva situácia, keď v službách sa zamestnanosť zhoršuje, avšak v priemyselnej výrobe sú v niektorých odvetviach firmy, ktoré nedokážu nájsť potrebných zamestnancov, aj v dôsledku nižšieho počtu pracujúcich cudzincov. V mzdovom vývoji nastalo zlepšenie. Vyššia výkonnosť v priemysle a dočasné oživenie aj v službách sa premietli do odmeňovania zamestnancov. Mzdy v 3. štvrťroku dynamicky vzrástli a prekonal tak predkrízovú úroveň vo väčšine odvetví.

Inflácia pokračovala v spomaľovaní. Tlmiaco pôsobili ceny potravín, v ktorých sa premietajú jednak nižšie ceny agrokomodít a tiež posilnenie výmenného kurzu voči menám krajín V4. To vytvára dodatočný priestor na pokles cien potravín vzhľadom na silné zastúpenie okolitých krajín v celkových dovozoch potravinárskych výrobkov. Inflácia očistená o rast cien energií a potravín zostala stabilná a odzrkadlili sa v nej nákladové faktory a oživenie spotrebiteľského dopytu.

3 Technické predpoklady predikcie³

3.1 Komodity, výmenný kurz, úrokové sadzby

V porovnaní so septembrovou predikciou NBS sa bilaterálny kurz v zásade nezmenil. Výmenný kurz eura voči americkému doláru nezaznamenal výraznejšie posuny ani od dňa uzávierky technických predpokladov predikcie⁴. Priemerná úroveň výmenného kurzu v horizonte aktuálnej prognózy sa očakáva na úrovni 1,1837 USD/EUR. Porovnateľný vývoj možno skonštatovať aj v prípade nominálneho efektívneho kurzu vypočítaného na báze 15 najvýznamnejších obchodných partnerov SR.

Prehodnotili sme predpoklad ohľadom ceny ropy v dolárovom vyjadrení smerom k nižšej úrovni o 3 % v aktuálnom roku a o viac ako 7 % v roku 2021 a 2022 v porovnaní s predošlou predikciou. Cena ropy by sa mala tento rok v priemere pohybovať pod úrovňou 42 USD/barel. V strednodobom horizonte predikcie by mala cena ropy postupne akcelerovať smerom k 47 USD/barel v roku 2023.

Menová politika naďalej vytvára priaznivé podmienky financovania pre vlády, firmy aj domácnosti. Trhové úrokové sadzby, tak krátkodobé, ako aj dlhodobé, by mali zostať v horizonte predikcie aj naďalej záporné. V prípade 3-mesačného Euriboru aj 10-ročných vládnych dlhopisov nastala mierna revízia smerom nadol. V aktuálnom roku by mali výnosy z 10-ročných vládnych dlhopisov dosahovať v priemere nulové hodnoty s následným znížením na približne -0,3 % v budúcom roku. V ďalších rokoch by sa mali negatívne výnosy slovenských dlhopisov postupne znižovať k úrovni -0,2 % na konci horizontu predikcie.

3.2 Zahraničný dopyt

Aktuálny vývoj v 3. štvrtroku pozitívne prekvapil aj u našich významných obchodných partnerov, čo sa premietlo do značne vyššieho zahraničného dopytu v porovnaní so septembrovými predpokladmi. Nástup druhej vlny pandémie negatívne poznačí vývoj ekonomík našich obchodných partnerov v závere aktuálneho roka. Tento negatívny efekt by mal čiastočne

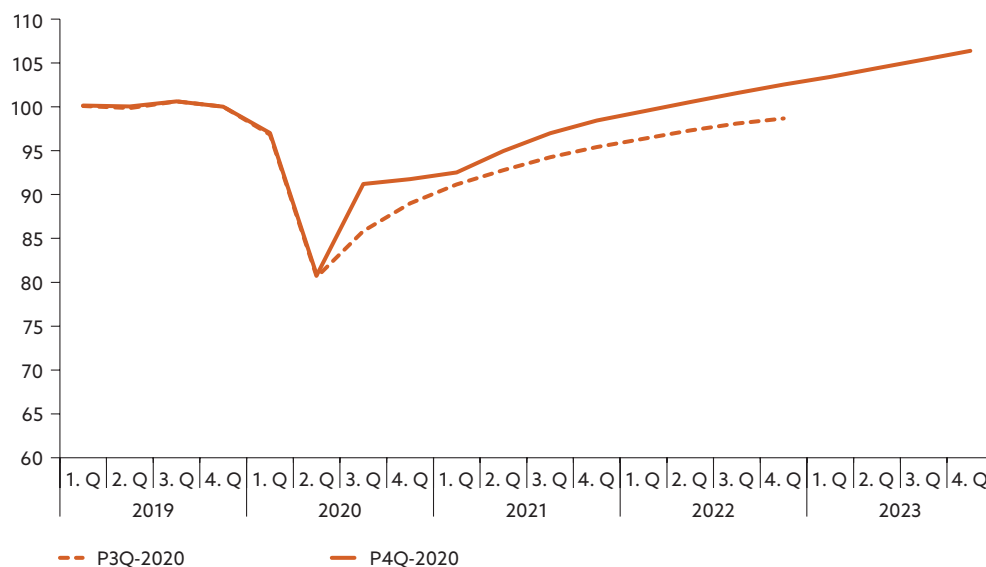
³ Technické predpoklady strednodobej prognózy vychádzajú z Makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2020 s dátumom uzávierky 18. 11. 2020.

⁴ Prognóza v celom horizonte predpokladá, že bilaterálny výmenný kurz USD/EUR zostane nezmenený na úrovni priemeru za desať pracovných dní končiacich dňom uzávierky.

vykompenzovať krátkodobý pozitívny efekt zvýšeného dopytu z Veľkej Británie (predpokladáme, že by malo ísť o efekt predzásobenia pred plánovaným ukončením prechodného obdobia brexitu). Dopyt po našich exportoch by si tak v závere tohto roka naďalej mohol ponechať rastúcu hodnotu. V porovnaní so septembrovými predpokladmi sa upravil vývoj rastu zahraničného dopytu v 1. štvrtroku budúceho roka smerom nadol, a to najmä v dôsledku prehodnotenia formy brexitu na tzv. „Bez dohody“ (No deal). Napriek tejto zmene by si mal zahraničný dopyt zachovať v budúcom roku z pohľadu teritoriálnej štruktúry vybilancovaný solídny rast (graf č. 3).

Graf 3

Zahraníčný dopyt (index, 4. Q 2019 = 100)



Zdroj: Výpočty NBS

4 Makroekonomická predikcia SR

4.1 Ekonomický rast

Slovenská ekonomika by mala klesnúť v tomto roku o 5,7 %. Po odrazení od dna by malo v ďalšom roku nastať dynamické oživenie a rast HDP by mal akcelerovať na 5,6 %. Odhadujeme tiež, že v ďalších dvoch rokoch sa bude ekonomická výkonnosť zvyšovať pomalším tempom (4,8 % v roku 2022 a 3,7 % v roku 2023). Od budúceho roka by sa mal riadiť obchod medzi EÚ a Spojeným kráľovstvom podmienkami Svetovej obchodnej organizácie (WTO), čo predpokladá zavedenie tarifných a netarifných bariér. Kumulatívne by to mohlo ubrať z rastu ekonomiky v nasledujúcich dvoch rokoch približne 0,3 p. b. Pozitívnu správou v dlhšom horizonte je ohlásená investícia v automobilovom priemysle a zdroje zo štrukturálnych fondov a z Programu obnovy EÚ. Investícia v automobilovom priemysle sa prejaví najskôr vo zvýšení investícií a koncom roka 2023 aj nárastom produkčných schopností ekonomiky. Tieto faktory by mohli pridať k rastu hospodárstva kumulatívne 0,9 p. b. do konca 2023.

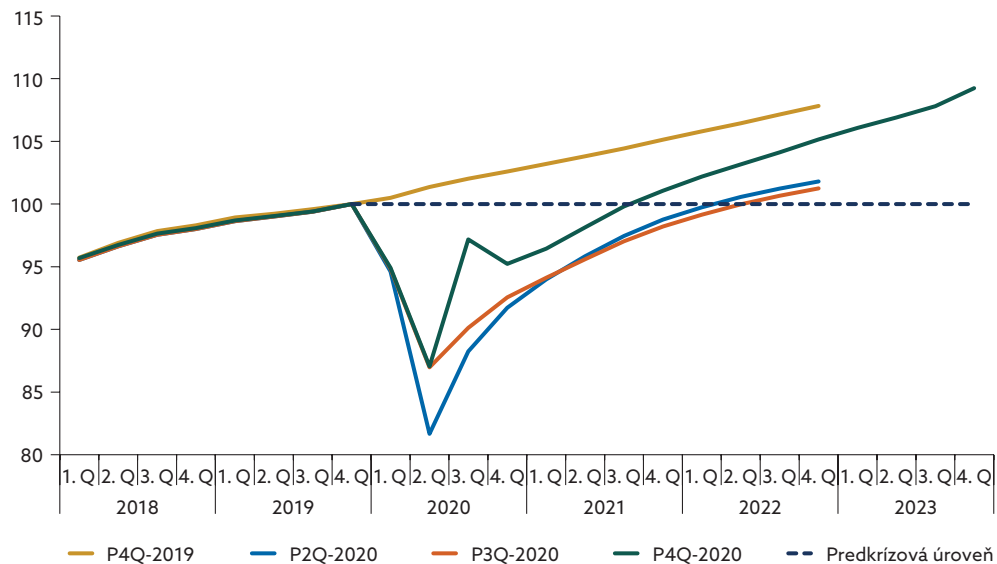
Pandémia spôsobila ekonomike v 1. polroku výrazné škody. Pozitívne prekvapenie v 3. štvrťroku však naznačilo, že výpadok produkcie by ekonomika mohla dobehnúť rýchlejšie, ako sme predpokladali. Vysoká odolnosť spotrebiteľského dopytu a návrat výkonu priemyslu na úroveň pred krízy pomohli ekonomike k rýchlemu oživeniu. Avšak druhá vlna pandémie dočasne zabrzdí dobiehanie. Zároveň predpokladáme, že výnimočne rýchle oživenie exportu a odolnosť spotrebiteľského dopytu boli do veľkej miery jednorazového charakteru. Znamená to, že v krátkodobom horizonte by malo nastať mierne utlmenie v exportnej výkonnosti. Súčasne predpokladáme, že koncom tohto roka domácnosti mierne pribrzdia svoje výdavky v dôsledku opatrnosti, zhoršenia nálad a možnosti nakupovať v obchodoch. Predpokladáme, že ekonomika sa o niečo zmenší koncom tohto roka, avšak aj napriek tomu by mala byť úroveň produkcie v celom strednodobom horizonte vyššia približne o 3 % oproti septembrovej predikcii (graf č. 4).

Kľúčom k oživeniu v budúcom roku je dostatočné rozšírenie očkovania medzi obyvateľmi. Základná predikcia je založená na predpoklade čiastočne úspešného potlačenia šírenia epidémie. Druhá vlna pandémie si opätovne vyžiadala určité obmedzenia niektorých ekonomických aktivít, predovšetkým v oblasti služieb. Postupne by sa mala epidemiologická situácia začať zlepšovať a striktnosť opatrení až do úspešného všeobecné-

ho rozšírenia očkovania v 1. polroku 2021 znižovať (graf č. 5). Až následne sa dá očakávať výraznejšie oživenie tak globálnej, ako aj domácej ekonomiky.

Graf 4

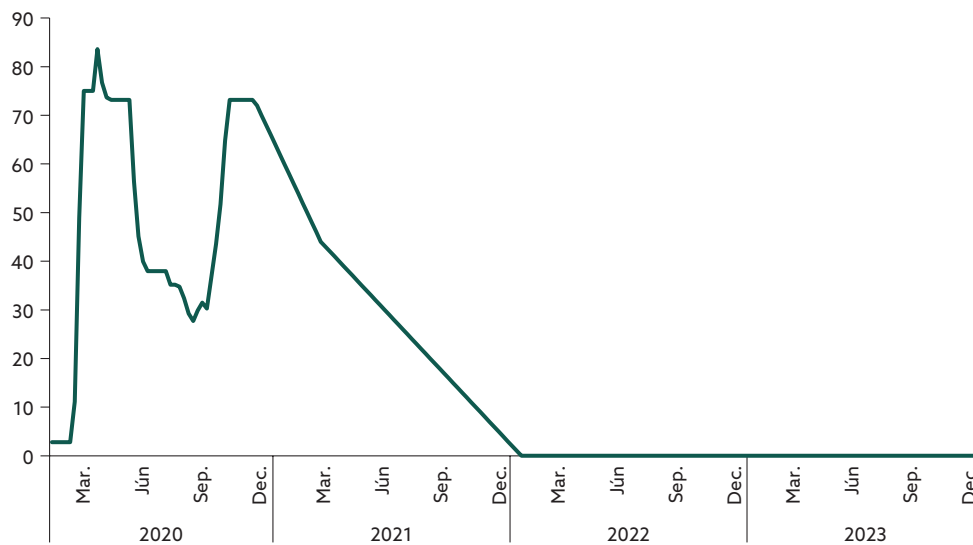
Predikcia vývoja ekonomiky (index, 4. Q 2019 = 100)



Zdroj: Výpočty NBS

Graf 5

Ilustratívny vývoj predpokladu striktnosti opatrení (index)



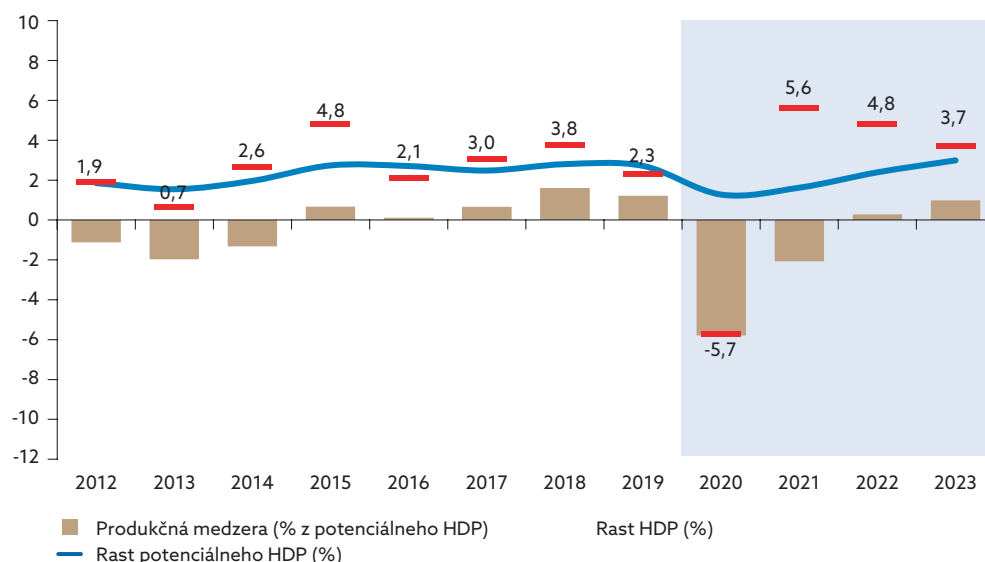
Zdroj: Oxford University, výpočty NBS

Prebiehajúca kríza súvisiaca s pandemickou situáciou má napriek prijatým opatreniam výrazný vplyv aj na produkčné schopnosti ekonomiky. Na ponukovej strane ekonomiky sa predpokladajú aj dlhodobé permanentné straty. Kríza zasiahla všetky výrobné faktory, ponuku práce cez zvýšenie štrukturálnej nezamestnanosti a kapitál prostredníctvom

prepadu investičnej aktivity. Pri produktivite výrobných faktorov je na jednej strane možné očakávať spomalenie v dôsledku narušenia globálnych hodnotových reťazcov, deglobalizácie, ale na druhej strane môže nastať efektívnejšia realokácia zdrojov naprieč sektormi. Po spomalení rastu potenciálu v roku 2020 by sa mal postupne zrýchľovať. Načasovanie a rýchlosť zotavenia produkčných schopností ekonomiky je podmienené úspešným zvládnutím pandemickej situácie v podobe efektívnej implementácie vakcíny a postupným uvoľňovaním protipandemických opatrení. Na kapacitu ekonomiky by malo podporne vplyvať aj využitie plánovaného rozpočtového balíka na podporu obnovy ekonomiky z úrovne EÚ (NGEU) a aj ohlásené významné investície v automobilovom priemysle.

Aktuálna predikcia predpokladá výrazné zhoršenie cyklickej pozície, keď v roku 2020 by mohla ekonomika produkovať takmer 6 % pod produkčnými schopnosťami. Prvá vlna pandémie spôsobila historicky najvyšší cyklický výpadok v 2. štvrtroku 2020. Po čiastočnom zotavení v priebehu letných mesiacov sa vplyvom druhej vlny pandémie ku koncu roka očakáva opätovné zníženie domáceho aj zahraničného dopytu. To by sa malo prejavovať aj v ďalšom krátkodobom zhoršení cyklickej pozície. V nasledujúcich dvoch rokoch sa už predpokladá postupný návrat ekonomiky do svojej rovnováhy a následne pokračovanie v expanzii. To by mohlo vyústiť do kladnej produkčnej medzery v poslednom roku predikcie (graf č. 6).

Graf 6
Vývoj HDP a produkčnej medzery (%)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Rast vývozu sa vďaka automobilovému priemyslu rýchlo obnovil. Ako hlboko stiahla automobilová výroba exportnú výkonnosť nadol v 1. polroku, o to viac prispela k oživeniu exportu v 3. štvrtroku, dokonca až nad

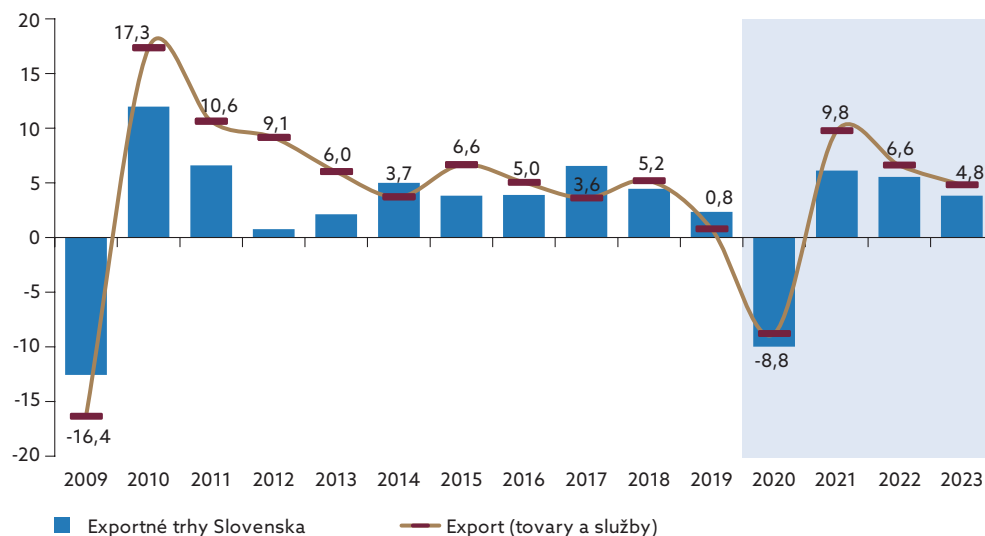
rámec rastu zahraničného dopytu. Export uspokojoval odložený dopyt po autách a celkový vývoz sa dostal nad predkrízovú úroveň. Avšak pozitívny vývoj dočasne preruší prebiehajúca druhá vlna. Aktuálne klesá registrácia automobilov v Európe a znižujú sa objednávky. Očakáva sa korekcia výborného 3. štvrťroka koncom tohto roka. V budúcom roku by mal pokračovať zahraničný dopyt v pomerne dynamickom trende, čo sa premietne do ďalšieho rastu exportnej výkonnosti našej ekonomiky (graf č. 7).

Mierny negatívny efekt na zahraničný obchod by mal mať brexit. Predpokladáme, v súlade s predikciou ECB pre eurozónu, že vzájomné vzťahy by sa mali riadiť pravidlami Svetovej obchodnej organizácie (WTO), čím by sa mali aplikovať obchodné a neobchodné bariéry. Efekt do ekonomiky SR by mohol byť kumulatívne približne 0,3 p. b.

V roku 2023 sa očakáva začiatok produkcie novej investície v automobilovom priemysle s pozitívnym vplyvom na exportnú výkonnosť a ďalšie získavanie trhových podielov.

Graf 7

Vývoj zahraničného dopytu a slovenského exportu tovarov a služieb (medziročný rast v %, s. c.)



Zdroj: ŠÚ SR, ECB, výpočty NBS

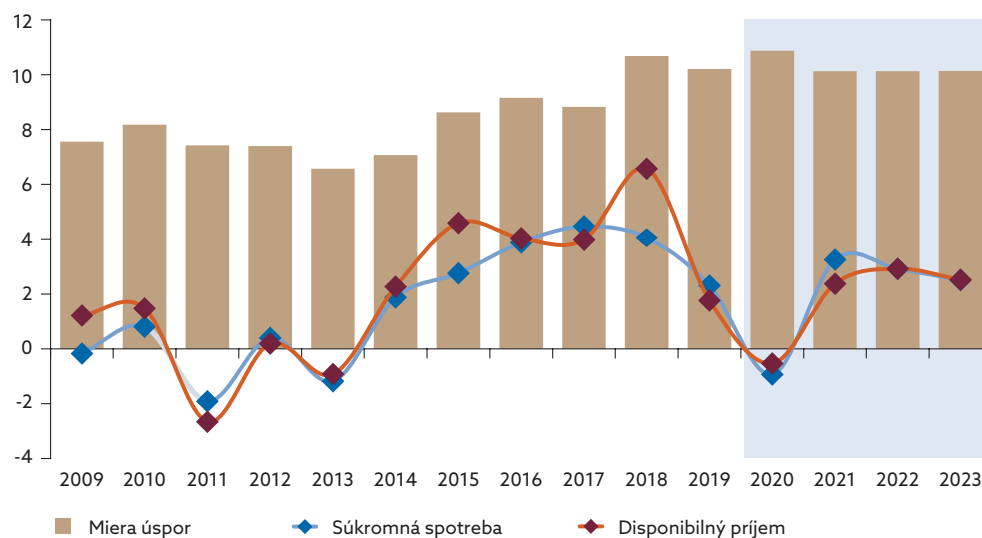
Investície sa trochu zotavili, avšak naďalej prevláda neistota, čo odsúva investičné rozhodnutia firiem. V letných mesiacoch sa po uvoľnení opatrení mierne zvýšila investičná aktivita firiem. Predpokladá sa však, že počas prebiehajúcej druhej vlny pandémie sa investície firiem odsunú na neskoršie obdobie. Dokumentujú to slabé predstihové indikátory a z mesačných údajov najmä slabnúca stavebná produkcia. So zlepšením situácie v ďalších rokoch sa očakáva pri priaznivých finančných podmienkach a rastúcom dopyte obnovenie investícií. Celkový investičný dopyt by malo

podporiť zvýšené čerpanie eurofondov z aktuálneho programového rámca a začiatok čerpania prostriedkov z programu obnovy (NGEU). V strednodobom horizonte je zakomponovaná ohlásená investícia v automobilovom priemysle, ktorej realizácia je rozložená najmä do rokov 2022 a 2023. Celkový objem investícií by mohol dosiahnuť predkrízovú úroveň na prelome rokov 2021 a 2022.

Spotrebiteľský dopyt je počas krízy nad očakávania odolný, predkrízovú úroveň dosiahol už v 3. štvrtroku tohto roka. Súkromná spotreba sa po prepade v 2. štvrtroku veľmi rýchlo obnovila. Spotrebiteľia nevytvárali úspory ako v iných krajinách⁵. V letných mesiacoch tak okrem čiastočného obnovenia spotreby služieb veľká časť domácností zmenila aj preferencie. Nižšiu spotrebu služieb viac vykompenzovali zvýšenými výdavkami na tovary a do veľkej miery naplňali odložený dopyt, ale aj dopyt z budúcnosti po tovaroch dlhodobej spotreby. Koncom tohto roka sa očakáva príbrzdzenie súkromnej spotreby. Sprísnené opatrenia v dôsledku druhej vlny pandémie dočasne obmedzia sektor služieb. Od ďalšieho obdobia sa pod vplyvom uvoľňovania opatrení predpokladá opätovné zvyšovanie spotrebiteľského dopytu v súlade s vývojom disponibilných príjmov (graf č. 8).

Graf 8

Vývoj príjmov, spotreby (medziročný rast v %, s. c.) a miery úspor domácností (%)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

⁵ Spotrebiteľia možno vnímali pandémiu ako dočasnú a rýchlo odznejúcu epizódu. Časť dodatočných úspor v iných krajinách pramenila aj z príjmov z rôznych schém vládnej pomoci. Vzhľadom na ich dočasný charakter si z nich ľudia odkladali, pokiaľ vedeli, na ďalšie obdobie. Časť dodatočných úspor v zahraničí mohla prameniť aj z odloženej spotreby vyšších stredných vrstiev, ktoré sú na Slovensku vzhľadom na relatívne rovné rozloženie príjmov a majetku menej zastúpené.

4.2 Trh práce

Zamestnanosť v tomto roku výraznejšie poklesne a začne sa zotavovať až v 2. polovici budúceho roka. V posledných dvoch mesiacoch 3. štvrt'roka sa podarilo vďaka oživeniu ekonomickej aktivity zastaviť pokles zamestnanosti, k čomu prispeli tak dopytové, ak aj štrukturálne faktory. Sektor služieb začal opatrne naberať späť zamestnancov počas letných mesiacov. Avšak druhá vlna spôsobí koncom roka prehĺbenie poklesu zamestnanosti v odvetviach služieb. Naopak, priemysel by mohol byť do veľkej miery imúnny voči prepúšťaniu, keďže obmedzenia proti šíreniu pandémie sa ho priamo nedotýkajú a niektoré odvetvia čelia nedostatkom pracovnej sily.

Úspešnou plošnou implementáciou vakcíny by sa mala výraznejšie obnoviť ekonomická aktivita, čo bude viesť k robustnejšej tvorbe pracovných miest od druhej polovice budúceho roka. V strednodobom horizonte by sa mal trh práce už postupne dostávať do rovnováhy.

Pri tvorbe hospodárskej politiky je v súčasnej situácii dôležité tlmieť nielen dopytové šoky, ale aj pokles ponuky na trhu práce, aby nenaberal na zotrvačnosti a nemal trvalejší vplyv na výkonnosť ekonomiky. Dočasné opatrenia zamerané na udržanie pracovných miest, podporu likvidity firiem a dopytu v ekonomike môžu zabrániť narušeniu väzieb medzi zamestnancami a zamestnávateľmi, pre ktoré by sa mnohí zamestnanci trvalo dostali mimo trh práce. Zmierneniu poklesu ponuky práce by mohlo pomôcť aj využívanie možností pracovať relatívne bezpečne ešte počas trvania pandémie, napríklad práca z domu, zavedenie a dodržiavanie opatrení proti šíreniu nákazy pri ceste do práce alebo na pracovisku. V prípade dlhšieho trvania pandémie ponuku práce môže zvýšiť ulahčenie rekvalifikácie a prechodu zamestnancov najmä z odvetvia služieb do menej zasiahnutých odvetví.

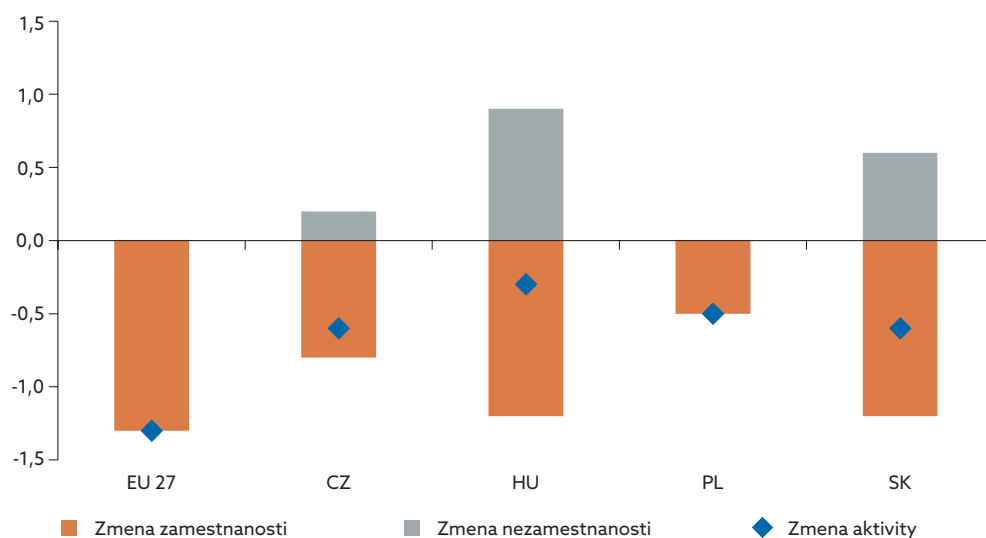
Box 1

Odhad vplyvu pandémie na trh práce

Budúci vývoj nezamestnanosti v dôsledku možného návratu časti neaktívneho obyvateľstva na trh práce je značne neistý. Miera nezamestnanosti by mohla rásť kumulatívne o 0,3 až 1,1 p. b. prudšie, resp. neskôr počas zotavenia klesať pomalšie. Zaradenie neaktívnych späť medzi nezamestnaných je však žiaduce ako prvý krok k ich návratu do zamestnania. Zároveň totiž odhadujeme, že pokles počtu odpracovaných hodín počas krízy súvisí do veľkej miery s poklesom ponuky práce.

Na Slovensku klesol počet zamestnaných za prvé dva štvrťroky tohto roka o 47-tis. osôb⁶. Z toho však „len“ 25-tis. pribudlo v nezamestnanosti (graf A). Zároveň počet ekonomicky aktívnych osôb klesol o 22-tis. Na pokles aktivity sa možno pozrieť dvoma spôsobmi: jednak s využitím údajov o zmene stavov podskupín neaktívnych osôb a zároveň s využitím údajov o tokoch medzi stavmi zamestnanosti, nezamestnanosti a neaktivity na trhu práce. To nám umožní identifikovať zmeny aktivity, ktoré môžu byť považované za krátkodobé.

Graf A
Zmeny zamestnanosti, nezamestnanosti a neaktivity za 1. polrok 2020
(p. b. z celkovej populácie)



Zdroj: Eurostat, výpočty NBS

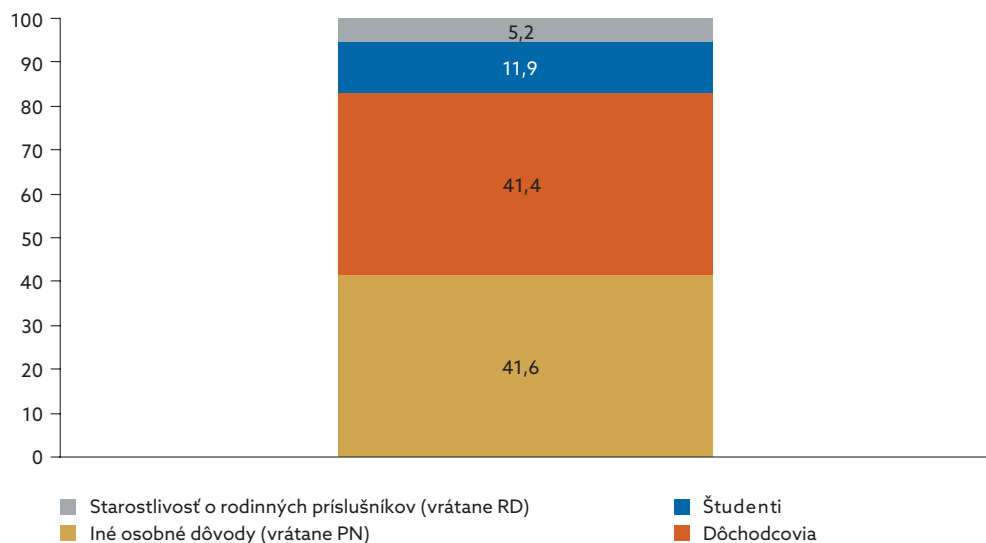
Z prvého prístupu vyplýva, že z poklesu aktívnych osôb v 1. polroku tohto roka približne 9-tis. môže už v najbližšom období vstúpiť do nezamestnanosti. 58 % nárastu neaktivity nastalo v podskupinách, ktoré možno označovať ako dlhodobu alebo prirodzene neaktívne (graf B). Ide o študentov, starobných dôchodcov alebo rodičov počas rodičovskej dovolenky. Avšak zvyšných 42 % nárastu patrí do kategórie krátkodobu neaktívnych osôb, ktoré pravdepodobne počas pandémie len dočasne nehľadajú prácu, ale v krátkom čase rozšíria rady nezamestnaných. Ide o osoby, ktoré sú po strate práce dočasne práceneschopné, mali ťažkosti aktívne komunikovať s úradmi práce alebo potenciálnymi zamestnávateľmi počas protipandemických reštrikcií, alebo zvolili taktiku vyčkávania z dôvodu obáv alebo čakania na zlepšenie situácie vo svojej profesii⁷.

⁶ Tento box využíva metodicky jednotné údaje Výberového zisťovania pracovných síl. V metodike ESA 2010 (domáca zamestnanosť) klesol počet zamestnaných za rovnaké obdobie o 55-tis. osôb.

⁷ Skupina tzv. „odradených“ neaktívnych zatiaľ na trhu práce nepredstavuje významný podiel.

Graf B

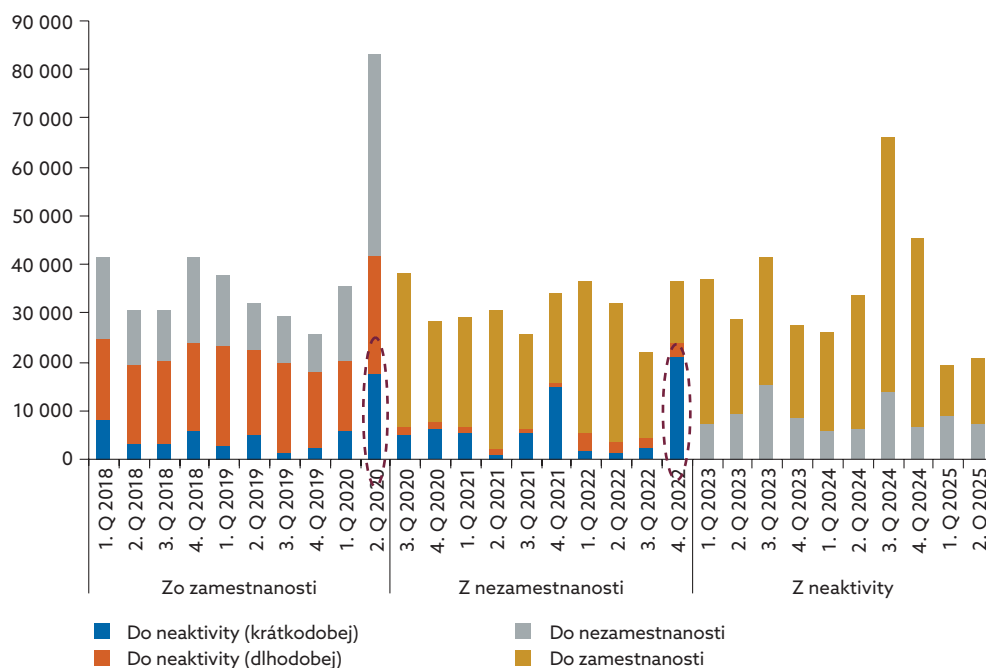
Nárast počtu neaktívnych osôb podľa typu za 1. polrok 2020 (2. Q 2020 vs. 4. Q 2019, % z celkového nárastu)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Graf C

Toky na trhu práce v predpandemickom a pandemickom období (osoby)

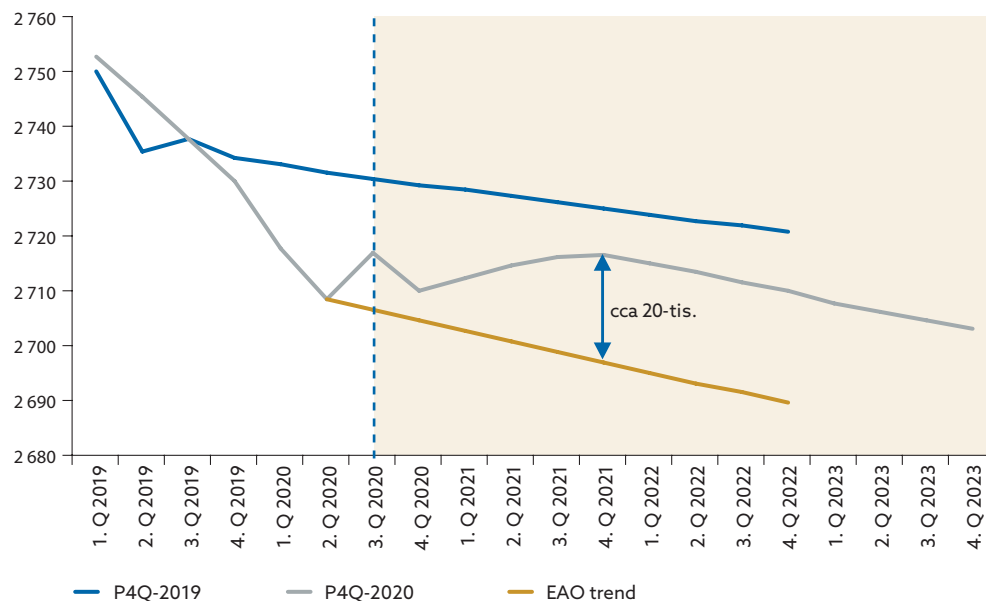


Zdroj: Mikrodáta VZPS, ŠÚ SR, výpočty NBS

Poznámka: Počty presunov (zo štvrtroku T-1 do štvrtroku T).

Graf D

Aktuálny a predkrízový predpokladaný vývoj EAO (tis. osôb)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Podľa alternatívneho prístupu môže k nezamestnaným takto pribudnúť až 30-tis. ľudí. V 2. štvrtroku tohto roka totiž presuny osôb zo stavu zamestnanosti aj nezamestnanosti do krátkodobej neaktivity výrazne prevýšili priemerné úrovne za predkrízové obdobie⁸ (o 14-tis., resp. 16-tis. osôb), spolu o 30-tis. osôb (graf C). Je teda pravdepodobné, že pri zotavovaní z efektov pandémie nastane opačný pohyb týchto osôb do aktivity (graf D), resp. pri úvodnom pozvoľnom rozbehu trhu práce najmä do nezamestnanosti.

Za poklesom aktivity na trhu práce treba hľadať hlavne pokles ponuky práce. Počas COVID krízy bol prepád odpracovaných hodín veľmi prudký a rýchly, keď dosiahol maximum 18,12% v 2. štvrtroku 2020. Na základe modelového prepočtu sme identifikovali výrazne negatívny šok v ponuke práce, ktorý v priemere za rok 2020 prehlbuje medziročný pokles odpracovaných hodín o -3,2 p. b. (1/4 z celkového prepádu) a pracovnej sily o -0,8 p. b. (takmer 3/4 z celkového poklesu)⁹ (grafy E a F).

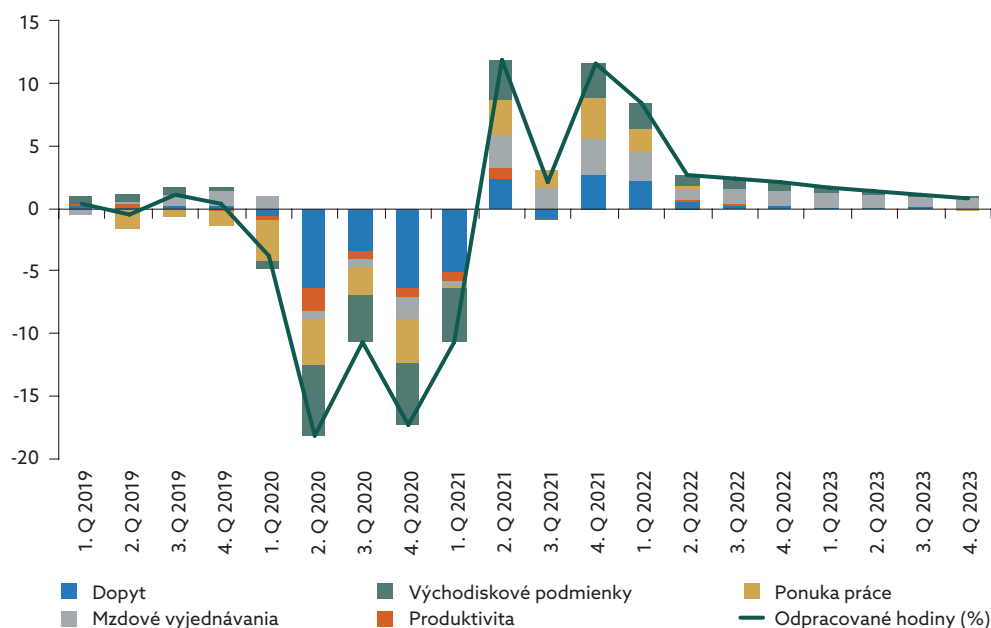
V horšom vývoji ponuky práce počas pandémie výrazne prejavuje znížená ochota a schopnosť obyvateľov pracovať v nebezpečnejších podmienkach s prísnejšími preventívnymi opatreniami. Pokles pracovnej sily vrcholiaci v 2. štvrtroku na úrovni 1,35 % by mal pretrvávať až do začiatku nasledujúceho roka. Ponuku práce znižuje v menšej miere aj negatívny dopytový šok a šok do produktivity. Záporný šok vo vyjednávacej pozícii zamestnancov pôsobí tlmiačo na ponuku práce len hneď po prepuknutí pandémie, neskôr sa zrejme vďaka opatreniam na udržanie zamestnanosti pozícia zamestnancov postupne zlepšuje a zmierňuje prepád ponuky práce. Slabý dopyt po produkcii firiem, ich nízka produktivita a spočiatku aj nízke mzdy zapríčiňujú časť poklesu záujmu ľudí ponúkať svoju prácu zamestnávateľom.

⁸ Porovnávacie obdobie 1. Q 2018 až 1. Q 2020.

⁹ Niektoré detaily modelu sú bližšie popísané v analytickom komentári Trh práce: Nie je kríza ako kríza. https://www.nbs.sk/_img/Documents/_komentare/AnalytickeKomentare/2020/AK92_Trh_prace_v_dvoch_krizach.pdf

Graf E

Hlavné faktory určujúce dopyt na trhu práce (odpracované hodiny, medziročne zmeny v %, príspevky v p. b.)

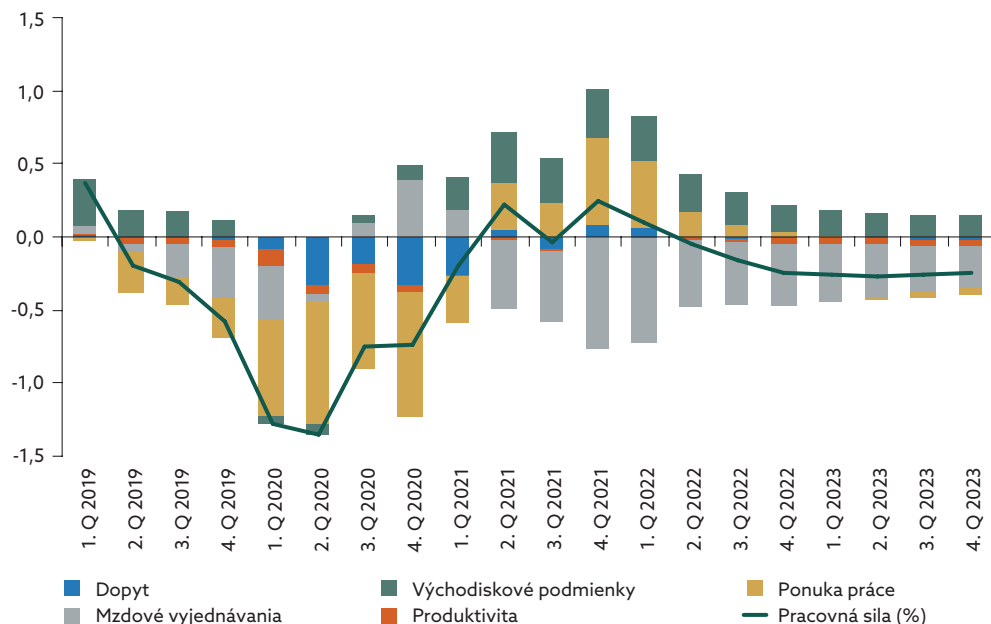


Zdroj: Výpočty NBS

Poznámka: Historická dekompozícia vývoja ukazovateľov na príspevky identifikovaných štruktúrnych šokov je prezentovaná v medziročnej forme pomocou klzavej akumulácie za štyri štvrtroky pre ľahšiu interpretovateľnosť. Okrem stochastických šokov vplyvajú na vývoj endogénnych premenných aj počiatočné podmienky a exogénne premenné zahrnuté do položky s označením *Východiskové podmienky*.

Graf F

Hlavné faktory určujúce ponuku na trhu práce (pracovná sila, medziročne zmeny v %, príspevky v p. b.)



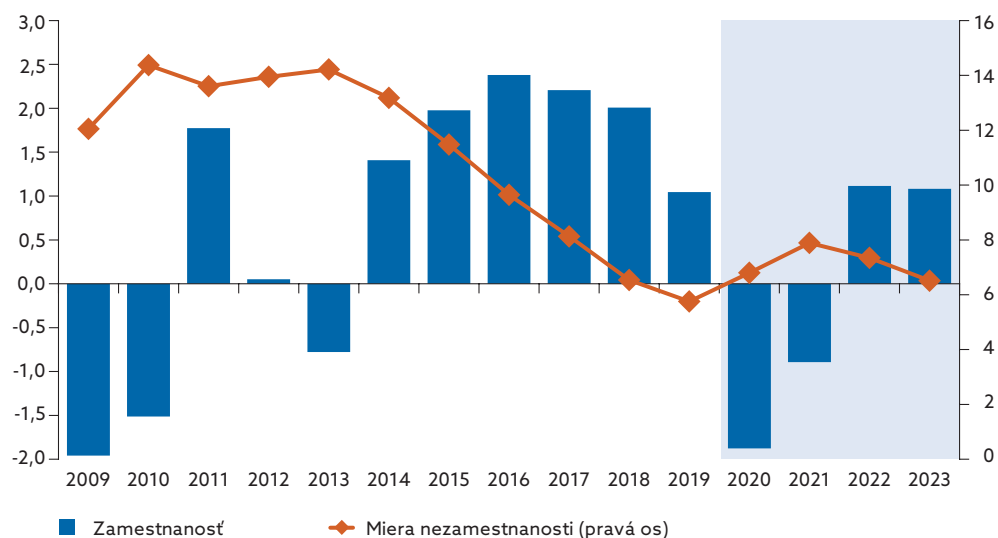
Zdroj: Výpočty NBS

Miera nezamestnanosti by mala ešte nejaký čas rásť. V 1. polroku nastal výrazný nárast ľudí v neaktivite, ktorí boli odradení, resp. mali sťaženú možnosť si hľadať prácu. Viac ako polovica týchto ľudí by sa nemusela vrátiť na trh práce. Mikrodáta však naznačili, že stále pomerne veľká časť ľudí by mohla len krátkodobo zostať v neaktivite. Prílevy nezamestnaných podľa makro a mikro údajov môžu spôsobiť dodatočný nárast miery nezamestnanosti približne o 0,3 až 1,1 p. b kumulatívne. V aktuálnej predikcii sa do počtu ekonomicky aktívneho obyvateľstva (EAO) zapracoval postupný kumulatívny nárast o 20-tis. osôb od 3. štvrťroka 2020 do konca roka 2021. Predpokladá sa, že väčšina týchto ľudí môže rozšíriť rady nezamestnaných. Nezamestnanosť by mala ešte vzrásť, keď pribudnú prepustení ľudia počas druhej vlny pandémie z konca tohto roka. V roku 2021 by mal následne nárast počtu EAO dočasne pokračovať. Tým by sa prerušila tendencia klesajúceho aktívneho obyvateľstva od roka 2017. Postupne so zvyšovaním zamestnanosti v druhej polovici budúceho roku by mali začať klesať počty nezamestnaných (graf č. 9).

Vládne opatrenia na udržanie pracovných miest by mohli v tomto roku pomôcť zachrániť približne 64-tis. pracovných miest. Odhad vychádza z údajov o doterajšom čerpaní a predpokladov o zmenených podmienkach. Tie sa upravili, že sú veľkorysejšie a niektoré sa dajú uplatňovať aj spätne.

Graf 9

Vývoj zamestnanosti a miery nezamestnanosti (medziročný rast a úroveň v %)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Box 2

Aktualizácia odhadu vplyvu fiškálnych opatrení na ukazovatele trhu práce

Druhá vlna pandémie spôsobila potrebu predĺženia platnosti vládnych opatrení na podporu ekonomiky. Podľa aktuálneho odhadu by mohli vládne opatrenia zachrániť približne 64-tis. pracovných miest a cez zachovanie príjmov domácností podporiť ekonomiku približne 1 p. b.

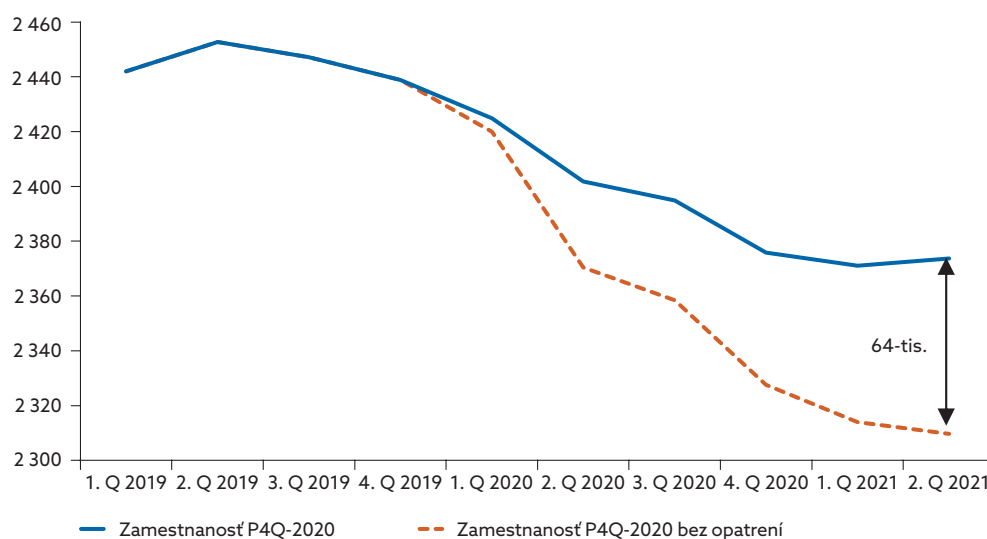
V poslednej aktualizácii vládnych opatrení v októbri tohto roka sa predĺžila ich platnosť až do budúceho roka a zároveň sa zvýšila miera náhrady/pomoci v rámci jednotlivých opatrení. Všetky opatrenia sú zamerané na udržanie pracovných miest a na to, aby zamestnanci nespadli do sociálnej siete. Priaznivý vplyv na zamestnanosť spočíva v redukcii nákladov práce z pohľadu zamestnávateľa. Zároveň niektoré SZČO sú motivované nezrušiť živnosť a pokračovať v podnikaní počas krízovej situácie. Celkový objem vyplatených dotácií na podporu príjmu zo zamestnania sa očakáva na úrovni 1,1 mld. €.

Na základe zverejnených údajov výška podpory od marca do septembra dosiahla takmer 640 mil. €. Väčšinu z podpory čerpali veľké podniky a mikropodniky. Z hľadiska sektorov podpora v najväčšej miere smerovala do priemyselnej výroby.

Na základe odhadov redukcie nákladov práce pre zamestnávateľov, zohľadnení čerpania prostriedkov do septembra aj predpokladoch o čerpaní v nasledujúcich štvrtrokoch sme vyčíslili, že v horizonte do 2. štvrtroka 2021 by mala byť zamestnanosť vyššia oproti variantu bez opatrení o približne 64-tis. osôb. To zodpovedá približne 2 p. b. do medziročnej dynamiky v roku 2020 a 0,7 p. b. do medziročného rastu celkovej zamestnanosti v roku 2021 (graf A).

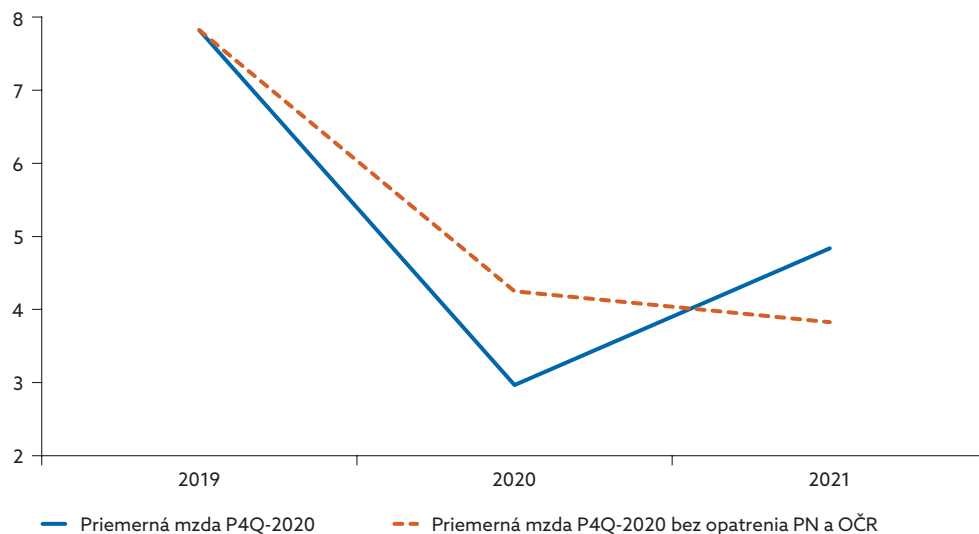
Graf A

Zamestnanosť (tis. osôb)



Zdroj: Výpočty NBS

Graf B
Mzdový vývoj (medziročný rast v %)



Zdroj: Výpočty NBS

V roku 2020 sú mzdy tlmené nielen poklesom produktivity práce, ale aj faktorom vyplácania OČR a PN z dôvodu pandémie. Základný predpoklad, z ktorého predikcia vychádza, očakáva, že na tieto absencie zapríčinené pandemiou, by štát mohol vynaložiť 220 mil. € v roku 2020 a približne 50 mil. € v roku 2021. Ak by takéto opatrenia neboli potrebné, priemerná mzda v roku 2020 by rástla o 4,2 %. Očakávame však, že pod vplyvom opatrení mzdy vzrastú približne len o 3,0 %. Nižší objem vyplácaných pandemických OČR a PN v roku 2021 sa na druhej strane prejaví v akcelerácii miezd o 4,8 % (pozitívny vplyv 1 p. b. oproti fundamentu) (graf B).

Rast miezd by mal tento rok spomaliť, pričom ho potiahne najmä verejný sektor. S naštartovaním ekonomiky v ďalších rokoch sa predpokladá dynamickejší rast miezd aj v súkromnom sektore. Pokles produktivity práce v tomto roku spôsobený pandemiou sa nepriaznivo prejavil v mzdovom vývoji najmä v 1. polroku. Následné oživenie by malo byť krátkodobé a v dôsledku druhej vlny pandémie budú mzdy koncom roka stagnovať. V ďalších rokoch sa predpokladá zrýchlenie rastu produktivity práce, čo sa prejaví vo zvyšovaní miezd, najmä v súkromnom sektore. Takisto mierne vyššia inflácia by mala prispievať prostredníctvom kolektívnych vyjednaní k rýchlejšiemu nominálnemu mzdovému rastu.

Tabuľka 1 Mzdy (medziročný rast v %)

	2020	2021	2022	2023
Nominálna produktivita práce	-1,7	7,4	5,6	4,6
Mzda, ekonomika SR	3,0	4,8	4,9	4,4
Reálna mzda, ekonomika SR	1,0	4,1	3,1	2,4
Mzda, súkromný sektor	1,6	4,5	5,2	4,4
Reálna mzda, súkromný sektor	-0,3	3,8	3,4	2,4
Mzda, verejná správa, školstvo, zdravotníctvo	6,9	5,7	4,1	4,4
Reálna mzda, verejná správa, školstvo, zdravotníctvo	4,8	4,9	2,2	2,4

Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

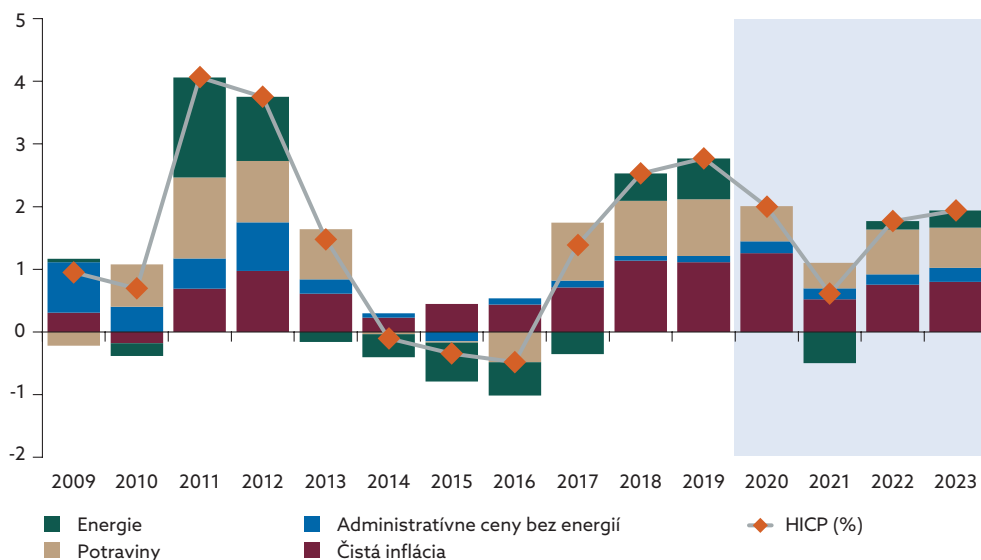
Poznámka: Deflované CPI. Odvetvie Verejná správa, školstvo a zdravotníctvo predstavuje sekcie O, P a Q klasifikácie SK NACE Rev.2. Nominálna produktivita práce z HDP a zamestnanosti v metodike štatistického výkazníctva.

4.3 Cenový vývoj

Cenový vývoj sa prechodne spomalí. Tlmiaco by mali pôsobiť klesajúce ceny energií a nižší spotrebiteľský dopyt. Prepad cien energetických komodít na svetových trhoch vytvoril priestor pre pokles spotrebiteľských cien energií. Najviac sa to prejaví v regulovaných cenách elektriny a plynu. Z celkového spomalenia inflácie v budúcom roku by mali ceny energií tvoriť takmer polovicu (graf č. 10).

Graf 10

Štruktúra inflácie (medziročný rast v %, príspevky v p. b.)

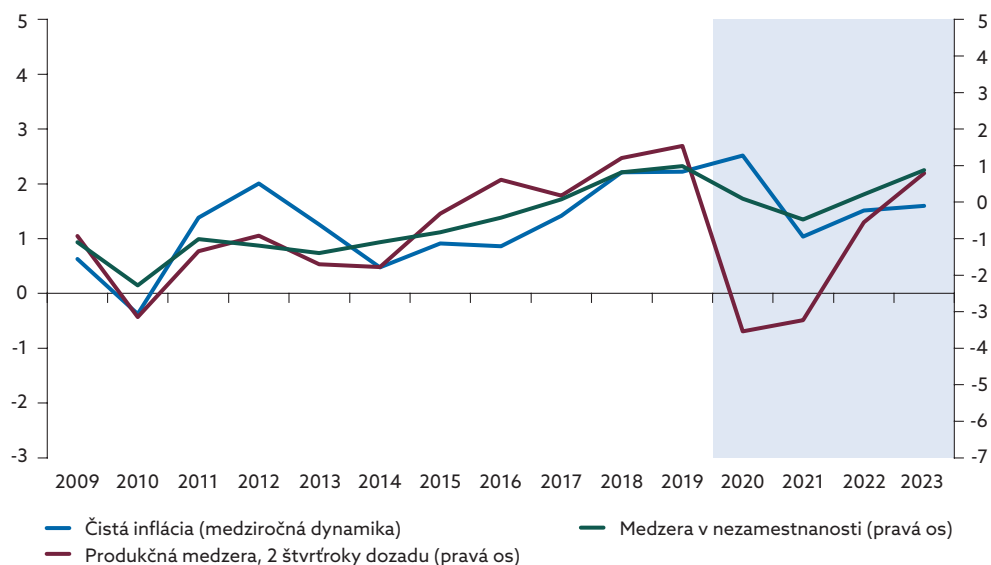


Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

V krátkodobom horizonte sa predpokladá, že by sa mohol začať prejavovať nižší spotrebiteľský dopyt a pokračujúce spomalenie rastu cien potravín. Očakáva sa pribrzdzenie rastu cien služieb a tovarov. S postupným výraznejším oživením ekonomiky v strednodobom horizonte sa predpokladá rast nákladov práce a spotrebiteľského dopytu, čo by malo

potiahnuť čistú infláciu vyššie (graf č. 11). Súčasne by sa mali zrýchliť ceny potravín.

Graf 11
Čistá inflácia a produkčná medzera (%)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Poznámka: Čistá inflácia je inflácia bez energií, potravín, administratívnych cien a pohonných látok.

Tabuľka 2 Vývoj jednotlivých zložiek inflácie (medziročný rast v %)

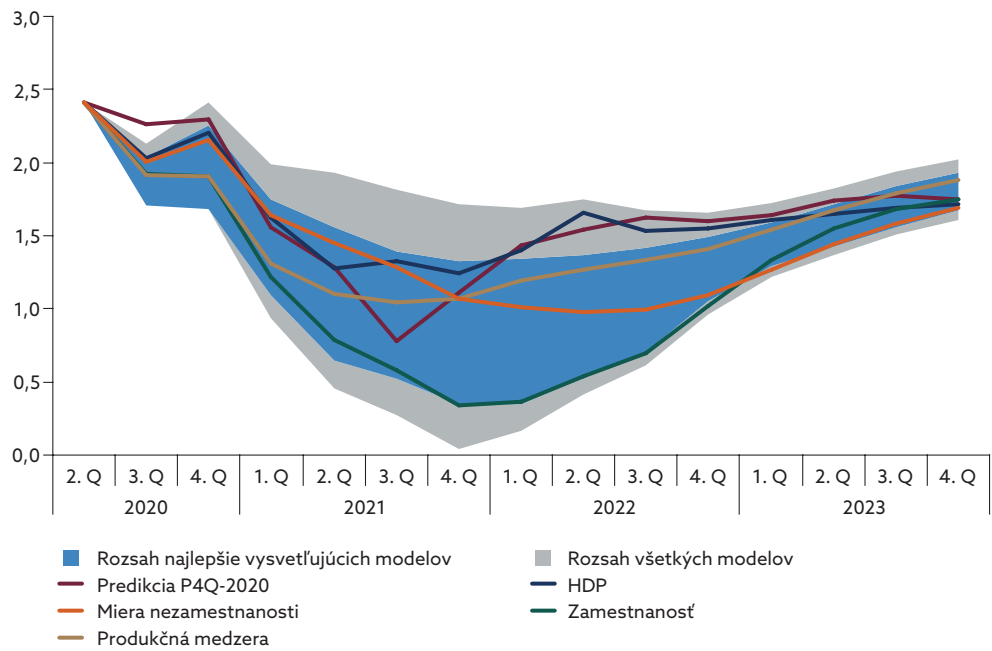
	Priemer 2004 – 2008 (predkrízové obdobie)	Priemer 2010 – 2014 (pokrízové euro obdobie)	2019	2020	2021	2022	2023
HICP	4,1	2,0	2,8	2,0	0,6	1,8	1,9
Potraviny	3,6	3,1	3,7	2,2	1,5	2,8	2,4
Priemyselné tovary bez energií	0,2	0,3	1,1	1,7	0,7	0,9	1,0
Energie	8,3	2,3	4,2	0,0	-3,4	0,9	1,9
Služby	5,3	2,5	2,8	3,1	1,6	2,2	2,4
Čistá inflácia	1,8	1,0	2,2	2,5	1,0	1,5	1,6

Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Inflácia bez energií a potravín by mala spomaľovať pôsobením ochladenia ekonomiky do druhej polovice budúceho roka. V ďalšom období sa očakávajú uzatvorením produkčnej medzery a zlepšením situácie na trhu práce dopytové tlaky, čo posunie infláciu vyššie, dokonca dočasne k hornému pásmu rozsahu Phillipsových kriviek (graf č. 12).

Graf 12

Inflácia očistená o rast cien energií a potravín a Phillipsove krivky (medziročná zmena v %)



Zdroj: Výpočty NBS

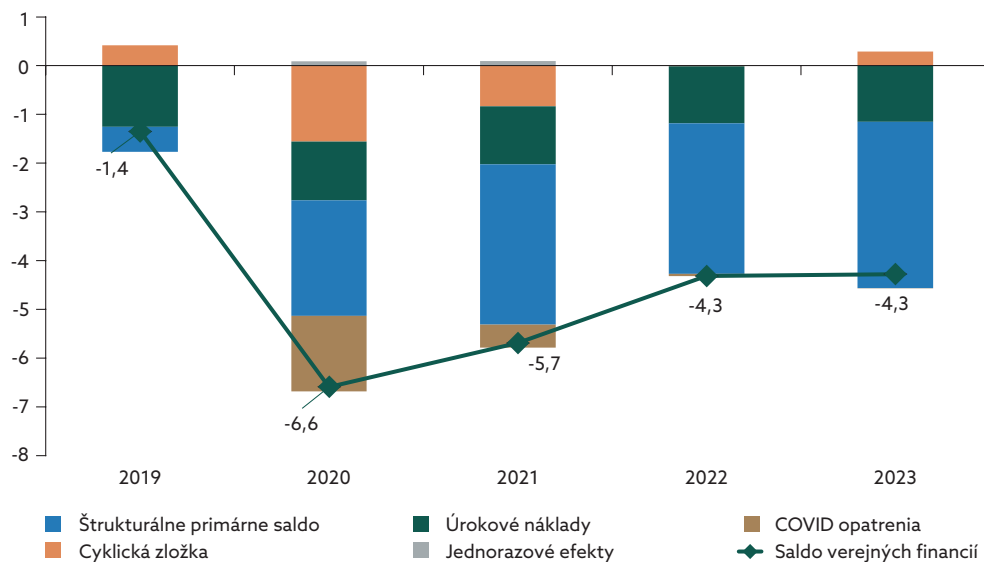
5 Fiškálny výhľad

Deficit verejných financií v roku 2020 by mal dosiahnuť úroveň 6,6 % HDP, čo predstavuje zhoršenie o 5,2 p. b. HDP oproti minulému roku. Očakávaný prepád ekonomiky pod vplyvom pandémie spôsobuje na jednej strane výpadok daňových a odvodových príjmov, kým potreba eliminovať ekonomické dopady tlačí nahor verejné výdavky, najmä cez sociálne transfery domácnostiam a dotácie podnikom.

V roku 2021 sa očakáva nižší objem opatrení zameraných na tlmenie vplyvov pandémie, čo spolu s miernejším vplyvom ekonomického cyklu tvorí hlavné faktory medziročného zlepšenia hospodárenia na 5,7 % HDP (graf č. 13). Postupné otáčanie ekonomického cyklu a ďalšia štrukturálna konsolidácia by sa mali podpísať pod zlepšenie hospodárenia s deficitom 4,3 % HDP v roku 2022. V roku 2023 by sa mala fiškálna pozícia pri predpokladaných investičných výdavkoch na obranu prejavíť miernou expanziou (graf č. 14). Rozpočtová bilancia by sa v tomto období mala udržať na nezmenenej úrovni voči predošlému roku. K dodatočnej expanzii by malo v závere horizontu prognózy pôsobiť dočerpávanie prostriedkov EÚ z 3. programového obdobia a zároveň čerpanie nových zdrojov najmä z Fondu obnovy.

Graf 13

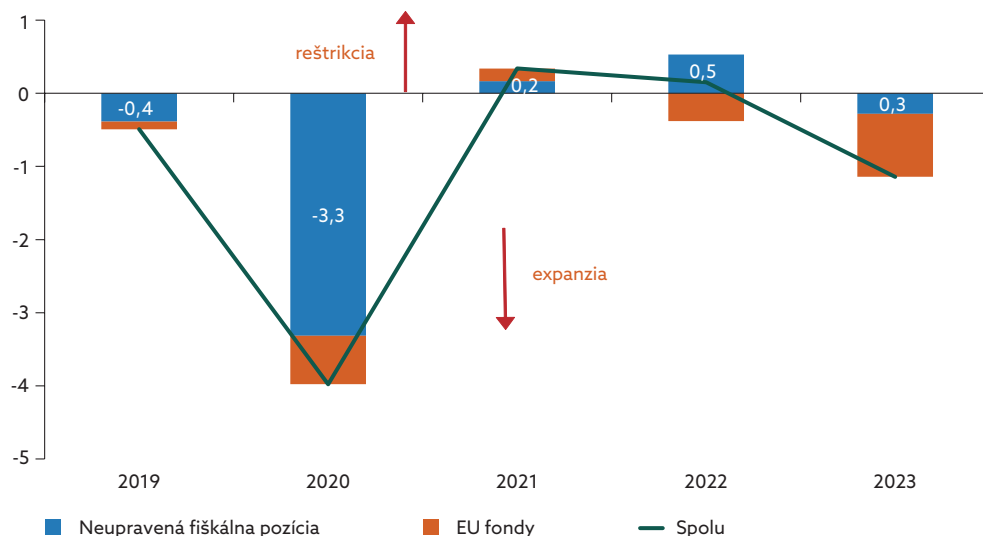
Rozklad salda verejných financií (% HDP)



Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS

Poznámka: Jednorazové faktory zahŕňajú necyklické efekty, ktoré dočasne menia saldo verejnej správy, pričom v budúcnosti má dôjsť k ich odbúraní.

Graf 14
Fiškálna pozícia (p. b. HDP)



Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS

Poznámka: Fiškálna pozícia – medziročná zmena cyklicky očisteného primárneho salda (bez vplyvu eurofondov).

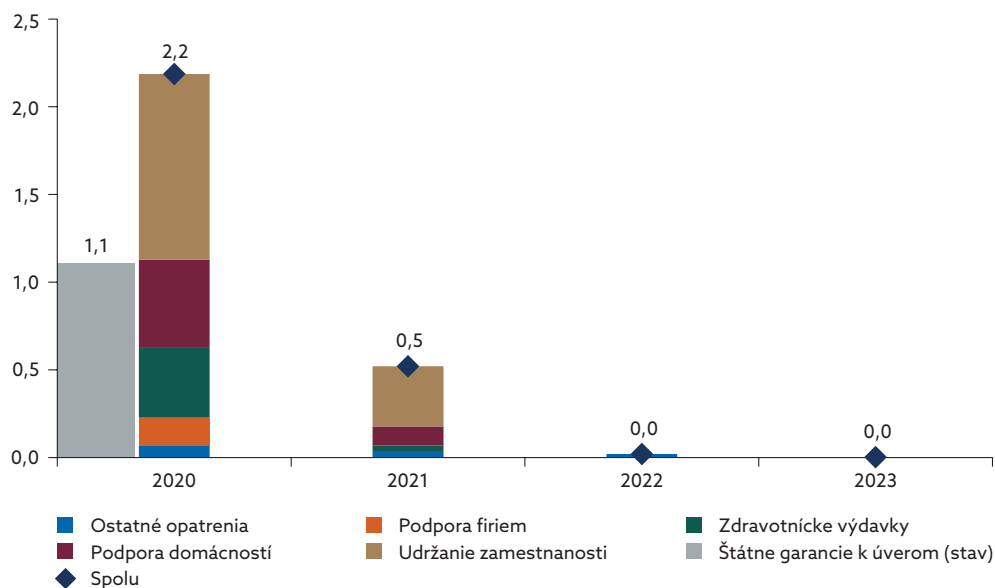
Box 3

Opatrenia na zmiernenie dosahu pandémie COVID-19

Krátkodobé fiškálne opatrenia na zmiernenie dosahu pandémie COVID-19 by mali **výrazne** prispieť k zhoršeniu hospodárenia verejného rozpočtu v rokoch 2020 a 2021. Odhadujeme, že v roku 2020 priamo tieto vplyvy dosiahnu úroveň 2,2 % HDP a zohľadnením aj druhej vlny sa predpokladá dosah aj do roku 2021 (0,5 % HDP). Najvýraznejšiu pomoc ekonomike by mali predstavovať podporné krátkodobé opatrenia na udržanie zamestnanosti, ako aj dávok pre domácnosti počas obdobia uzavretých škôl a nemocenských dávok. Významný podiel predstavujú aj výdavky na obstaranie zdravotníckeho materiálu a potrebného vybavenia nemocníc. Firmy by mali získať pomoc prostredníctvom cielených dotačných programov (autobusová a letecká doprava, náhrada nájomného), ako aj odkladmi pri platení daní a odvodov. Na zlepšenie finančnej situácie podnikov by mal štát poskytnúť garančné krytie úverov v očakávanej výške 1,1 % HDP. Zároveň sa predpokladá, že časť úverov zlyhá v dôsledku neschopnosti firiem splácať svoje záväzky, s čím bude spojené aj uplatňovanie záruk z verejných zdrojov. Zmierniť deficitné hospodárenie verejného sektora by mali zdroje EÚ, ktorými sa predpokladá financovanie časti výdavkov. Hlavnou oblasťou spolufinancovania by mali byť opatrenia na udržanie zamestnanosti v objeme 0,6 % HDP v roku 2020, resp. 0,1 % HDP v nasledujúcom roku.

Graf A

Opatrenia na zmiernenie dosahu pandémie (p. b. HDP)



Zdroj: Výpočty NBS

Verejný dlh by mal v roku 2020 vzrásť o 12,4 p. b. HDP na úroveň 60,9 % HDP. Hlavným faktorom pôsobiacim na rast dlhu je vysoký primárny deficit s príspevkom 5,3 p. b. a akumulácia likvidných rezerv nad rámec predpokladanej finančnej potreby štátu s príspevkom 3,2 p. b. HDP. Na pomerový ukazovateľ zároveň negatívne pôsobí recesia, ktorá mieru zadĺženia dodatočne zvyšuje. V horizonte predikcie sa očakáva pokračovanie rastu zadĺženia, aj keď pomalším tempom mierne cez 61 % HDP v roku 2023. Na zvoľnenie tempa by malo priaznivo pôsobiť doznenie nákladov krátkodobých protipandemických opatrení a postupné oživenie ekonomického rastu. Voči septembrovej prognóze sa revidoval odhad verejného zadĺženia v celom horizonte k nižším úrovniam, kde prevážil najmä vplyv priaznivého prehodnotenia HDP.

V horizonte prognózy očakávame dvojcifernú investičnú aktivitu pri oživení verejnej spotreby. Prognóza konečnej spotreby verejnej správy pre rok 2020 predpokladá medziročný pokles reálnej spotreby, keď pod vplyvom jednorazových metodických úprav, ktoré reagujú na situáciu počas uzatvorenia ekonomiky, nastáva spomalenie rastu nominálnych výdavkov. Nižšia báza v roku 2020 následne spolu so spomaľovaním cien zrýchľuje dynamiku v roku 2021. V horizonte predikcie by malo dôjsť k postupnej akcelerácii rastu konečnej spotreby. Verejné investície by mali v roku 2020 zaznamenať pokles z dôvodu odkladu vlastných investícií, ktoré sa očakávajú predovšetkým v samospráve. V ďalších rokoch sa očakáva zrýchlenie, ktoré by malo podporiť zrýchlenie čerpania EÚ fon-

dov z 3 programového obdobia a grantov z NGEU¹⁰. Avizované dodávky vojenskej techniky by mali dočasne zvýšiť investície v závere horizontu predikcie.

Tabuľka 3 Fiškálny vývoj (medziročná zmena v %, s. c., ak nie je uvedené inak)

	2019	2020	2021	2022	2023
Konečná spotreba verejnej správy	4,7	-0,8	4,0	1,7	2,5
Vládne investície	-0,5	-3,1	13,3	21,0	30,1
z toho EÚ fondy (príspevok k rastu v p. b.)	-4,3	2,0	9,4	10,2	11,3
Saldo verejnej správy (% HDP)	-1,4	-6,6	-5,7	-4,3	-4,3
Fiškálna pozícia (medziročná zmena v p. b.)	-0,4	-3,3	0,2	0,5	-0,3
Hrubý dlh (% HDP)	48,5	60,9	61,2	61,2	61,1

Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS

¹⁰ Nástroj EÚ pre budúce generácie.

6 Riziká prognózy

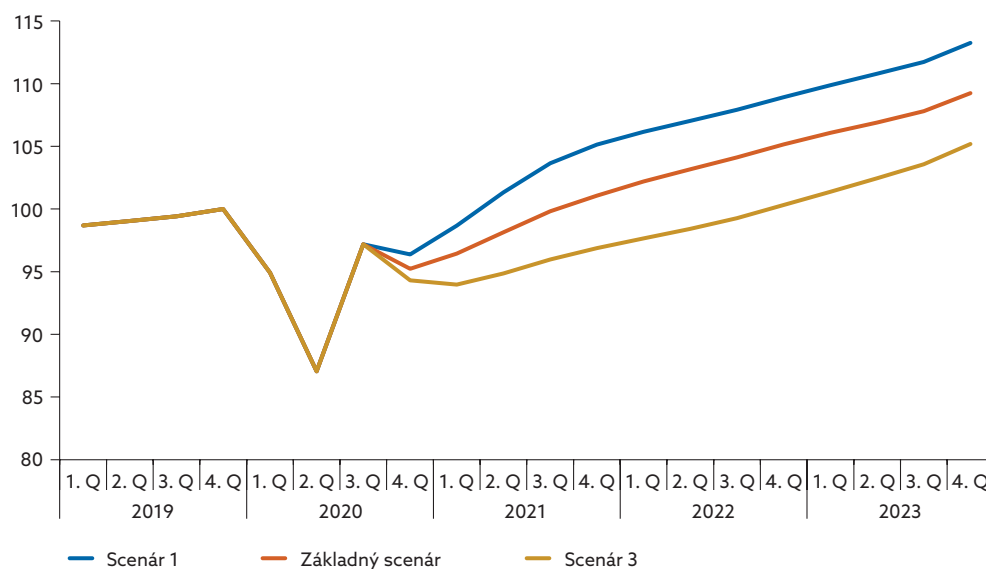
Riziká v aktuálnej predikcii sú vybilancované. Najväčšie riziko stále predstavuje epidemiologický vývoj a načasovanie a tempo rozšírenia očkovania v rámci obyvateľstva. Vzhľadom na lepší predpokladaný vývoj v tomto roku, pozitívne správy o vývoji vakcíny, ešte stále možné uzavretie obchodnej dohody medzi Spojeným kráľovstvom a EÚ a fiškálne stimuly je negatívne riziko plynúce z epidemiologickej situácie kompenzované.

Na základe predpokladov rôzneho epidemiologického vývoja sa vypracovali okolo strednej projekcie dva alternatívne scenáre (grafy č. 15 a 16).

Pozitívnejší scenár (scenár 1) je postavený na predpoklade stabilizácie počtu infekcií rýchlejšieho úspešného plošného implementovania vakcíny v priebehu budúceho roka. Postupne by sa mali uvoľňovať opatrenia a mali by sa ukončovať podporné fiškálne opatrenia. Pri tomto scenári sa predpokladá, že makroekonomický výpadok v dôsledku pandémie by mal len krátkodobý charakter a ekonomiky eurozóny vrátane Slovenska by sa mohli relatívne skoro vrátiť na predkrízové úrovne.

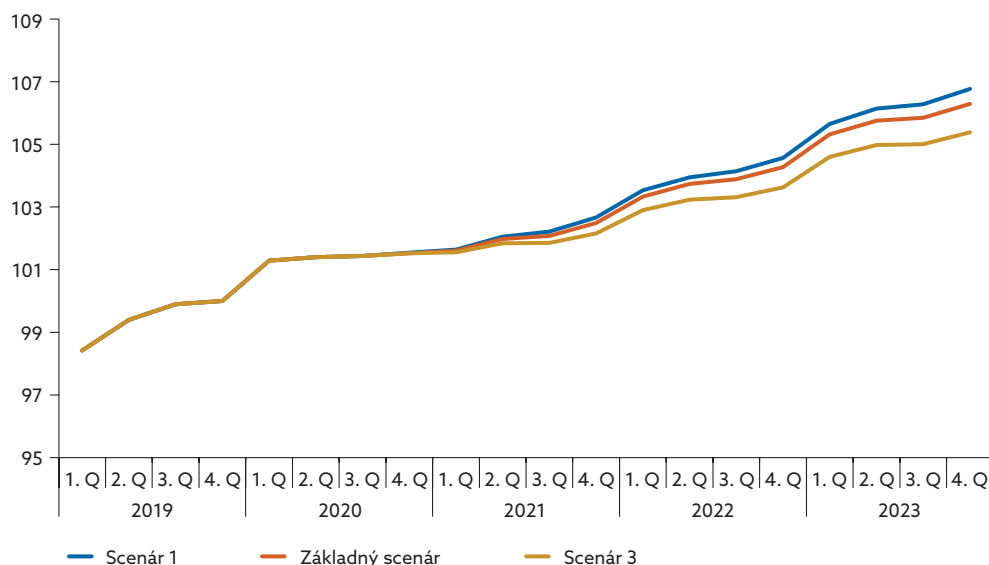
Graf 15

Rast HDP (index, 4Q2019 = 100)



Zdroj: Výpočty NBS

Graf 16
Inflácia (index, 4Q2019 = 100)



Zdroj: Výpočty NBS

Pri negatívnejšom scenári (scenár 3) sa predpokladá, že súčasný rastúci trend šírenia pandémie sa predĺži a úspešné plošné implementovanie vakcíny bude prebiehať až do roka 2023. Zároveň sa udržia niektoré opatrenia proti šíreniu vírusu v celom strednodobom horizonte. Dlhodobejšie obmedzenia by mohli mať negatívny dosah na hospodárenie viacerých firiem, čo vyústi do finančných problémov podnikateľského sektora aj k zhoršeniu pozície bankového sektora. Normalizácia situácie bude prebiehať len pozvoľne a je potrebné počítať s výraznejšími permanentnými ekonomickými stratami.

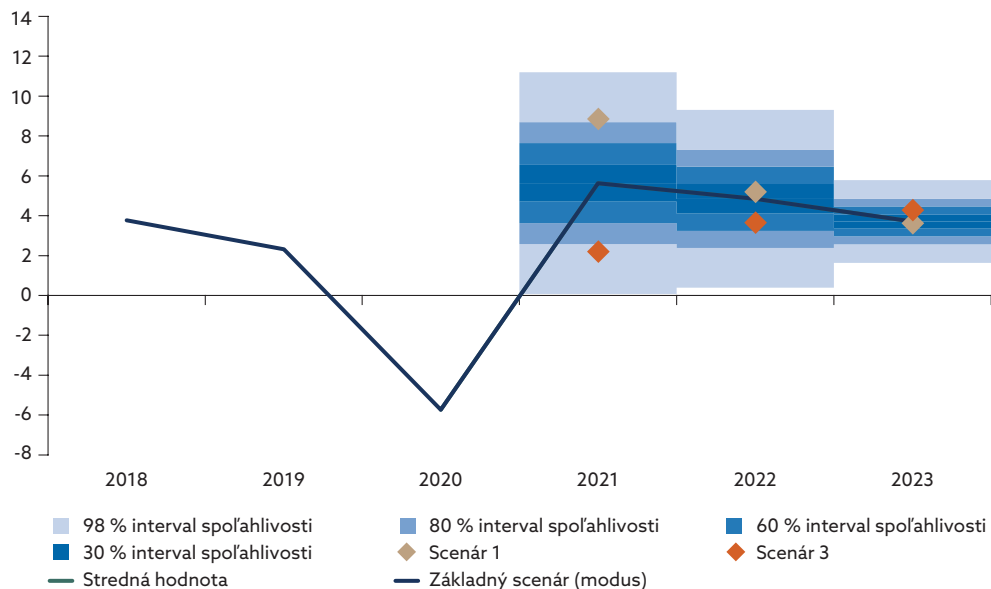
Tabuľka 4 Porovnanie scenárov (medziročná zmena v %, ak nie je uvedené inak)

	Scenár 1				Základný scenár				Scenár 3			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
HDP	-5,4	8,9	5,2	3,6	-5,7	5,6	4,8	3,7	-6,0	2,2	3,7	4,3
Súkromná spotreba	-0,8	5,4	3,5	2,6	-0,9	3,3	2,9	2,5	-1,1	0,6	1,5	2,0
Vládna spotreba	-0,1	6,8	1,2	2,2	-0,8	4,0	1,7	2,5	-0,3	5,3	1,6	3,1
Fixné investície	-10,3	12,3	12,8	9,9	-10,9	9,3	12,4	10,0	-11,5	1,7	9,5	10,8
Export	-8,6	14,5	7,3	4,8	-8,8	9,8	6,6	4,8	-9,4	3,9	5,4	6,2
Zamestnanosť	-1,8	-0,4	1,2	1,2	-1,9	-0,9	1,1	1,1	-2,0	-1,4	0,4	0,8
Miera nezamestnanosti (%)	6,8	7,6	7,0	6,1	6,8	7,9	7,3	6,5	6,9	8,4	8,5	7,9
Mzdy	3,0	5,9	5,3	4,4	3,0	4,8	4,9	4,4	2,7	2,6	3,7	3,9
Inflácia	2,0	0,7	1,9	2,1	2,0	0,6	1,8	1,9	2,0	0,4	1,4	1,7
Zahraničný dopyt	-10,0	10,8	6,5	3,7	-10,0	6,1	5,5	3,8	-10,8	0,2	4,5	5,0
Deficit verejných financií (% HDP)	-6,5	-5,0	-3,5	-3,3	-6,6	-5,7	-4,3	-4,3	-7,0	-7,6	-6,5	-6,2
Vládny dlh (% HDP)	60,7	58,3	57,3	56,5	60,9	61,2	61,2	61,1	61,1	65,8	69,0	70,4

Zdroj: Výpočty NBS

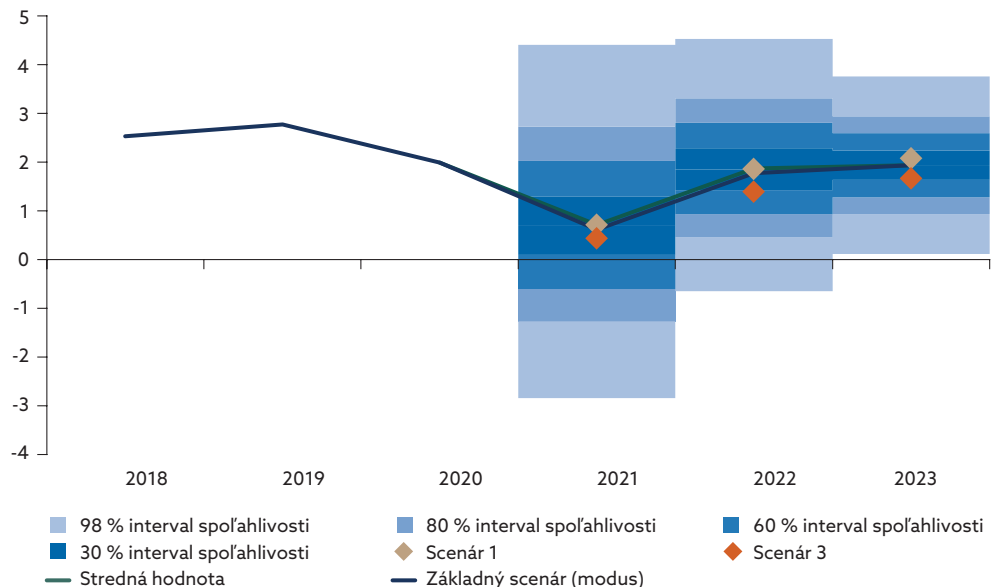
Expertný odhad rizika potvrdil odhadnutú neistotu zo scenárov. Riziká týkajúce sa základného scenára sú zhruba vybilancované. Pri HDP (graf č. 17) je rozpätie neistoty v súlade s vnímaním prostredníctvom scenárov, avšak pri inflácii (graf č. 18) sú odhady pri všetkých troch scenároch veľmi blízko seba.

Graf 17
Riziká v HDP (medziročný rast v %)



Zdroj: Výpočty NBS

Graf 18
Riziká v inflácii (medziročný rast v %)



Zdroj: Výpočty NBS

7 Porovnanie s predchádzajúcou prognózou

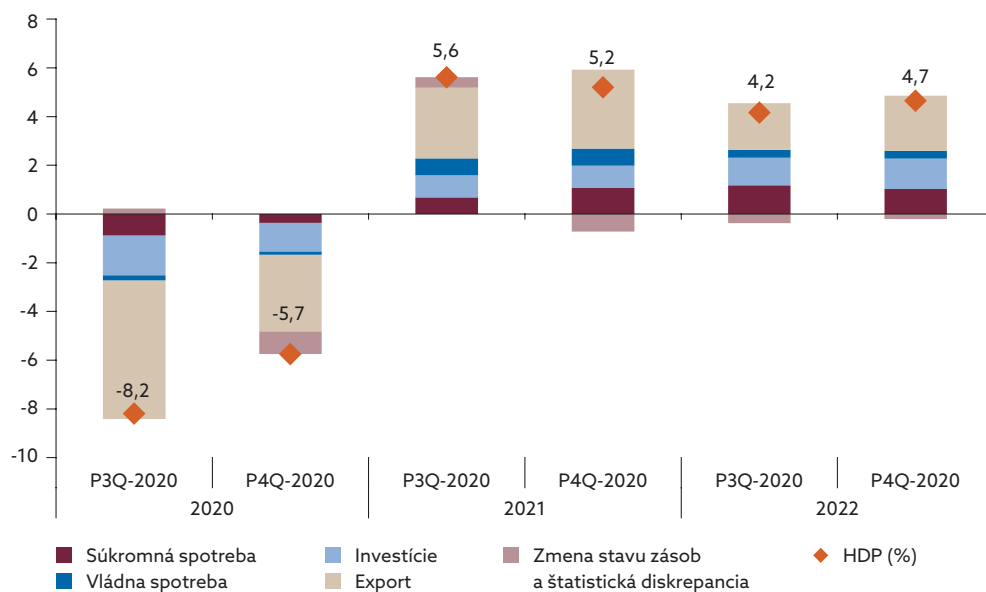
V aktuálnej predikcii sme prehodnotili vývoj zahraničného dopytu. Aktuálne lepší výsledok za 3. štvrťrok zahmlieva pesimistickejší krátkodobý výhľad spôsobený druhou vlnou pandémie. Od 2. štvrťroka 2021 sa však uvažuje o mierne rýchlejšom raste zahraničného obchodu v porovnaní s predchádzajúcou predikciou.

Pokles ekonomiky by mal byť tento rok menší, ako sme pôvodne čakali a úroveň HDP by mala byť v celom horizonte predikcie vyššia približne o 3%. Oživenie v 3. štvrťroku bolo výraznejšie v porovnaní s predchádzajúcou predikciou. K pozitívnejšiemu pohľadu na tento rok prispievajú takmer všetky komponenty. Vplyvom obnovenia exportnej výkonnosti na predkrízové úrovne sa export prehodnotil k nižšiemu poklesu. Rovnako sa zdá, že spotrebiteľský dopyt bol odolnejší v porovnaní s predchádzajúcimi predpokladmi a rovnako investície by nemali tak výrazne poklesnúť v porovnaní s P3Q-2020. V strednodobom horizonte sa očakáva pod vplyvom lepšieho zahraničného dopytu rýchlejší rast exportnej výkonnosti. Domáce komponenty sa výraznejšie nemenili (graf č. 19). Lepší aktuálny vývoj kompenzovali negatívne efekty druhej vlny pandémie. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou sa zakomponovali dva jednorazové faktory. Prvým je brexit, ktorý bude mať mierne negatívny vplyv na zahraničný dopyt, a tým aj na slovenskú ekonomiku. Pozitívnejšou správou je rozšírenie investície v automobilovom priemysle, ktorá podporí exportnú výkonnosť v roku 2023.

Situáciu na trhu práce vnímame optimistickejšie ako v minulej predikcii, ale zlepšenie vo vývoji zamestnanosti je len mierne. Naznačil to aktuálne lepší vývoj v 3. štvrťroku, ako sa predpokladalo. Počet zamestnaných by mal zostať aj napriek zakomponovaniu negatívneho vplyvu druhej vlny pandémie v poslednom štvrťroku 2020 mierne vyšší v porovnaní s minulou predikciou. Počas druhej vlny by mal byť zasiahnutý najmä sektor služieb. Po uvoľnení opatrení a zlepšení epidemiologickej situácie v ďalšom roku sa očakáva obnova pracovných miest a zamestnanosť by sa mala vrátiť na úroveň pred druhou vlnou. V strednodobom horizonte by mala zamestnanosť pokračovať v rastovej trajektórii rovnako ako v minulej predikcii (graf č. 20). Podobne ako pri zamestnanosti sa uvažuje aj pri príjmoch z práce. Zmena oproti septembrovej predikcii je v profile reálnych kompenzácií. Rýchlejšie oživenie zabrzdí druhá vlna pandémie, avšak neskôr by mali mať rovnakú trajektóriu ako v minulej predikcii (graf č. 21).

Graf 19

Štruktúra rastu HDP¹¹ (medziročný rast v %, príspevky v p. b.)

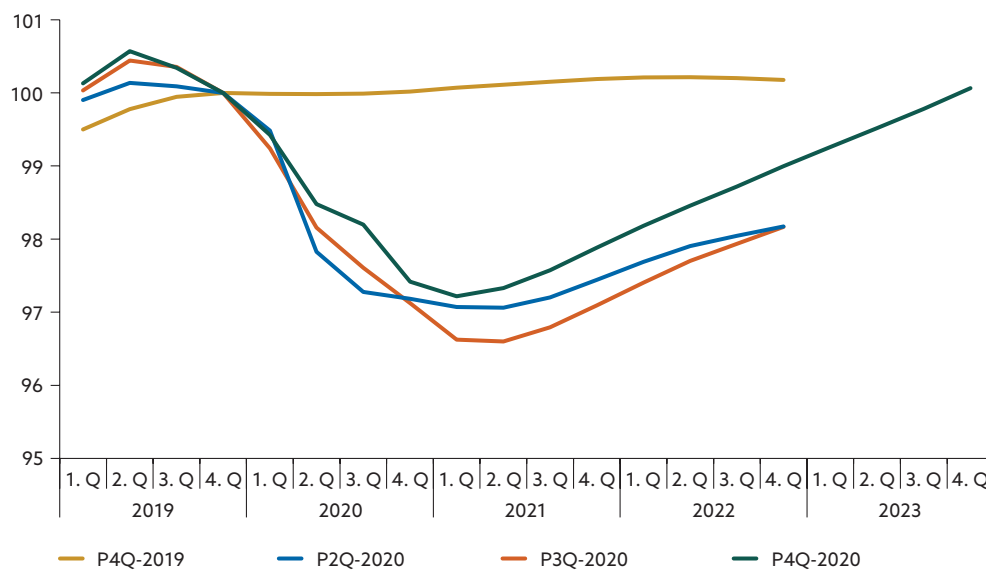


Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Poznámka: V položke „Zmena stavu zásob a štatistická diskrepancia“ je aj nerozdelený import, ktorý zostal po rozpočítaní dovoznej náročnosti.

Graf 20

Vývoj zamestnanosti (index, 4. Q 2019 = 100)

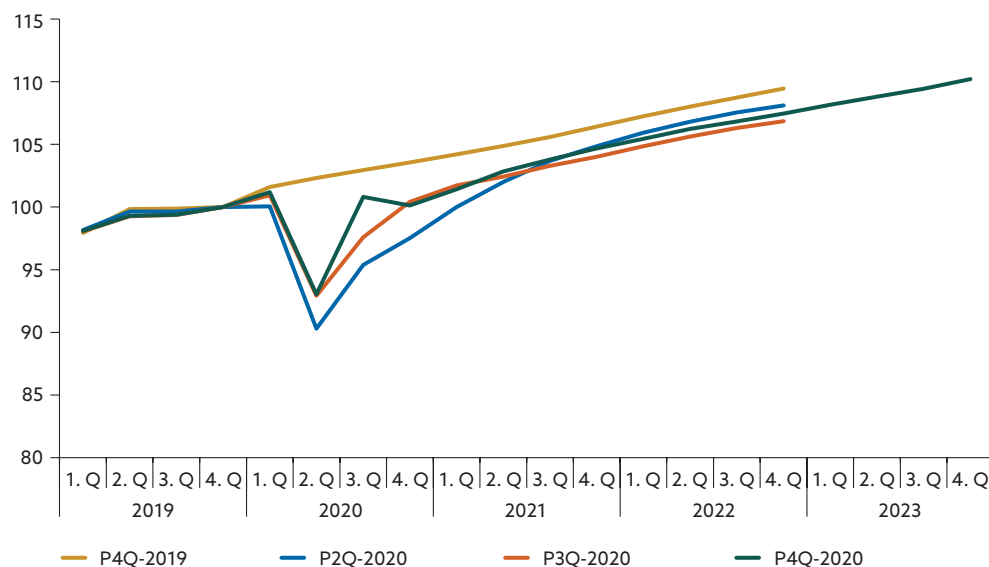


Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

¹¹ Štruktúra rastu HDP je vypočítaná ako príspevky rastu jednotlivých komponentov HDP po odrátaní ich dovoznej náročnosti. V tomto prípade sa vychádzalo z konštantnej dovoznej náročnosti jednotlivých zložiek HDP (konečná spotreba domácností 30 %, vládna spotreba 7 %, investície 50 % a export 62,5 %). Zvyšok dovozu sa zaradil do zmeny stavu zásob a štatistickej diskrepancie.

Graf 21

Vývoj reálnych kompenzácií na zamestnanca (index, 4. Q 2019 = 100)



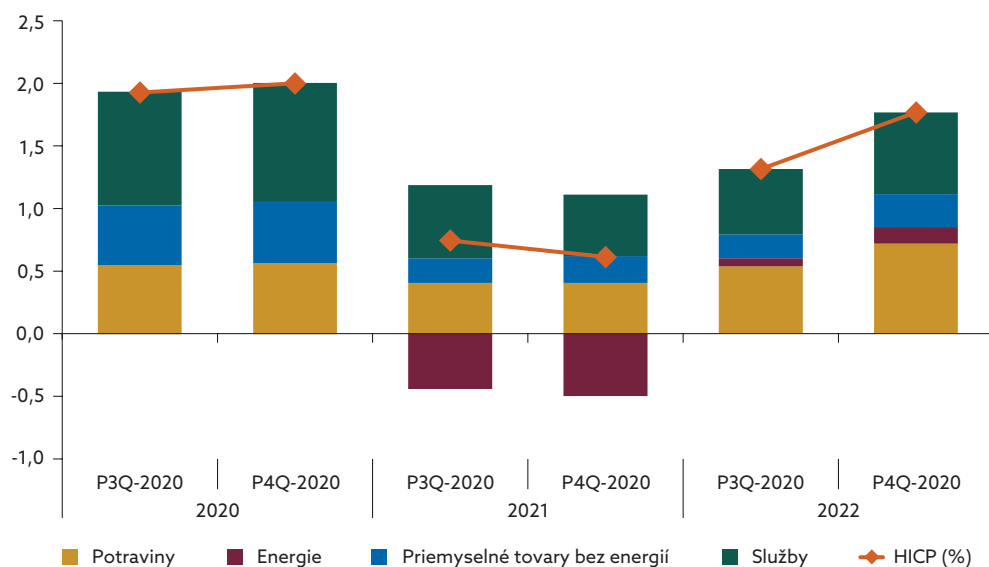
Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Inflácia by mala byť v najbližších mesiacoch nižšia v porovnaní s minulosťou predikciou. V strednodobom horizonte sa očakáva rýchlejšia rast cien.

Aktuálne vyšší rast cien, najmä služieb, by mal byť v budúcom roku viac kompenzovaný ponechaním administratívneho opatrenia (obedy zdarma pre žiakov) v platnosti. K mierne nižšej inflácii budú prispievať najmä ceny energií (graf č. 22). Pri nich sa predpokladá mierne vyšší pokles v dôsledku zahrnutia presnejšieho odhadu regulovaných cien energií. V strednodobom horizonte by mali rásť ceny rýchlejšie v dôsledku zvyšovania dopytových tlakov a faktorov, ako sú napríklad ceny komodít.

Graf 22

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



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Tabuľka 5 Strednodobá predikcia (P4Q-2020) základných makroekonomických ukazovateľov

Ukazovateľ	Jednotka	Skutočnosť	P4Q-2020					Zmena oproti P3Q-2020		
			2019	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022
Cenový vývoj										
Inflácia meraná HICP	medziročný rast v %	2,8	2,0	0,6	1,8	1,9	0,1	-0,1	0,5	
Inflácia meraná CPI	medziročný rast v %	2,7	1,9	0,7	1,8	2,0	0,0	-0,2	0,4	
Deflátor HDP	medziročný rast v %	2,5	2,0	0,6	1,8	1,9	1,1	1,0	0,2	
Ekonomická aktivita										
Hrubý domáci produkt	medziročný rast v %, s. c.	2,3	-5,7	5,6	4,8	3,7	2,5	0,0	0,6	
Súkromná spotreba	medziročný rast v %, s. c.	2,3	-0,9	3,3	2,9	2,5	1,4	1,7	-0,1	
Konečná spotreba verejnej správy	medziročný rast v %, s. c.	4,7	-0,8	4,0	1,7	2,5	0,5	0,2	-0,1	
Tvorba hrubého fixného kapitálu	medziročný rast v %, s. c.	5,8	-10,9	9,3	12,4	10,0	4,1	0,3	1,5	
Vývoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	0,8	-8,8	9,8	6,6	4,8	7,0	1,0	1,0	
Dovoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	2,1	-10,1	9,1	6,6	5,5	4,2	1,0	0,7	
Čistý vývoz	mil. EUR v s. c.	1 858	2 754	3 517	3 723	3 321	2 015,5	2 235,8	2 545,5	
Produkčná medzera	% z potenciálneho produktu	1,2	-5,8	-2,1	0,3	1,0	1,9	1,9	2,4	
Hrubý domáci produkt	mil. EUR v b. c.	93 865	90 287	95 971	102 454	108 296	3 041,2	4 230,9	5 371,0	
Trh práce										
Zamestnanosť	tis. osôb, ESA 2010	2 445	2 399	2 378	2 404	2 430	2,4	11,7	13,1	
Zamestnanosť (dynamika)	medziročný rast v %, ESA 2010	1,0	-1,9	-0,9	1,1	1,1	0,3	0,4	0,0	
Počet nezamestnaných	tis. osôb, VZPS ¹⁾	158	184	214	199	176	-3,0	-11,8	-7,5	
Miera nezamestnanosti	%	5,8	6,8	7,9	7,3	6,5	-0,1	-0,5	-0,4	
Odhad NAIRU ²⁾	%	6,7	6,9	7,4	7,6	7,4	-0,1	-0,2	-0,1	
Produktivita práce ³⁾	medziročný rast v %	1,3	-3,9	6,6	3,7	2,6	2,3	-0,4	0,6	
Neinflačné mzdy (nominálna produktivita) ⁴⁾	medziročný rast v %	3,9	-1,7	7,4	5,6	4,6	3,5	0,8	0,9	
Nominálne kompenzácie na zamestnanca	medziročný rast v %, ESA 2010	6,6	1,6	5,3	5,0	4,5	0,9	-0,4	0,7	
Nominálne mzdy ⁵⁾	medziročný rast v %	7,8	3,0	4,8	4,9	4,4	1,7	-0,1	0,7	
Reálne mzdy ⁶⁾	medziročný rast v %	5,0	1,0	4,1	3,1	2,4	1,6	0,1	0,4	
Domácnosti a neziskové inštitúcie slúžiace domácnostiam										
Disponibilný dôchodok	medziročný rast v %, s. c.	1,8	-0,5	2,4	2,9	2,5	0,0	0,8	0,3	
Miera úspor ⁷⁾	% z disponibilného dôchodku	10,2	10,9	10,1	10,1	10,1	-0,1	-0,8	-0,5	
Sektor verejnej správy⁸⁾										
Celkové príjmy	% HDP	41,4	42,0	41,9	41,8	42,3	-1,5	-1,6	-1,8	
Celkové výdavky	% HDP	42,7	48,6	47,5	46,1	46,6	-0,9	-1,7	-2,0	
Saldo verejných financií ⁹⁾	% HDP	-1,4	-6,6	-5,7	-4,3	-4,3	-0,6	0,1	0,2	
Cyklický komponent	% trendového HDP	0,4	-1,6	-0,8	0,0	0,3	0,5	0,6	0,8	
Štrukturálne saldo	% trendového HDP	-1,8	-5,1	-5,0	-4,3	-4,6	-2,0	-0,6	-0,6	
Cyklicky očistené primárne saldo	% trendového HDP	-0,5	-3,8	-3,7	-3,1	-3,4	-1,1	-0,6	-0,6	
Fiškálna pozícia ¹⁰⁾	medziročná zmena v p. b.	-0,4	-3,3	0,2	0,5	-0,3	-1,1	0,5	0,0	
Hrubý dlh	% HDP	48,5	60,9	61,2	61,2	61,1	-1,7	-2,8	-3,1	

Tabuľka 5 Strednodobá predikcia (P4Q-2020) základných makroekonomických ukazovateľov (pokračovanie)

Ukazovateľ	Jednotka	Skutočnosť	P4Q-2020					Zmena oproti P3Q-2020		
			2019	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022
Platobná bilancia										
Bilancia tovarov	% HDP	-1,0	-1,1	-0,5	-0,1	-0,7	2,0	3,0	3,4	
Bežný účet	% HDP	-2,7	-1,5	-1,2	-1,1	-1,5	2,7	3,6	4,0	
Externé prostredie a technické predpoklady										
Rast zahraničného dopytu Slovenska	medziročný rast v %	2,3	-10,0	6,1	5,5	3,8	2,1	0,0	1,0	
Výmenný kurz USD/EUR ^{11) 12)}	úroveň	1,12	1,14	1,18	1,18	1,18	-0,1	-0,1	-0,1	
Cena ropy v USD ^{11) 12)}	úroveň	64,0	41,6	44,0	45,7	46,9	-2,9	-7,3	-7,5	
Cena ropy v USD ¹¹⁾	medziročný rast v %	-9,9	-35,1	5,9	3,7	2,8	-2,0	-5,0	-0,3	
Cena ropy v EUR ¹¹⁾	medziročný rast v %	-5,0	-36,2	1,9	3,7	2,8	-1,8	-4,8	-0,3	
Ceny neenergetických komodít v USD	medziročný rast v %	-3,7	2,5	8,4	0,4	1,6	1,0	2,6	-2,3	
EURIBOR – 3M	% p. a.	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,0	0,0	0,0	
Výnos 10-ročného štátneho dlhopisu SR	%	0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	

Zdroj: NBS, ECB, ŠÚ SR

Poznámka:

- 1) VZPS – výberové zisťovanie pracovných síl
- 2) Miera nezamestnanosti, ktorá nezrýchľuje infláciu
- 3) HDP s. c. / zamestnanosť ESA 2010
- 4) Vypočítaná z nominálneho HDP a zamestnanosti zo štvrtročného štatistického výkazníctva ŠÚ SR
- 5) Priemerné mesačné mzdy zo štatistického výkazníctva ŠÚ SR
- 6) Mzdy zo štatistického výkazníctva deflované infláciou CPI
- 7) Miera úspor = hrubé úspory / (hrubý disponibilný dôchodok + úpravy vyplývajúce zo zmeny nároku na dôchodok) * 100, pričom Hrubé úspory = hrubý disponibilný dôchodok + úpravy vyplývajúce zo zmeny nároku na dôchodok – súkromná spotreba
- 8) Sektor S.13; fiškálny výhľad
- 9) B.9N – Čisté pôžičky poskytnuté (+) / prijaté (-)
- 10) Medziročná zmena cyklicky očisteného primárneho salda. Kladná hodnota znamená reštrikciu.
- 11) Medziročný rast v % a zmeny oproti predchádzajúcej predikcii sú rávané z nezaokrúhlených čísel
- 12) Zmeny oproti predchádzajúcej predikcii v %

Detailnejšie časové rady za vybrané makroekonomické ukazovatele:

http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/PREDIK/2020/protected/P4Q-2020.xls

Odhad dlhodobého vplyvu grantov v rámci Nástroja EÚ pre budúce generácie pomocou modelových simulácií

Nástroj EÚ pre budúce generácie (NGEU) môže do roku 2030 podporiť ekonomiku kumulatívne do 6,7 % a dlhodobo zvýšiť úroveň HDP o 0,8 až 0,9 % (v roku 2030). Vyplýva to z ilustratívnych modelových prepočtov z modelu EAGLE kalibrovaného na slovenskú ekonomiku.

Európska komisia v polovici roka 2020 schválila masívny plán obnovy vo výške 750 mld. € označený ako Nástroj EÚ pre budúce generácie (NGEU) na podporu členských krajín zasiahnutých pandémiou COVID-19¹². Tento program je bezprecedentný z pohľadu, že prvýkrát v histórii EÚ vydá európske dlhopisy. Tieto zdroje budú použité na rozdelenie grantov a pôžičiek najviac zasiahnutým regiónom a ich splácanie je plánované z rozpočtu EÚ aj prostredníctvom zavedenia nových vlastných zdrojov (napr. vo forme nepriamych daní).¹³

V tejto prílohe analyzujeme možný makroekonomický vplyv len časti podporného stimulu z uvedeného programu, a to zdrojov poskytnutých v podobe grantov. Analyzované scenáre predpokladajú využitie dostupných zdrojov alokovaných pre Slovensko vo výške 6,5 mld. € (7,3 % HDP), čo predstavuje 86 % z celkovej alokácie vo výške 7,5 mld. €.

Nastavenie scenárov:

V scenároch predpokladáme, že približne 2/3 zdrojov alokovaných na granty by mohli byť použité na verejné investičné projekty a 1/3 zdrojov by mohla smerovať do transferov (z toho 2/3 vo verejnom sektore a 1/3 transferov priamo domácnostiam) (tabuľka č. 1, graf č. 1).

Scenár 1 – predpokladá len časť čerpania grantov, ktoré by mali byť použité na produktívne investičné projekty. Tento scenár sme rozdelili na dva podscenáre, ktoré predpokladajú rozdielnu rýchlosť čerpania zdrojov pri

¹² Z toho 672,5 mld. € je časť RRF (Recovery and Resilience Facility), ktorá sa rozdeľuje na pomoc poskytnutú prostredníctvom grantov (312,5 mld. €) a pôžičiek (360 mld. €).

¹³ <https://www.consilium.europa.eu/media/45109/210720-euco-final-conclusions-en.pdf>

zachovaní celkového objemu (4,9 % HDP). V **scenári 1a** sa predpokladá postupne zvyšujúce sa čerpanie s dosiahnutím vrcholu v roku 2026. V **scenári 1b** sa predpokladá rýchlejšie čerpanie s vrcholom dosiahnutým v roku 2024. Cieľom týchto dvoch scenárov je ilustrácia dôležitosti načasovania využitia zdrojov. Rozdielny priebeh v nami zvolených scenároch vidno na grafe č. 2.

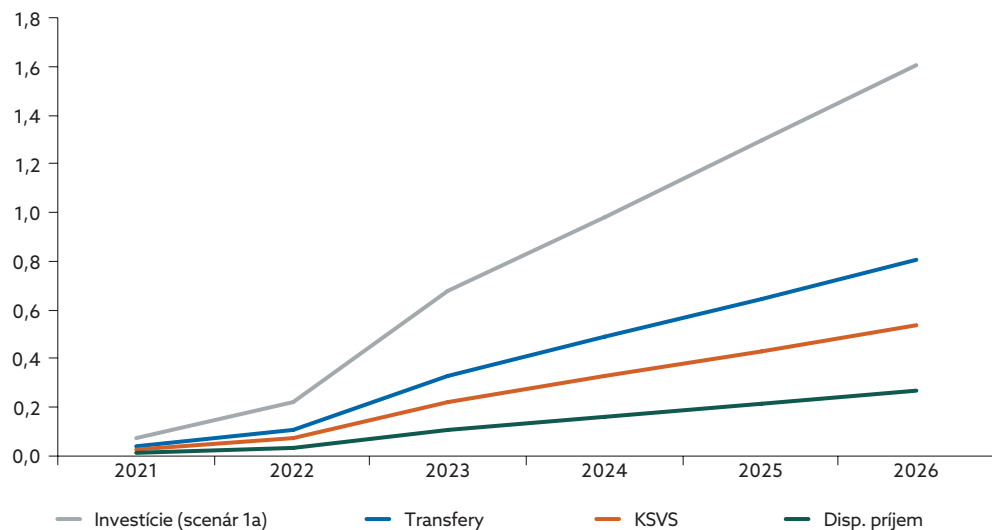
Scenár 2 – predpokladá okrem čerpania grantov na investície aj čerpanie na verejnú spotrebu (KSVS) spolu s transfermi poskytovanými priamo domácnostiam, vrátane podpory neziskovému sektoru (disponibilný príjem).

Tabuľka 6 Očakávané rozdelenie grantov NGEU pre Slovensko (% HDP)							
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Spolu
Investície							
Scenár 1a	0,08	0,22	0,68	0,98	1,30	1,61	4,86
Scenár 1b	0,08	0,54	1,21	1,63	1,04	0,37	4,86
Transfery	0,04	0,11	0,33	0,49	0,65	0,80	2,42
KSVS	0,03	0,07	0,22	0,33	0,43	0,54	1,61
Disp. príjem	0,01	0,04	0,11	0,16	0,22	0,27	0,81

Zdroj: Výpočty NBS

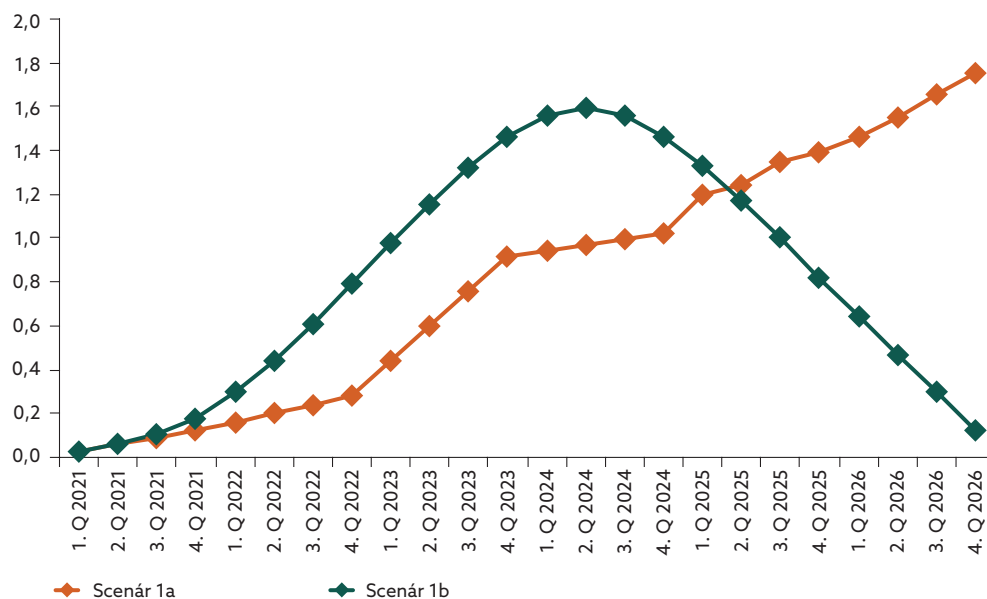
Graf 23

Čerpanie grantov pre SK (% HDP)



Zdroj: Výpočty NBS

Graf 24
Rozdielny priebeh čerpania investícií (% HDP)



Zdroj: Výpočty NBS

Scenár 1 – výsledok simulácie

Použitie grantov na produktívne investície vedie k zvýšeniu HDP, ktoré pretrváva aj za horizontom použitia týchto zdrojov. Vládne investície, v krátkom horizonte zvyšujú dopyt po finálnych tovaroch a tým zvyšujú dopyt po práci a kapitáli, ktoré je nutné použiť na výrobu dodatočných investičných statkov, ktoré nie sú importované. Vládne investície obsahujú jednak obchodovateľné ako aj neobchodovateľné tovary, preto výroba rastie v oboch sektoroch. Zdroje sú presmerované zo súkromného sektora čo typicky vedie k zníženiu súkromnej spotreby a investícií. Kľúčovým mechanizmom je príspevok zásoby verejného kapitálu na produktivitu súkromného sektora. Akumulácia verejného kapitálu vedie k zníženiu marginálnych nákladov a zvyšuje konkurencieschopnosť domácej ekonomiky v strednodobom horizonte. To nakoniec vedie aj k zvýšeniu súkromných investícií, avšak v našom scenári je tento nárast veľmi postupný.¹⁴ Tento výsledok je v súlade s intuíciou, že vládne projekty zamerané na budovanie infraštruktúry redukujú náklady súkromným firmám a tie z nich ťažia v dlhšom horizonte. Efekt takýchto investícií však môže byť aj opačný, ak nová infraštruktúra nebola potrebná (Morgenroth, 2011).

Efekt grantov použitých na produktívne investície pri rôznych profiloch čerpania zdrojov (scenár 1a, 1b) je na konci roku 2030 približne rovnaký, a to okolo 0,8 až 0,9 % HDP. Veľkosť a zotrvačnosť pozitívneho efektu na

¹⁴ V súlade s výsledkom pre Írsko, <https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/esmwp-20151103governmentexpenditure1.pdf>

ekonomiku za horizontom NGEU závisí od vplyvu verejných investícií na produktívny kapitál v ekonomike. Granty vytvárajú povinnosť splácania vytvoreného dlhu prostredníctvom zavedenia tzv. EÚ dane, ale nezvyšujú domáci dlh členských krajín. Inými slovami, predpokladá sa zvýšenie členských príspevkov do EÚ. Tie by vďaka realizovaným reformám mali byť s časti kryté samotnými vyššími príjmami na lepší vývoj ekonomík (vyšší potenciálny produkt).

Rozdiel je vidno v kumulatívnom dosahu na HDP. Rýchlejšie čerpanie grantov sa prejaví v rýchlejšej kumulácii produktívneho kapitálu, z ktorého vyplýva, že efekt na HDP v **scenári 1b je 6,7 % HDP** oproti **5,7 % v scenári 1a** s pomalším čerpaním zdrojov.

Zároveň aj vývoj národného **dlhu** je lepší v **scenári 1b**, ktorý klesne viac v porovnaní so **scenárom 1a**, čím by mohli ovplyvniť úspory vlády pri obsluhu dlhu. Tieto simulácie potvrdzujú, že rýchlejšie implementovanie investičných projektov vedie k vyššiemu hospodárskemu výsledku. Na druhej strane je potrebné uviesť, že to môže vytvárať zvýšený dopyt na inštitucionálne kapacity jednotlivých krajín na zabezpečenie a úspešné zvládnutie investičných projektov.

Scenár 2 – výsledok simulácie

V tomto scenári sa okrem čerpania grantov analyzuje aj čerpanie dostupných zdrojov na transfery, ktoré sú však málo produktívne a idú priamo do príjmu domácností (disponibilný príjem) a ďalšie zdroje smerované do verejnej spotreby (KSVS).

V tomto prípade pôsobia dva protichodné faktory. Na jednej strane použitie týchto transferov priamo do príjmu domácností spôsobí pokles rastu HDP oproti scenáru iba s produktívnymi investíciami. Domácnosti majú kompletné informácie o zvýšení daní v budúcnosti na financovanie jednak investícií, ale zároveň aj transferov. Keďže majú plne racionálne očakávania, znížia svoju investičnú aktivitu, čo spôsobí pokles HDP. Naopak, na strane druhej súkromná spotreba je vyššia v scenári s transfermi, pretože tie spôsobia rast príjmu domácností. Platí to aj pre domácnosti, ktoré si vedia požičať čeliace perspektíve rastúceho príjmu, ale aj pre domácnosti, ktoré všetok nárast príjmu vďaka transferom použijú na spotrebu. Vyššie príjmy zároveň tlačia na vyššiu infláciu. Vďaka vyšším príjmom domácností vláda vyberie aj viac daní, čím domáci dlh Slovenska klesne výraznejšie ako v scenári, kde sú použité granty len na investície (Scenár 1).

V Scenári 2 je celkový efekt na výkon ekonomiky na konci roku 2030 veľmi podobný so scenárom čerpania grantov bez transferov (približne 0,8%). Transfery totiž majú len limitovaný dlhodobý pozitívny efekt na produk-

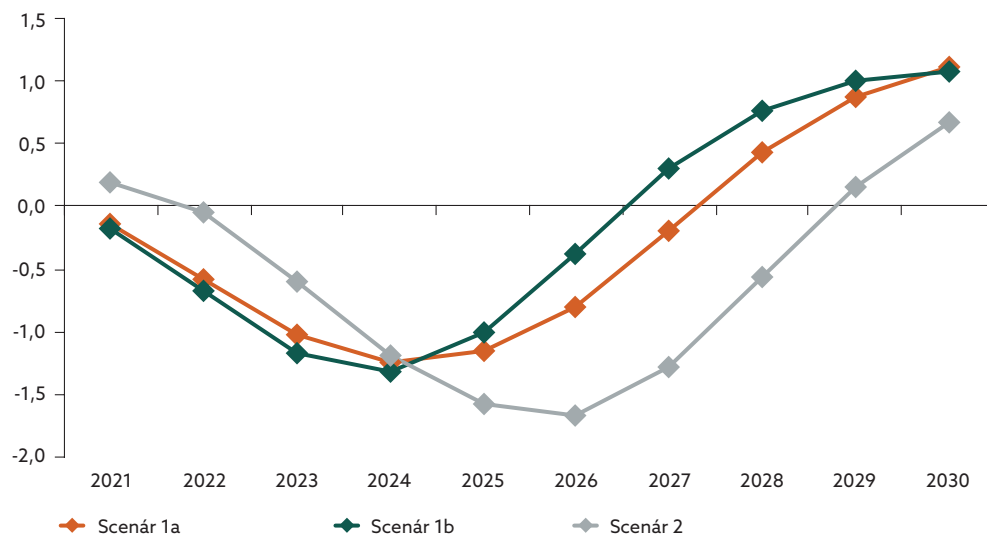
tívne kapacity ekonomiky. Majú iba krátkodobý dopytový efekt vyplývajúci zo zvýšenej spotreby domácností. Ten však nedokáže vykompenzovať nárast celkového dlhu EÚ, ktorý je transfermi spôsobený a domácnosti preto v dlhšom horizonte znížia spotrebu a investície.

Graf 25

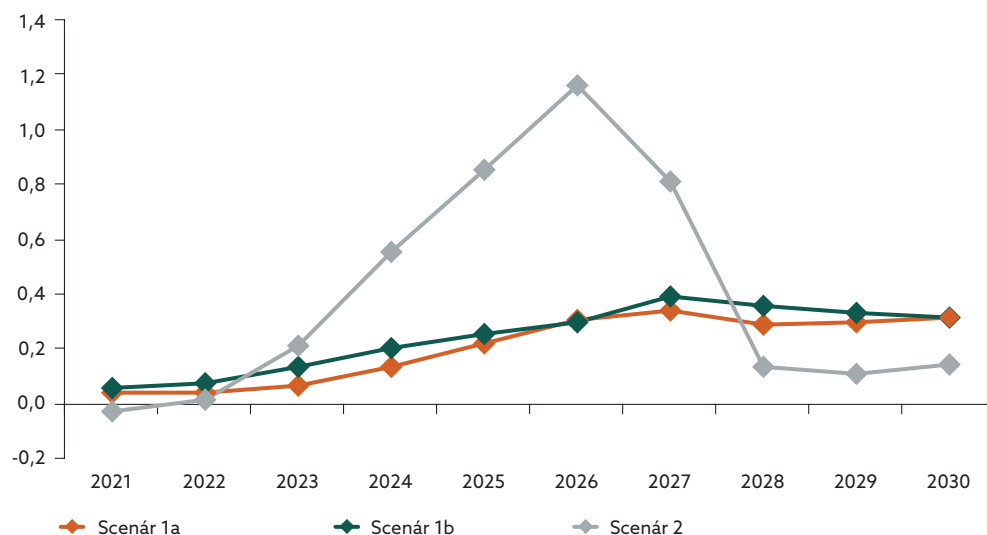
Efekty jednotlivých scenárov na vybrané makroekonomické ukazovatele HDP



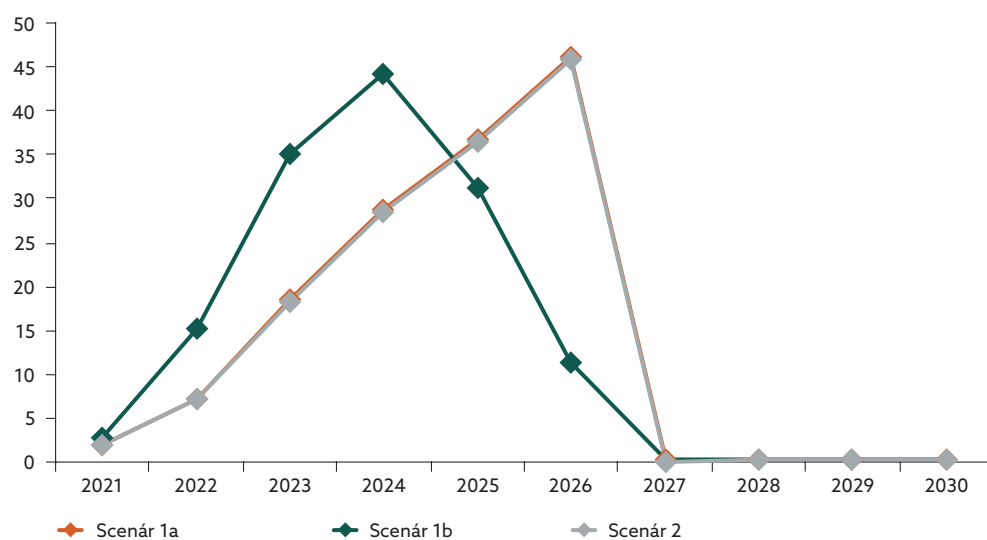
Súkromné investície



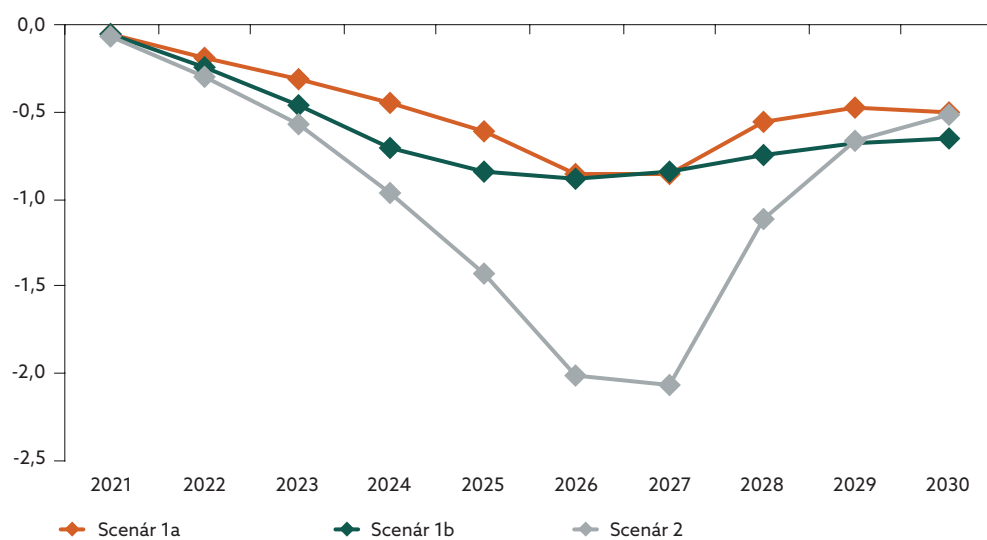
Súkromná spotreba



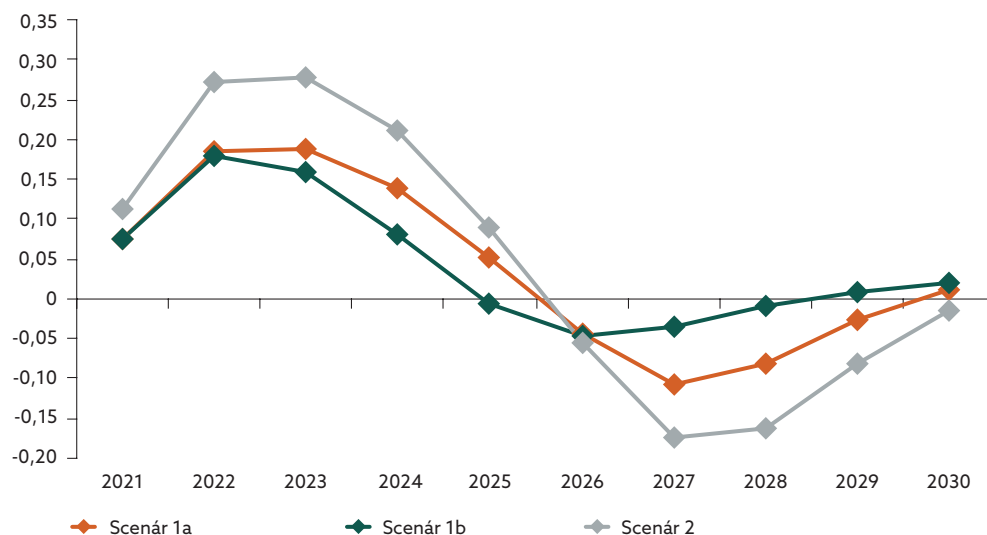
Vládne investície



Dlh (% HDP)



Inflácia



Zdroj: Výpočty NBS

Poznámka: Premenné zobrazené ako percentuálna odchýlka od steady-state; inflácia zobrazená ako odchýlka v percentuálnych bodoch.

Box 4

Charakteristika modelu EAGLE

EAGLE je globálny DSGE model odvodený z mikro základov. Obsahuje nominálne cenové a mzdové rigidity, akumuláciu kapitálu a medzinárodný obchod tovarov. Ďalej obsahuje fiškálny blok, ktorý zahŕňa produktívne verejné investície čo znamená, že dokážu prispievať k zásobe kapitálu.¹⁵ Model bol následne upravený, aby obsahoval mechanizmy, ktoré dokážu zachytiť charakter NGEU. Model obsahuje 4 regióny, Slovensko, Nemecko, zvyšok eurozóny a zvyšok sveta. Takéto nastavenie nám umožňuje brať do úvahy heterogénnu alokáciu zdrojov. Následne bol model upravený aby zahŕňal nadnárodnú entitu, ktorá vypláca zdroje členským krajinám a obsluhuje dlh, prostredníctvom ktorého sú financované. Tento dlh bude splatený prostredníctvom nepriamej dane uvalenej rovnomerne počas 30 rokov medzi všetky európske bloky v modeli, tzv. EÚ daň.

Štruktúra modelu a scenáre nezachytávajú komplexné vzťahy, ktoré existujú v realite pri implementácii špecifických investičných projektov (napr. ich rozdielnu efektívnosť). Simulácie zároveň nezachytávajú vplyv povahy východiskového stavu ekonomiky, ako aj existenciu možných nelineárnych vzťahov v ekonomike. Prezentované scenáre sú navrhnuté na ilustratívne porovnanie ich efektu na ekonomiku a nemali by byť chápané ako predikcie.

¹⁵ Clancy, D. et al. (2016) for EAGLE with productive public capital, following Leeper, E.M. et al. (2010).