

Ekonomický a menový vývoj

zima 2023

Vydavateľ

© Národná banka Slovenska

Kontakt

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

Elektronická verzia

[https://www.nbs.sk/sk/publikacie/
ekonomicky-a-menovy-vyvoj](https://www.nbs.sk/sk/publikacie/ekonomicky-a-menovy-vyvoj)



Materiál bol prerokovaný v Bankovej rade NBS 18. decembra 2023.

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

Obsah

1	Zhrnutie	6
2	Aktuálny makroekonomický vývoj v zahraničí a v SR	9
2.1	Vonkajšie prostredie	9
2.2	Aktuálny vývoj v SR	11
2.2.1	Spotrebiteľské ceny	11
2.2.2	Ceny nehnuteľností	13
2.2.3	Ekonomický rast	16
2.2.4	Trh práce	18
3	Strednodobá predikcia	22
3.1	Globálny výhľad a technické predpoklady predikcie	22
3.2	Makroekonomická predikcia SR	24
3.3	Prognóza vývoja verejných financií	31
3.4	Riziká prognózy	34
Zoznam boxov		
Box 1	Vplyv vykázaní financovania energopomoci z fondov EÚ na konsolidáciu rozpočtu	35
Zoznam tabuliek		
Tabuľka 1	Základné ukazovatele ekonomického vývoja	8
Tabuľka 2	Externé prostredie a technické predpoklady	23
Tabuľka 3	Opatrenia z vládneho balíčka	23
Tabuľka 4	Predpokladaný rast regulovaných cien energií	25
Tabuľka 5	Vývoj jednotlivých zložiek inflácie	27
Tabuľka 6	Mzdy	30
Tabuľka 7	Predikcia základných makroekonomických ukazovateľov	38
Zoznam grafov		
Graf 1	HDP	10
Graf 2	Kompozitný index nákupných manažérov	10
Graf 3	Inflácia HICP v eurozóne a USA	10
Graf 4	Jadrová inflácia HICP v eurozóne a USA	10
Graf 5	Štruktúra tokov zemného plynu do EÚ	11
Graf 6	Ceny zemného plynu	11
Graf 7	Štruktúra spomalenia inflácie HICP	12
Graf 8	Štruktúra predikčnej chyby oproti P3Q-2023	12
Graf 9	Ceny potravín, agrokomodity a ceny výrobcov	13
Graf 10	Dovozné ceny a ceny tovarov	13
Graf 11	Index dostupnosti bývania	14
Graf 12	Kompozitný index na hodnotenie vývoja ceny bývania	14

Graf 13	Ceny nehnuteľností, inflácia a príjem	15
Graf 14	Vývoj nových úverov na bývanie	15
Graf 15	Ceny nehnuteľností a počet rozostavaných bytov	15
Graf 16	Vývoj HDP	16
Graf 17	Príjem, spotreba domácností a úspory	16
Graf 18	Disponibilný príjem domácností	17
Graf 19	Tvorba hrubého fixného kapitálu	17
Graf 20	Čerpanie prostriedkov z rozpočtu EÚ	18
Graf 21	Vývoj zamestnanosti podľa odvetví	19
Graf 22	Vývoj zamestnanosti	19
Graf 23	Indikátor napätia na trhu práce	20
Graf 24	Počet cudzincov zamestnaných na Slovensku, všetky krajiny	20
Graf 25	Vývoj miezd	21
Graf 26	Rast miezd v odvetviach ekonomiky	21
Graf 27	Zahraničný dopyt	22
Graf 28	3-mesačný Euribor	23
Graf 29	Výnosy 10-ročných SK vládnych dlhopisov	23
Graf 30	Dekompozícia zmeny HDP oproti jesennej predikcii	24
Graf 31	Štruktúra inflácie HICP	25
Graf 32	Posun v predikcii oproti septembru	25
Graf 33	Dovozné ceny, PPI a priemyselné tovary bez energií	26
Graf 34	Agrokomodity a ceny potravín	26
Graf 35	Vývoj HDP	27
Graf 36	Revízia HDP	27
Graf 37	Vývoj príjmov, spotreby a miery úspor domácností	28
Graf 38	Čerpanie zdrojov EÚ a čistá finančná pozícia Slovenska	29
Graf 39	Vývoj zamestnanosti	30
Graf 40	Vývoj reálnych kompenzácií na zamestnanca	30
Graf 41	Rozklad salda verejných financií	32
Graf 42	Fiškálna pozícia	32
Graf 43	Porovnanie deficitu a jeho dekompozície	33
Graf 44	Porovnanie verejného dlhu	33
Graf 45	Dlh verejnej správy a faktory zmeny	33

Zoznam grafov v boxoch

Graf A	Medziročná zmena deficitu – konsolidácia	37
Graf B	Bilancia verejného rozpočtu	37

Použité skratky

b. c.	bežné ceny
CPI	Consumer Price Index – index spotrebiteľských cien
EA	Euro Area – eurozóna
ECB	Európska centrálna banka
EK	Európska komisia
EONIA	Euro OverNight Index Average – referenčná sadzba pre skutočne realizované jednodňové obchody v eurách
ESA 2010	The European System of National and Regional Accounts – Európsky systém národných a regionálnych účtov v EÚ
EÚ	Európska únia
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate – medzibanková referenčná sadzba v rámci EMU
Fed	Federal Reserve System – centrálna banka USA
FNM	Fond národného majetku
HDP	hrubý domáci produkt
HICP	Harmonised Index of Consumer Prices – harmonizovaný index spotrebiteľských cien
IES	indikátor ekonomického sentimentu
ifo Institute	Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich
MF SR	Ministerstvo financií SR
MMF	Medzinárodný menový fond
NACE	štatistická klasifikácia ekonomických činností
NBS	Národná banka Slovenska
NCB	National Central Bank – národná centrálna banka
p. a.	per annum – za rok
p. b.	percentuálne body
PMI	Purchasing Managers' Indexes – index nákupných manažérov
ROMR	rovnaké obdobie minulého roka
s. c.	stále ceny
s. o.	sezónne očistené
ŠÚ SR	Štatistický úrad SR
ULC	Unit Labour Costs – jednotkové náklady práce
ÚPSVR	Ústredie práce, sociálnych vecí a rodiny
ÚRSO	Úrad pre reguláciu sieťových odvetví
VZPS	výberové zisťovanie pracovných síl
ZEW	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung

Použité symboly v tabuľkách:

- . – Údaj ešte nie je k dispozícii.
- – Údaj sa nevyskytoval / neexistujúci údaj.
- (p) – Predbežný údaj.

1 Zhrnutie

Zo zahraničia prichádzajú zlé správy o ochabujúcom globálnom obchode.

Oslabí to výkonnosť našej exportne orientovanej ekonomiky. Kumulatívne to predstavuje negatívny vplyv približne 1 p. b. do konca roku 2026. O toľko by bola naša ekonomika slabšia len v dôsledku očakávaní horšieho vývoja v zahraničí. Pozitívnejšou správou je o niečo rýchlejšie odznievanie celosvetových inflačných tlakov, ako sa čakalo na jeseň.

Fiškálna politika čelí veľkej výzve.

Dostala sa na hranu a nemá vytvorený vankúš pre prípadný ďalší šok, ktorý môže prísť z vonkajšieho prostredia. V nasledujúcich rokoch bude výrazne ovplyvňovať, ako sa bude našej ekonomike dariť.

Vládny balíček o rozpočtových opatreniach zásadným spôsobom nemení výhľad pre verejné financie.

Ohlásený vládny balíček obsahuje opatrenia, ktoré výrazne zvyšujú príjmy verejných financií. Na druhej strane, v rozpočte na budúci rok sa objavilo viacero výdavkových opatrení, ktoré verejné financie zhoršujú. Je to najmä dotovanie cien energií, podpora dôchodcov a hypotekárnych dlžníkov.

Pozitívny efekt týchto opatrení na ekonomiku bude dočasný.

Rast hospodárstva sa vďaka nim zrýchli o 0,5 p. b. v roku 2024. To viac ako vykompenzuje stratu zo slabšieho zahraničného dopytu. Avšak na konci horizontu predikcie by mali byť reálne príjmy domácností, ako aj celá ekonomika, nepatrne horšie. Vláda za cenu vyššieho zadlženia odďaľuje problém s dorovnaním cien energií na trhové úrovne a zároveň spomaľuje tempo ozdravenia verejných financií.

Najväčší očakávaný vplyv vládneho balíčka na infláciu je v roku 2024.

Dotovanie regulovaných cien energií stlmí infláciu na 2,5 %. Podporí to reálne príjmy domácností, ktorým zostane viac prostriedkov na spotrebu. V ďalších dvoch rokoch predpokladáme, že sa ceny energií pre domácnosti postupne priblížia trhovým cenám. Zvýšilo by to infláciu, ktorá by tak poskočila na úrovne okolo 4 %. Plány vlády na ďalšie roky však ešte neboli oznámené.

Opatrenia z vládneho balíčka výraznejšie neovplyvnia situáciu na trhu práce.

Zamestnanosť by mala mierne rásť. Počty voľných pracovných miest sú stále vysoké a okrem domácich nezamestnaných bude musieť prúdiť na Slovensko aj stále viac zahraničných pracovníkov. Starnutie obyvateľstva bude vytvárať pomerne veľké pnutia. Bude to priať zamestnancom, ktorým sa zvyšuje možnosť vyjednávať vyššie platy. Zatiaľ však pozorujeme v súkromnom sektore skôr opatrnosť. Mierne

zvýšenie nákladov práce pre zamestnávateľov sa môže odraziť v nižšej dynamike dohodnutých miezd.

Odhadujeme, že deficit verejných financií sa v roku 2023 takmer strojnásobí a dosiahne takmer 5,6 % HDP, čo bude najvyššia hodnota od roku 2010. V ďalších rokoch bude deficit klesať pomaly. Vysoký medziročný rast spôsobujú najmä 3 faktory: legislatívne navýšenie sociálnych výdavkov nad rámec inflačného automatu (mimoriadna valorizácia penzií, príspevok k trinástym dôchodkom, zvýšenie rodinných sociálnych dávok a pod.), dočasná pomoc s vysokými cenami energií a oneskorený efekt inflácie na valorizáciu starobných dôchodkov. V roku 2024 očakávame ďalšie zvýšenie deficitu, ťahané najmä dodávkami vojenskej techniky, pričom v ďalších rokoch sa pri absencii prorastových opatrení deficit môže priblížiť k 4 % HDP.

Dlh by mal v roku 2026 prekročiť hranicu 60 % HDP. Pri zmienených úrovniach deficitu, bude verejné zadlženie kontinuálne narastať, a to z úrovne 57 % HDP v tomto roku na vyše 60 % HDP na konci horizontu prognózy, a to aj pri predpokladanom výraznom poklese hotovostných rezerv vlády. Dlh by sa tak mal nachádzať takmer 9 p. b. HDP nad najvyšším sankčným pásmom dlhovej brzdy.

Aktuálna predikcia so sebou nesie významné riziká. Pri ekonomickom raste prevládajú smerom nadol. Medzi najväčšie riziká patrí fiškálna konsolidácia a prípadné dodatočné opatrenia v ďalších rokoch. Tie by boli nevyhnutné na stabilizáciu miery zadlženia na súčasných úrovniach. Zatiaľ nepominuli ani riziká globálneho charakteru, spomedzi ktorých vyčnievajú najmä geopolitické riziká a pomalá obnova svetového obchodu s tovarmi. Problémové môže byť vyčerpanie prostriedkov zo zdrojov EÚ. V inflácii prevládajú riziká smerom nahor v rokoch 2025 a 2026. Tie môžu vyplývať z vyššieho rastu miezd, cien komodít a zakorenení vyššej inflácie v dlhšom období. Otáznik zostáva aj nad spotrebiteľskými cenami energií.

Tabuľka 1 Základné ukazovatele ekonomického vývoja

	Skutočnosť	Zimná predikcia P4Q-2023										
		Scenár s vládnyim balíčkom				Scenár bez vládneho balíčka				Zmena oproti jesennej predikcii (P3Q-2023)		
		2022	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026	2023	2024
HDP (medziročná zmena v %)	1,8	1,2	2,8	3,0	1,8	1,2	2,4	3,2	2,4	-0,3	0,1	-0,4
HICP inflácia (medziročná zmena v %)	12,1	11,0	2,5	4,6	3,9	11,0	4,7	4,0	1,9	0,1	-3,1	0,9
Priemerná nominálna mzda (medziročná zmena v %)	7,0	8,8	6,9	5,8	5,2	8,8	7,1	6,2	4,3	-0,6	-1,3	-0,3
Priemerná reálna mzda (medziročná zmena v %)	-5,2	-1,6	4,0	1,2	1,4	-1,6	2,4	2,0	1,7	-0,4	1,7	-0,9
Zamestnanosť (medziročná zmena v %, ESA 2010)	1,8	0,3	0,4	0,3	0,0	0,3	0,4	0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1
Miera nezamestnanosti (%, VZPS)	6,1	5,9	5,5	5,2	5,2	5,9	5,5	5,2	5,2	0,1	0,3	0,3

Zdroj: NBS

Poznámka: Reálne mzdy deflované infláciou CPI.

2 Aktuálny makroekonomický vývoj v zahraničí a v SR

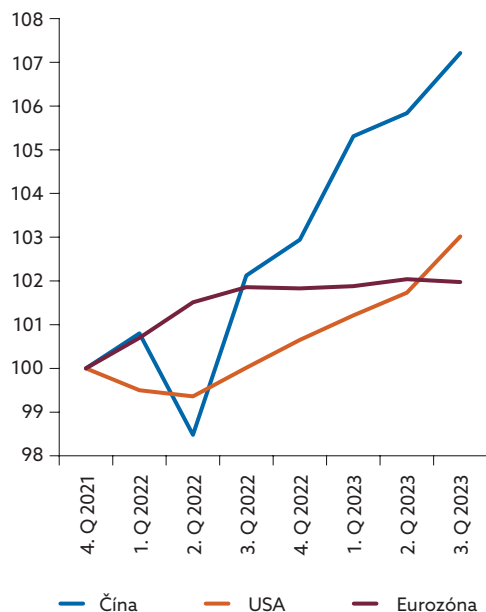
2.1 Vonkajšie prostredie

Globálna ekonomika rástla v 3. štvrťroku nad očakávania. V USA sa ekonomická aktivita zrýchlila najmä vďaka silnej súkromnej spotrebe. Rovnako sa zvýšil aj rast čínskeho hospodárstva. Napriek výrazným problémom v realitnom sektore ekonomika ťažila z opatrení na jeho podporu. Na druhej strane, ekonomická výkonnosť eurozóny bola aj v 3. štvrťroku slabá, keď hospodárstvo mierne pokleslo (graf 1). Ťažkosti pretrvávali v priemyselnej výrobe, ktorá doplávala na oslabený dopyt.

Údaje z prieskumov naznačujú, že výkonnosť globálnej ekonomiky sa zmiernuje. Kompozitné globálne PMI (Index nákupných manažérov – Purchasing Managers Index) pokleslo na úroveň 50, ktorá korešponduje so stagnáciou ekonomiky. Podobne aj v Číne sa PMI, napriek nepatrnému zlepšeniu, nachádza na nízkych úrovniach signalizujúcich len miernu ekonomickú aktivitu. Čínske hospodárstvo negatívne zasahuje kríza v realitnom sektore a súčasne začína pociťovať slabší zahraničný dopyt. Mierny ekonomický rast by podľa kompozitného PMI mal pokračovať aj v USA, zatiaľ čo problémy ekonomiky eurozóny budú s veľkou pravdepodobnosťou pretrvávať aj v poslednom štvrťroku (graf 2).

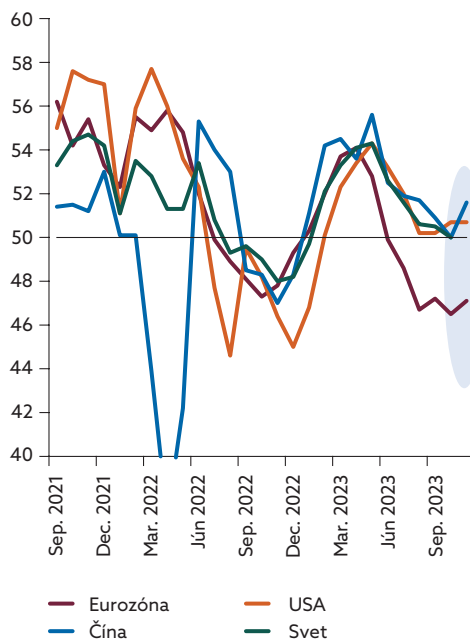
Cenové tlaky sa zmiernovali na oboch stranách Atlantiku (grafy 3 a 4). Podporil to pokles cien energií, ale aj zmiernenie inflácie potravín. Zlepšenie fungovania ponukových reťazcov pomohlo odstrániť nedostatok niektorých tovarov, či komponentov. Spolu s nižšími dopravnými nákladmi sa to pretavilo do zmiernovania cenového rastu spotrebiteľských tovarov. Pomerne silný trh práce v USA aj eurozóne však limituje spomaľovanie inflácie služieb. Tá síce naďalej klesá, pričom v novembri sa v eurozóne znížila pomerne výrazne, stále však zostáva na pomerne vysokých úrovniach.

Graf 1
HDP (index, 4. Q 2021 = 100)



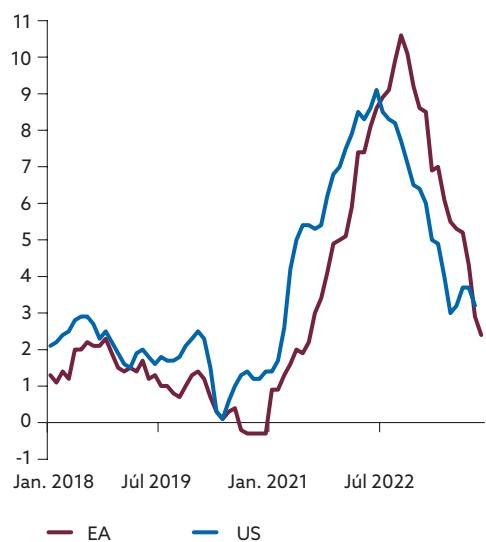
Zdroj: Macrobond

Graf 2
Kompozitný index nákupných manažérov (Purchasing Managers Index)



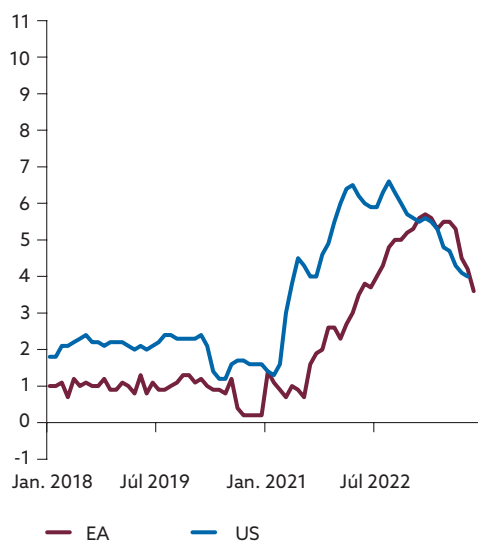
Zdroj: Macrobond

Graf 3
Inflácia HICP v eurozóne a USA (medziročná zmena v %)



Zdroj: Macrobond

Graf 4
Jadrová inflácia HICP v eurozóne a USA (medziročná zmena v %)



Zdroj: Macrobond

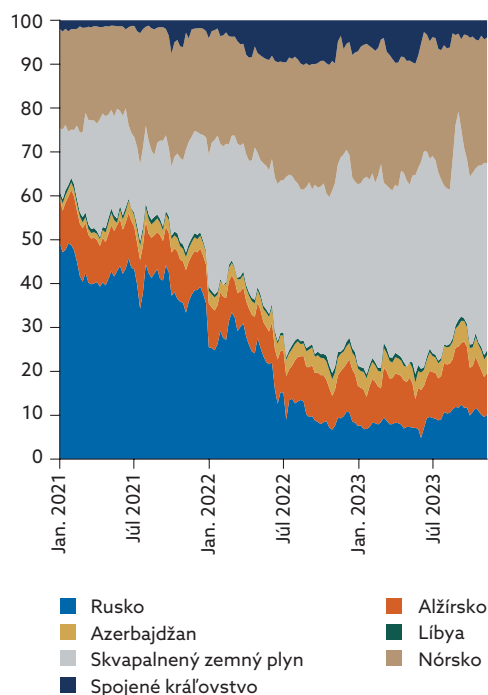
Určité riziká pre ďalší vývoj inflácie súvisia najmä s geopolitickou situáciou na Strednom východe, predovšetkým v súvislosti s cenami energetických surovín. Prípadná eskalácia konfliktu by mohla viesť k nárastu cien surovín, či už v dôsledku obmedzenia predaja ropy zo strany niektorých

členov OPEC, alebo uvalenia sankcií na nákup ropy z niektorých krajín (produkcia Iránu predstavuje približne 10 % produkcie OPEC). Často spomínanou možnosťou je aj blokáda dopravy cez Hormuzský prieliv, ktorým je prepravovaná značná časť ropy, ale aj skvapalneného plynu.

Komplikovanejšia je situácia na trhu so zemným plynom. Veľkú časť dovozov plynu z Ruska do Európy sa podarilo nahradiť skvapalneným zemným plynom. Podiel dovozu plynu z Ruska sa znížil z takmer 50 % na približne 10 % (graf 5). Na druhej strane sa však Európa stala citlivejšou na aktuálnu situáciu na trhu s plynom. Keďže v prípade skvapalneného zemného plynu takmer neexistujú nevyužitú kapacitu, aj menšie narušenie ponuky sa premieta do rastu cien. Tie sa po začiatku konfliktu na Strednom východe pomerne prudko zvýšili (graf 6) v dôsledku dočasného zastavenia ťažby na jednom z izraelských nálezísk.

Graf 5

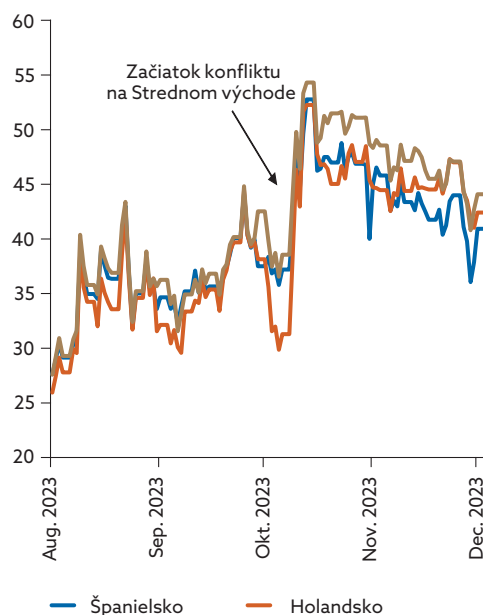
Štruktúra tokov zemného plynu do EÚ (%)



Zdroj: Macrobond

Graf 6

Ceny zemného plynu (EUR/MWh)



Zdroj: Macrobond

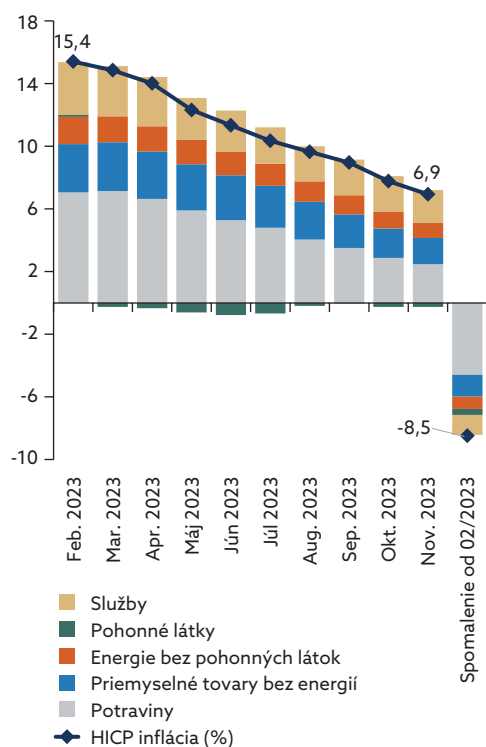
2.2 Aktuálny vývoj v SR

2.2.1 Spotrebiteľské ceny

Inflácia sa v súlade s očakávaniami výraznejšie zmiernila (graf 7), avšak stále zostáva nad želanými úrovňami. V novembri dosiahla 6,9 %, čo bolo iba mierne vyššie, ako sme očakávali v jesennej predikcii (graf 8). Od februára, keď rast cien vrcholil, inflácia kumulatívne spomalila už

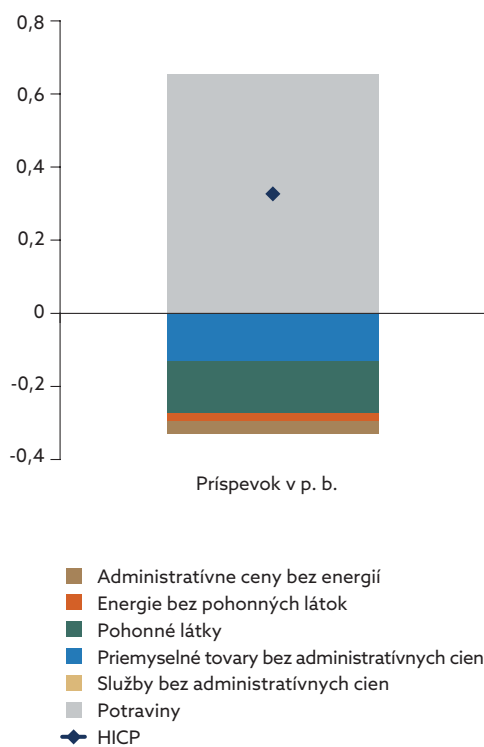
o takmer 9 p. b. Do veľkej miery sa teda napĺňajú naše očakávania najmä o zmierňovaní tempa rastu cien potravín, o ktorých sme hovorili na jar. Cenové tlaky v potravinárstve však mohli odznieť o čosi rýchlejšie. Zdá sa, že firmy v dodávateľsko-odberateľskom reťazci v potravinárstve zostali fungovať so zvýšenými maržami.

Graf 7
Štruktúra spomalenia inflácie HICP
(medziročná zmena v %, príspevky
v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 8
Štruktúra predikčnej chyby oproti
P3Q-2023 (príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Rast spotrebiteľských cien potravín sa dá považovať za stále veľmi rýchly. Tempo ich rastu je rýchlejšie, ako by napovedali technické predpoklady. Najmä ak hovoríme o prostredí poklesu výrobných cien v poľnohospodárstve, agrokomodít a takmer nulovom raste cien výroby potravín pre domáci trh (graf 9). Od apríla ceny potravín väčšinou kopírovali obvyklý medzimesačný vývoj cien za obdobie rokov 2009 až 2021. Silná porovnávacia база cien potravín z minulého roka tak výraznou mierou naďalej prispieva k ich spomaleniu, ako aj celkovej inflácie HICP.

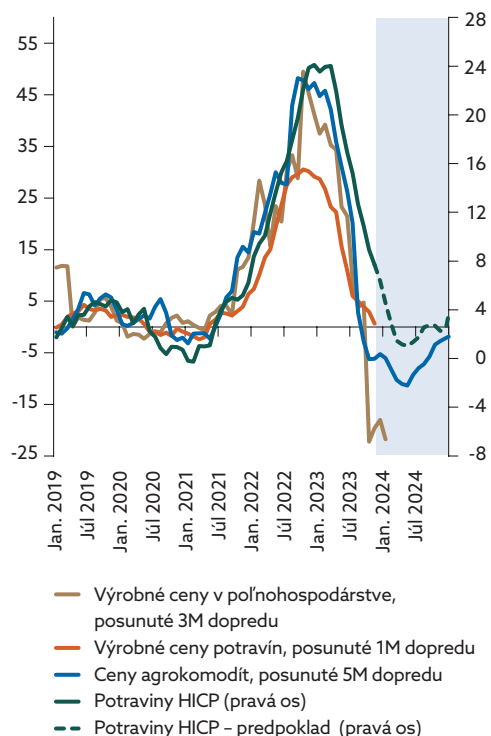
Spomaľuje sa aj rast cien širšieho okruhu tovarov a služieb, o ktorom vypovedá tzv. čistá inflácia HICP. Ceny priemyselných tovarov bez energií (graf 10) v posledných mesiacoch spomaľujú rýchlejšie, ako sa očakávalo.

Je za tým najmä zlepšená situácia v dodávateľských reťazcoch, nižšie dovozné ceny a slabý spotrebiteľský dopyt.

Ceny služieb spomaľovali podľa očakávaní. Napriek stále výraznej zotrvačnosti v ich cenotvorbe sa postupne prejavuje nižší spotrebiteľský dopyt a odznievanie nákladových faktorov. Rýchlejšiemu spomaľovaniu cien služieb bránia rýchlo rastúce mzdy.

Graf 9

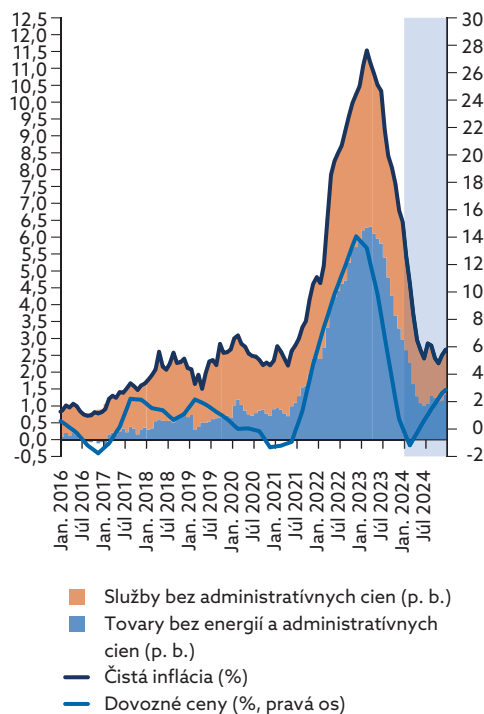
Ceny potravín, agrokomodity a ceny výrobcov (medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 10

Dovozné ceny a ceny tovarov (medziročná zmena v %, príspevky v p. b.)



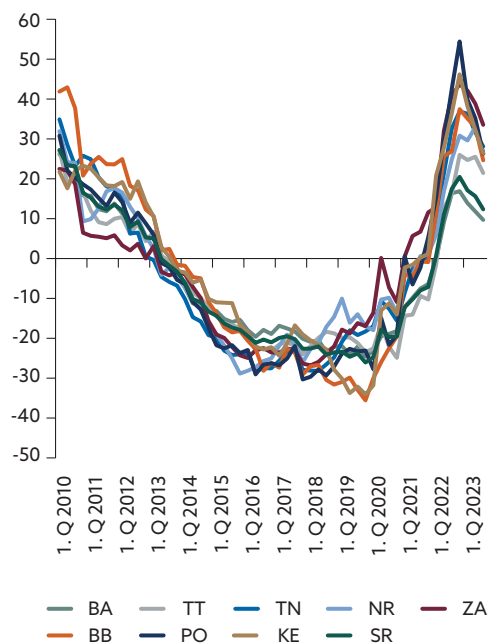
Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Ceny energií spomalili najmä v dôsledku poklesu cien ropy, ktorý odrážal sentiment v očakávaní slabého dopytu po rope. Pokles cien ropy sa následne pretavil do nižších cien pohonných látok na čerpacích stanicích.

2.2.2 Ceny nehnuteľností

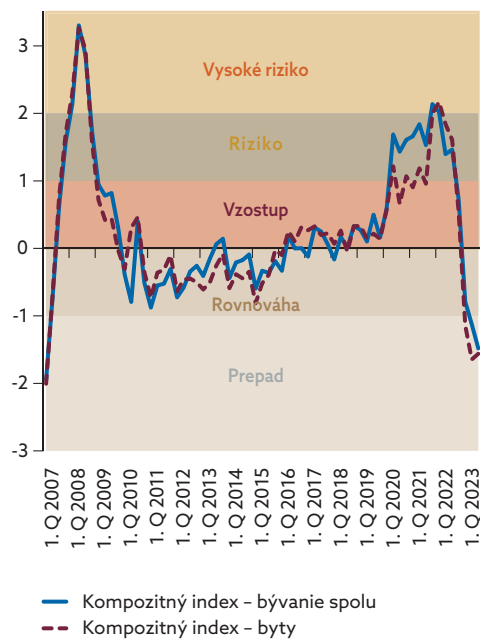
Pokles cien nehnuteľností pokračuje. Ponukové ceny nehnuteľností na bývanie klesli v 3. štvrtroku 2023 o 2,3 %. V porovnaní s cenovým vrcholom v júli 2022 sú nehnuteľnosti na Slovensku v priemere o 11,8 % lacnejšie. Vývoj cien domov a bytov bol v porovnaní s predchádzajúcim štvrtkom zrkadlový, keďže klesali predovšetkým ceny domov. Pokles evidujeme vo všetkých krajoch.

Graf 11
Index dostupnosti bývania (podiel HAI
k jeho historickému priemeru v %)



Zdroj: NBS, NARKS, ŠÚ SR, United Classifieds

Graf 12
Kompozitný index na hodnotenie
vývoja ceny bývania



Zdroj: NBS, NARKS, ŠÚ SR, United Classifieds

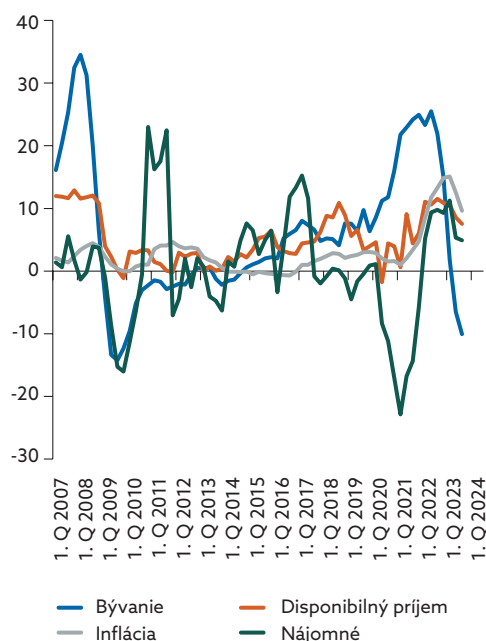
Dostupnosť bývania¹ sa každý štvrtrok postupne mierne zlepšuje, po výraznom prepade na konci roka 2022 (graf 11). Za miernym zlepšením stojí okrem poklesu cien nehnuteľností stabilizácia úrokových sadzieb a rast nominálnych miezd. Ak by sme sa však chceli skokovito vrátiť na úroveň dlhodobého priemeru, museli by byť ceny nehnuteľností ešte o 9,8 % nižšie.

Klesajúce hodnoty kompozitného indexu² v 3. štvrtroku odzrkadľujú pokles reálnej hodnoty nehnuteľností (graf 12). Pri zohľadnení vývoja spotrebiteľských cien by sa medziročný pokles reálnych cien nehnuteľností v 3. štvrtroku približoval k -20 %. Aj vo vzťahu k vývoju príjmov je súčasný pokles nehnuteľností nezvyčajne slabým výsledkom. (graf 13).

¹ Index dostupnosti bývania - Housing affordability index (HAI). Výpočet indexu dostupnosti bývania je založený na tzv. primeranom príjme, ktorý vychádza z aktuálnej priemernej výšky splátky hypotéky (pri zohľadnení aktuálnych cien nehnuteľností a úrokových mier). Primeraný príjem sa porovnáva s úrovňou miezd v jednotlivých regiónoch. Výsledný podiel je potom interpretovaný vo vzťahu k dlhodobému priemeru.

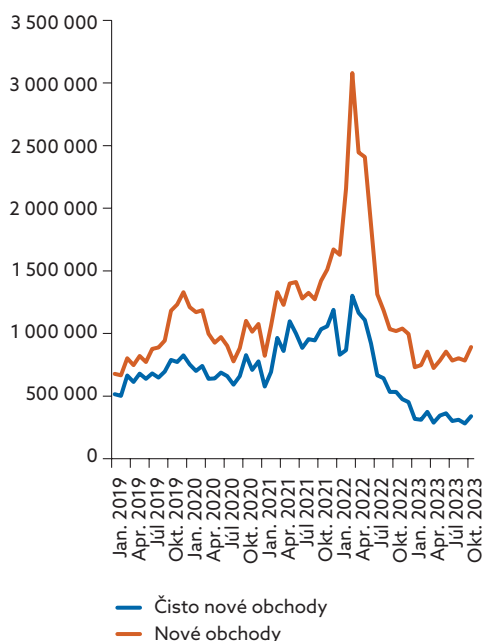
² Na účely vyhodnotenia vplyvu cien nehnuteľností na finančnú a ekonomickú stabilitu porovnáваме ich vývoj s vývojom základných teoretických fundamentov. Slúži na to kompozitný index, založený na pomerových ukazovateľoch (reálna cena bývania, cena/príjem, cena/nájomné, úvery na bývanie/hrubý disponibilný príjem domácností, objem výstavby bytových budov/HDP). Bližšie informácie o zostavovaní kompozitného indexu sú v analytickom komentári [Kompozitný index na hodnotenie vývoja ceny bývania](#).

Graf 13
Ceny nehnuteľností, inflácia a príjem
(medziročná zmena v %)



Zdroj: NARKS, ŠÚSR, United Classifieds

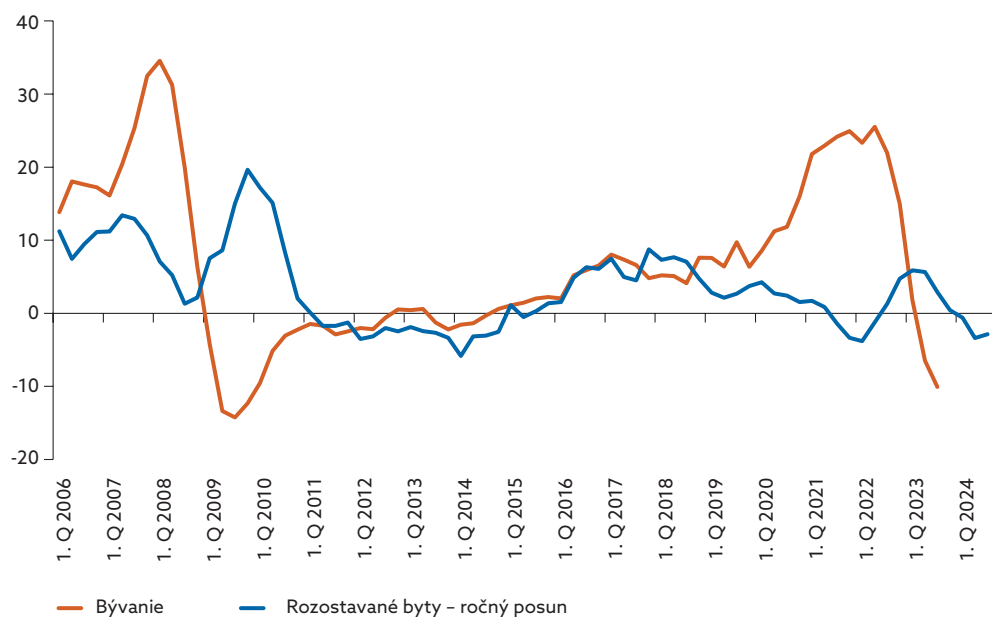
Graf 14
Vývoj nových úverov na bývanie
(tis. EUR)



Zdroj: NBS

Vývoj nových úverov na bývanie naznačuje stabilizáciu dopytu na pomerne nízkej úrovni (graf 14). Dohodnutá priemerná ročná úroková miera pri čisto nových úveroch (bez refinancovaných) dosiahla v októbri 4,5 %. Vývoj v posledných mesiacoch indikuje, že trh si už navykol na vyššiu úroveň sadziieb a objem poskytnutých úverov by sa mohol postupne odraziť od dna.

Graf 15
Ceny nehnuteľností a počet rozostavaných bytov (medziročná zmena v %)



Zdroj: NARKS, ŠÚSR, United Classifieds

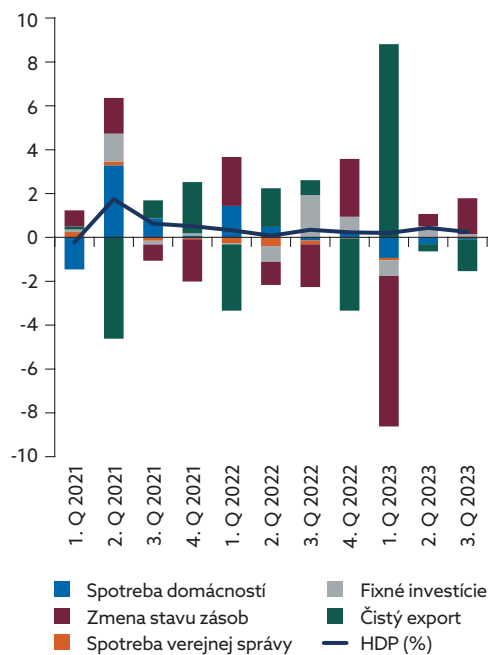
Vplyvom prísnejšej menovej politiky sa začína menej stavať. Drahšie úvery pre domácnosti aj reálne firmy spôsobili, že sa vydávalo menej stavebných povolení. To sa prejavilo v poklese novozačatých stavieb na bývanie (graf 15).

2.2.3 Ekonomický rast

Rast ekonomiky sa v 3. štvrtroku 2023 spomalil na 0,2 % medzištvrtročne (graf 16). Domáci dopyt zostáva utlmený. Inflácia pokračovala v spomaľovaní a pokles reálnych príjmov sa zastavil, spotrebiteľia však ostávajú opatrní a svoje výdavky nezvyšovali. Priemysel aj počas leta ťahala len výroba automobilov. Pomáhala jej priaznivá štruktúra produkcie a dobiehanie objednávok z minulých období. Zvyšné odvetvia začínali pociťovať ochladzovanie zahraničného dopytu.

Graf 16

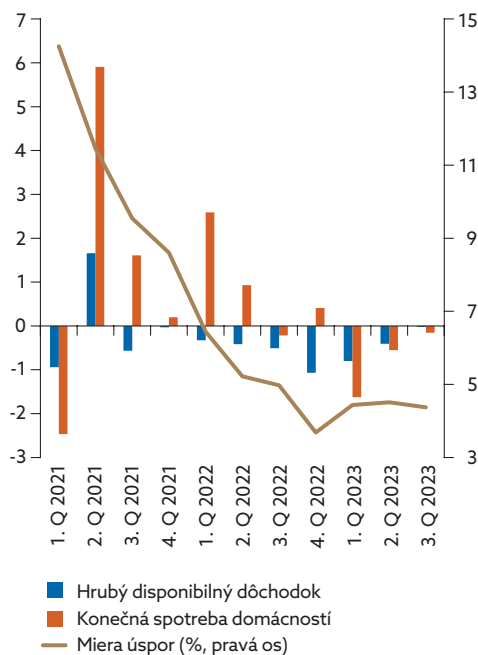
Vývoj HDP (medzištvrtročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 17

Príjem, spotreba domácností a úspory (medzištvrtročná zmena a miera v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

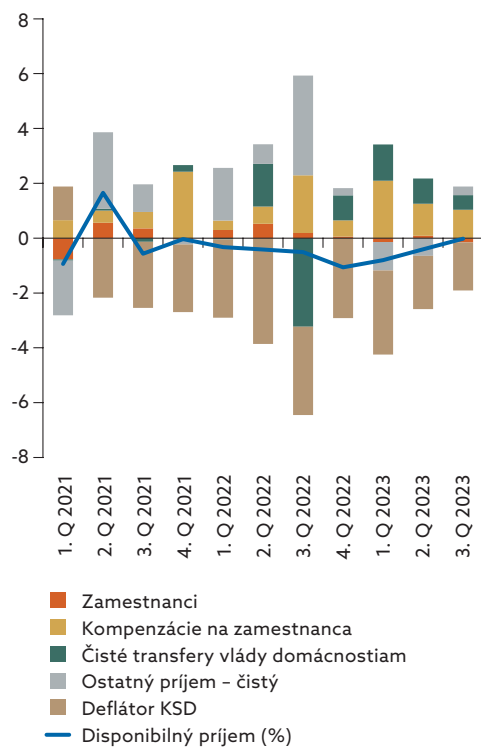
Protiinflačné opatrenia zo strany vlády iba pomohli zastaviť celkový pokles reálnych príjmov. Spotrebiteľia tak naďalej obmedzovali nákupy, najmä tovarov dlhodobejšej spotreby. Reálne príjmy z práce sa postupne oslabovali aj v minulom štvrtroku (graf 18). Miera úspor zostáva stále veľmi nízka (graf 17).

Automobilový priemysel ťahal exporthy aj naďalej, importy sa zotavujú. Počas leta pokračovala priaznivá situácia vo výrobe áut, avšak zvyšok priemyslu už pociťoval slabnúci dopyt. V porovnaní so zlou situáciou

v zahraničnom autopriemysle pomáha slovenským výrobcům vhodnejšia skladba produkcie a tiež dobiehanie starších objednávok. Menej utlmený domáci dopyt a vyššie dovozy na produkciu, ale aj doplnenie zásob, podporili dovozy a čistý export tak brzdil rast ekonomiky.

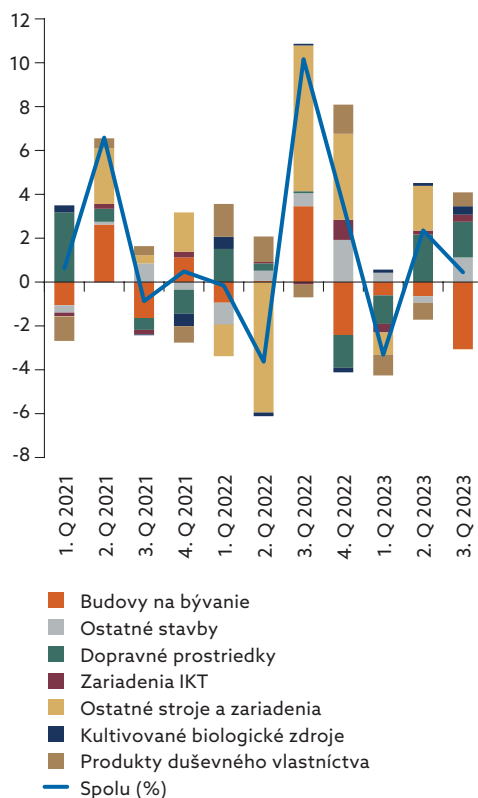
Domácnosti výrazne znížili investície do bývania, investičná aktivita firiem stagnuje. Prísnejšia menová politika sa prejavuje v slabom dopyte po úveroch na nehnuteľnosti, čo pribrzdilo investície do bývania (graf 19). Podniky nakupovali hlavne dopravné prostriedky, v prípade väčších investícií zostávajú stále opatrné.

Graf 18
Disponibilný príjem domácností
(medzištvrtročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 19
Tvorba hrubého fixného kapitálu
(medzištvrtročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Verejné investície pokračujú vo svojom raste vďaka zrýchľujúcemu sa čerpaniu európskych zdrojov a prijatým dodávkam vojenskej techniky. Investície smerované do nových stavieb a rekonštrukcie a modernizácie budov tvorili až 55 % celkovej investičnej aktivity, v rámci samospráv to bolo až 75 %.

Čerpanie prostriedkov z rozpočtu EÚ výrazne zrýchľuje už tretí štvrtrok za sebou (graf 20). Oživenie je dôsledkom nahromadených nevyčerpaných

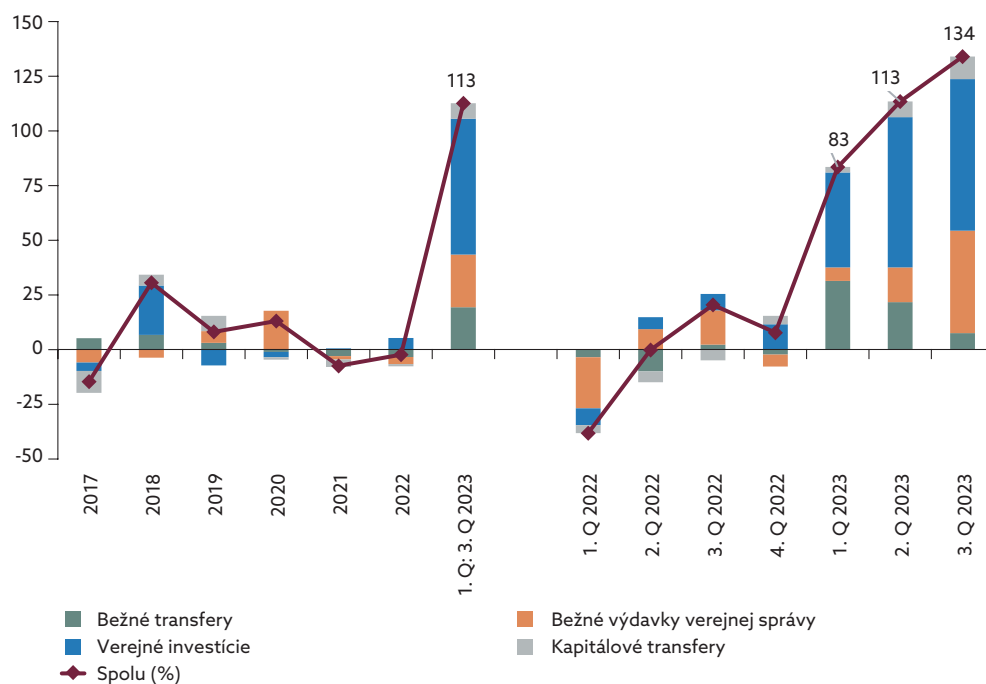
prostriedkov z 3. programového obdobia³, ktoré je možné použiť len do konca roka 2023. K záveru 3. štvrťroka výdavky medziročne vzrástli o viac ako miliardu eur na úroveň 2,6 mld. €, a to vrátane Plánu obnovy a transferov do finančných nástrojov.

Najväčší podiel na vývoji mali verejné investície do dopravnej infraštruktúry. V 3. štvrťroku sa zrýchlili aj bežné výdavky verejnej správy s príspevom projektov financovaných z iniciatívy FAST-CARE na krytie nákladov spojených s pomocou odídencom v súvislosti s vojnou na Ukrajine.

Z Plánu obnovy boli od začiatku roka využité nevýrazné objemy, približne 300 mil. €. Väčšia časť objemu bola využitá ešte v 2. štvrťroku na podporu zlepšenia energetickej hospodárnosti rodinných domov.

Graf 20

Čerpanie prostriedkov z rozpočtu EÚ (medziročná zmena v %)¹)



Zdroj: Štátna pokladnica, NBS

1) Očistené od čerpania na finančné nástroje

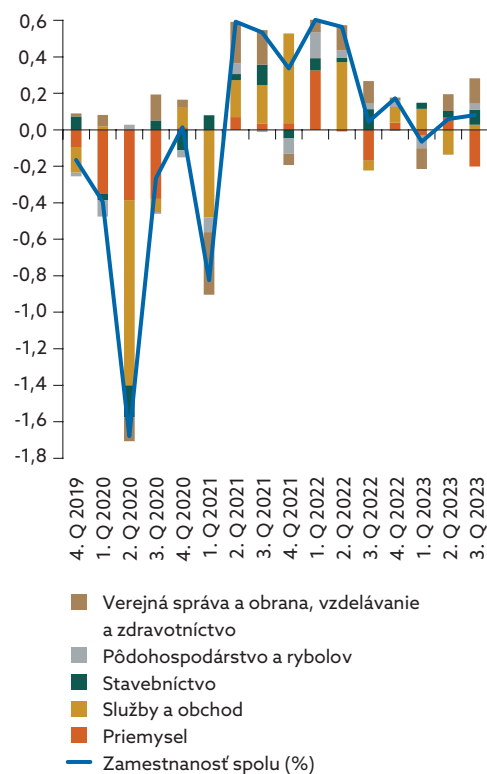
2.2.4 Trh práce

Trh práce zostáva v súlade s predpokladmi odolný. Prísnejšia menová politika oslabuje zahraničný aj domáci dopyt a tlmí tak tvorbu pracovných miest. Zamestnanosť v priemysle preto poklesla a v obchode stagnovala. Dočerpávanie eurofondov podporilo firmy pôsobiace v stavebníctve, ktoré

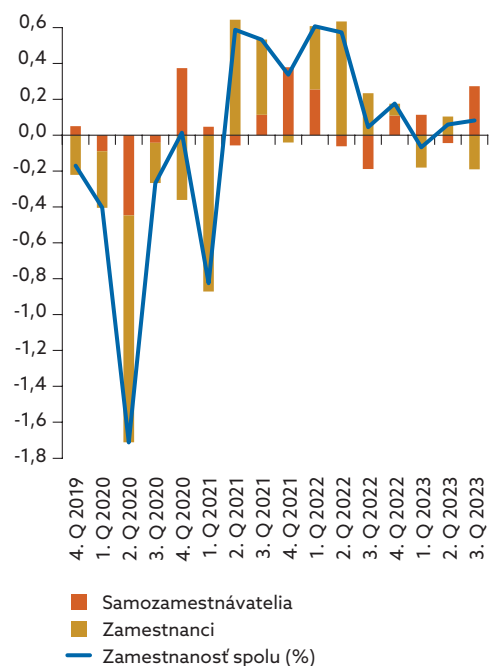
³ 3. programové obdobie je označenie pre Viacročný finančný rámec EÚ pre roky 2014 – 2020.

naberali nových pracovníkov (graf 21). Stavebníctvo je špecifické v tom, že pracovné miesta zaplňajú do veľkej miery živnostníci, čo je vidieť aj v náraste počtu živnostníkov v 3. štvrtroku (graf 22).

Graf 21
Vývoj zamestnanosti podľa odvetví
(medzištvrtročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Graf 22
Vývoj zamestnanosti
(medzištvrtročná zmena v %, príspevky v p. b.)



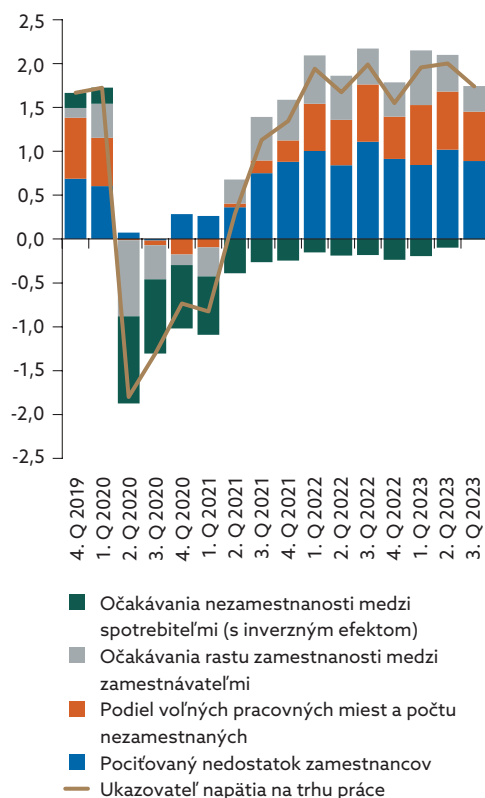
Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Firmy stále pociťujú nedostatok pracovnej sily. Napätie na trhu práce zostáva vysoké (graf 23). Domáca nezamestnanosť dosahuje rekordné nízke hodnoty a preto zamestnávateľa v stále väčšej miere zamestnávajú cudzincov. Ich počet sa priblížil hodnote 100-tisíc (graf 24).

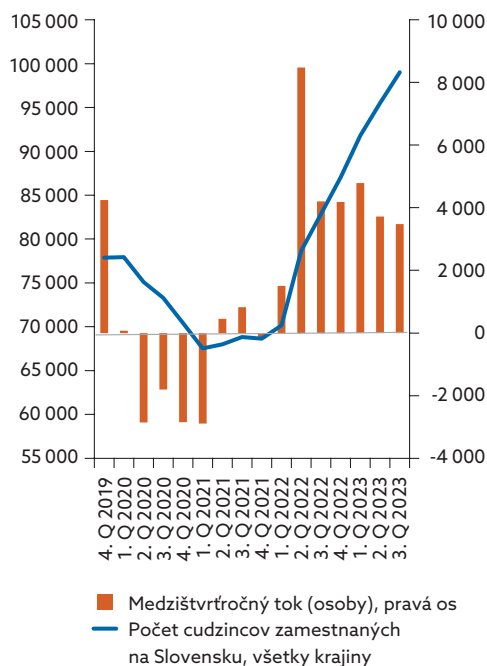
Ponuka pracovnej sily sa výraznejšie znížila aj v dôsledku verejných politík. Po viac ako troch rokoch postupného návratu ľudí k aktivite, nastal v 3. štvrtroku zlom. Narástol počet neaktívnych invalidných dôchodcov, predčasných dôchodcov a študentov. V prípade nárastu počtu invalidných a predčasných dôchodcov sa pravdepodobne prejavila rýchla valorizácia dôchodkov, ako aj úprava podmienok na priznanie nároku na invalidný, resp. predčasný starobný dôchodok. Výrazne narástol počet ľudí, ktorí ostali doma a starali sa o ďalšieho člena domácnosti, alebo z iných rodinných dôvodov.

Graf 23
Indikátor napätia na trhu práce
(príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, EK, NBS

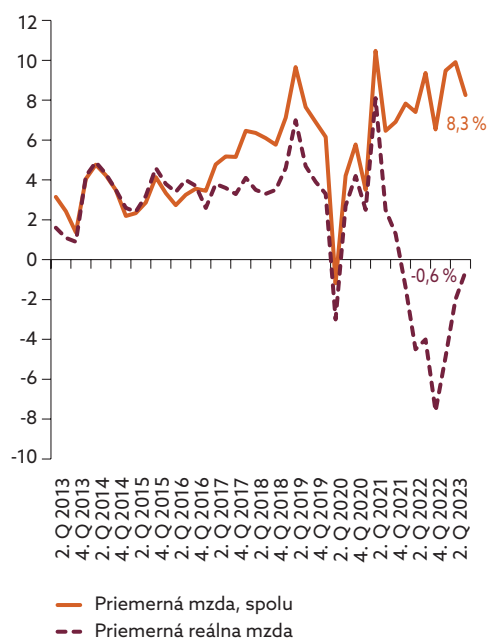
Graf 24
Počet cudzincov zamestnaných na Slovensku, všetky krajiny (počet v osobách)



Zdroj: ÚPSVaR, NBS

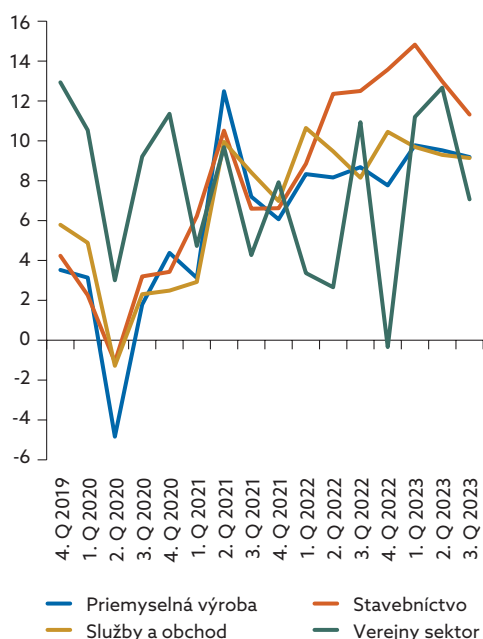
Rast miezd sa spomaľuje, kúpyschopnosť domácností sa ešte stále nezotavila (graf 25). Medziročný rast miezd sa spomalil hlavne vplyvom slabého vývoja miezd vo verejnej správe. Naopak, rast platov v súkromnom sektore sa mierne zrýchlil. Dvojciferný rast dosahujú mzdy v obchode a v stavebníctve, zo služieb sú to činnosti spojené s nehnuteľnosťami a v doprave (graf 26).

Graf 25
Vývoj miezd (medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 26
Rast miezd v odvetviach ekonomiky (medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

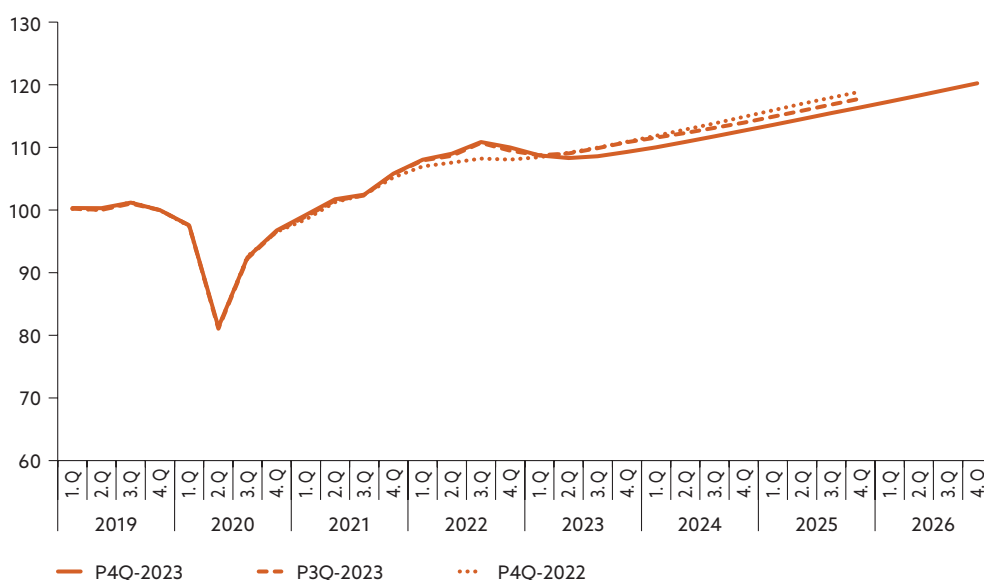
3 Strednodobá predikcia

3.1 Globálny výhľad a technické predpoklady predikcie⁴

Výhľad zahraničného dopytu po slovenských produktoch sa oproti jesennej predikcii zhoršuje v celom horizonte predikcie až do konca roku 2026 (graf 27). Horší ako pôvodne predpokladaný vývoj v roku 2023 pramení zo slabšieho vývoja dovozov u viacerých našich hlavných obchodných partnerov, najmä Nemecka a ostatných krajín V4. Na konci roka 2025 očakávame úroveň zahraničného dopytu nižšiu oproti jesennej predikcii takmer o 1,3 %.

Graf 27

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



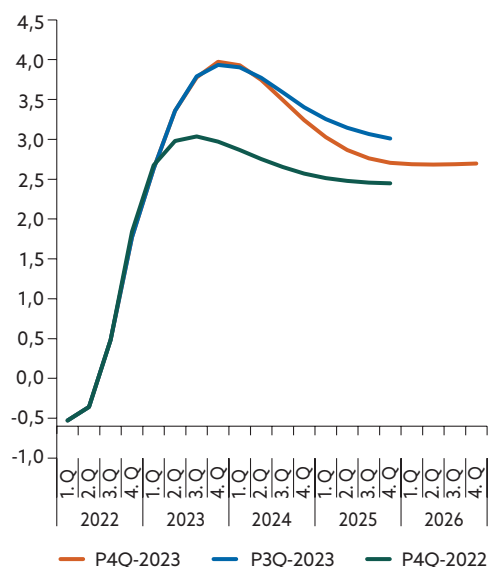
Zdroj: NBS

Očakávame, že cena ropy dosiahne svoj vrchol v aktuálnom poslednom štvrtroku 2023, následne v 1. štvrtroku budúceho roka klesne o 7% a odvtedy bude až do konca roka 2026 postupne klesať k 73 USD. Výmenný kurz by mal zostať stabilný až do konca horizontu predikcie tesne nad úrovňou 1,08 USD/EUR.

Trhy očakávajú zníženie krátkodobých sadzieb do konca roka 2024 o 16 b. b. Vo východiskových predpokladoch by dlhodobé sadzby mali ostať stabilné na úrovni približne 3,75 % do konca roka 2026 (grafy 28 a 29).

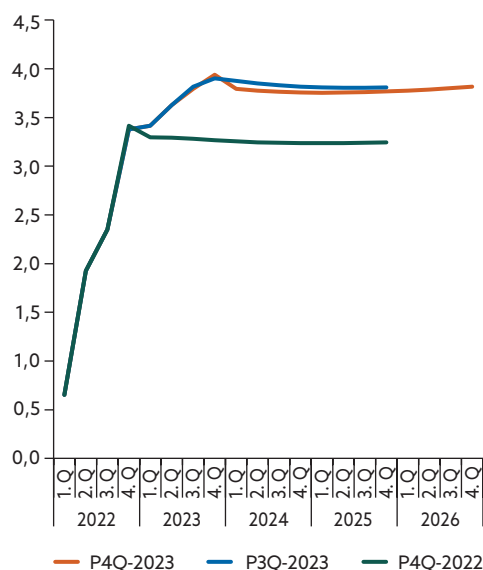
⁴ Technické predpoklady strednodobej prognózy vychádzajú z *Makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu – december 2023*.

Graf 28
3-mesačný Euribor



Zdroj: EK, NBS

Graf 29
Výnosy 10-ročných SK vládných dlhopisov



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Tabuľka 2 Externé prostredie a technické predpoklady (medziročná zmena v %, ak nie je uvedené inak)

	Skutočnosť	Zimná predikcia (P4Q-2023)			Zmena oproti jesennej predikcii (P3Q-2023)		
		2022	2023	2024	2025	2023	2024
Rast zahraničného dopytu Slovenska	7,0	-0,7	2,4	3,3	-1,1	-0,4	0,1
Výmenný kurz USD/EUR ¹⁾²⁾ (úroveň)	1,05	1,08	1,08	1,08	-0,5	-0,3	-0,3
Cena ropy v USD ¹⁾²⁾ (úroveň)	103,7	84,0	80,1	76,5	1,2	-2,0	-1,6
Cena ropy v USD ¹⁾	45,8	-19,0	-4,7	-4,4	1,0	-3,2	0,4
Cena ropy v EUR ¹⁾	63,8	-21,0	-4,9	-4,4	1,3	-3,3	0,4
Cena neenergetických komodít ¹⁾	6,6	-13,2	-2,3	2,4	0,4	0,8	-0,8
EURIBOR - 3M (% p. a.)	0,3	3,4	3,6	2,8	0,0	-0,1	-0,3
Výnos 10-ročného štátneho dlhopisu SR (%)	2,1	3,7	3,8	3,8	0,0	-0,1	0,0

Zdroj: ECB, ŠÚ SR, NBS

Poznámka:

1) Medziročný rast v % a zmeny oproti predchádzajúcej predikcii sú rátané z nezaokrúhlených čísel.

2) Zmeny oproti predchádzajúcej predikcii v %.

Súčasťou makroekonomickej predikcie sú aj opatrenia z avizovaného vládného balíčka:

Tabuľka 3 Opatrenia z vládného balíčka

	Vplyv na deficit (mil. EUR)					
	2024		2025		2026	
Celkové predložené opatrenia	1 159	(0,9)	1 381	(1)	1 518	(1,1)
Zapracované opatrenia do makra	521	(0,4)	740	(0,5)	752	(0,5)
Dotovanie cien energií	-580	(-0,4)	-468	(-0,3)	0	(0)

Zdroj: NBS

Poznámka: Čísla v zátvorkách predstavujú % z HDP.

3.2 Makroekonomická predikcia SR

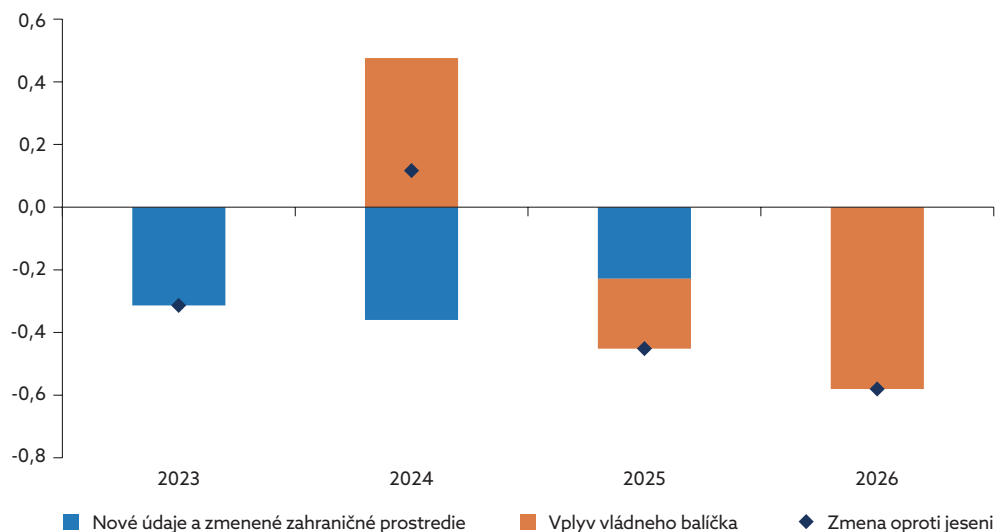
Fiškálna politika bude zásadne formovať vývoj slovenskej ekonomiky v nasledujúcich rokoch. Paleta vládnych opatrení v rámci konsolidačného úsilia (najmä na strane príjmov) neukrojí v tomto časovom horizonte výraznejšie z rastu ekonomiky. Expanzívne výdavky v tomto a budúcom roku krátkodobo uľavia domácnostiam a môžu podporiť spotrebiteľský dopyt. V budúcom roku by tak ekonomika mohla rásť rýchlejšie, ako sa predpokladalo. Daňou za to môže byť vyššia inflácia v ďalších rokoch a pomalší dlhodobý rast ekonomiky. Oznamovaný vládny balíček predstavuje na jednej strane pomoc domácnostiam s energiami v budúcom roku, na druhej strane však pôsobí proti menovej politike, keďže podporuje spotrebiteľský dopyt a drží jadrovú infláciu vyššie, ako by bolo želateľné.

Zhoršenie vonkajšieho prostredia potiahne našu ekonomiku nadol. Oproti jesennej predikcii prehodnocujeme rast ekonomiky nižšie takmer o 1 p. b. do roku 2026.

Vďaka plošnému dotovaniu cien energií by sa ekonomike malo dariť v nadchádzajúcich mesiacoch napriek zhoršujúcemu sa zahraničnému prostrediu nepatrne lepšie, ako sa predpokladalo v jesennej predikcii (graf 30). Inflácia by mala byť v budúcom roku výrazne nižšia, čo podporí kúpyschopnosť domácností. V ďalších rokoch by sa vývoj mohol otočiť. Ak sa s cenami energií budeme približovať na trhové úrovne, inflácia opäť poskočí a ukotví sa blízko 4 %. Budúca politika vlády v tejto oblasti je zatiaľ nejasná. Dlhodobé zmrazenie cien energií by znamenalo ďalšie fiškálne náklady vo forme vyššieho dlhu a nákladov na jeho financovanie. Preto predpokladáme postupné utlmenie dotovania cien energií.

Graf 30

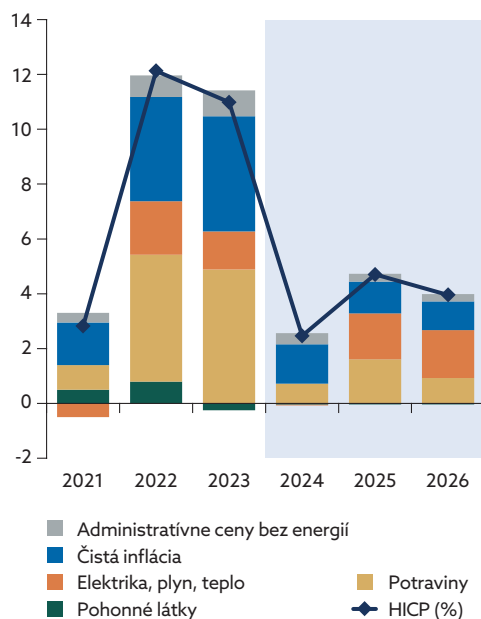
Dekompozícia zmeny HDP oproti jesennej predikcii (p. b.)



Zdroj: NBS

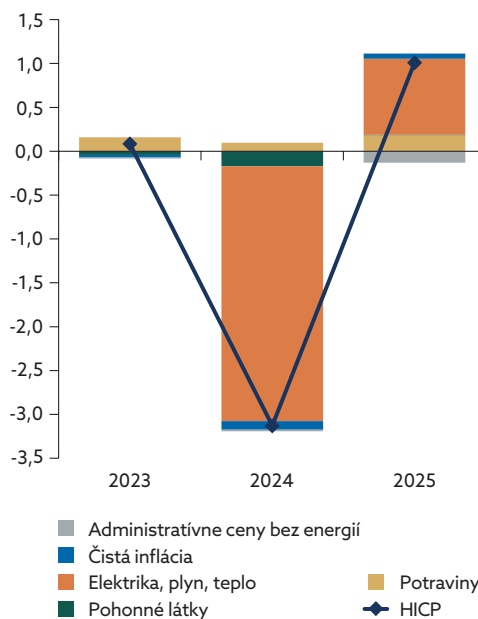
Nastúpené trendy poklesu inflácie by mali pokračovať ešte aj v prvej polovici budúceho roka (graf 31). Postupne odznieva vplyv výrazného rastu nákladov z predošlého obdobia. Ceny vstupov, energií, dovozných cien sa premietnu do koncových cien pre spotrebiteľov. Pomerne dynamický rast miezd bude ešte udržiavať mierne inflačné tlaky. V celom spotrebnom koši by sa však mal rast cien spomaľovať. V ďalších dvoch rokoch by malo dôjsť k zvýšeniu inflácie, keďže uvažujeme s postupným priblížením regulovaných cien energií na trhové úrovne do roku 2026.

Graf 31
Štruktúra inflácie HICP (medziročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 32
Posun v predikcii oproti septembru (p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Celý posun v inflácii je spôsobený najmä zmenenými predpokladmi o regulovaných cenách (graf 32). K nižším cenám energií tiež prispel pokles cien ropy na svetových trhoch. Inflácia by tak v budúcom roku mala spomaľiť bližšie k 2 %.

Tabuľka 4 Predpokladaný rast regulovaných cien energií (%)						
	Scenár s vládnym balíčkom			Jesenná predikcia		
	Plyn	Elektrická energia	Teplo	Plyn	Elektrická energia	Teplo
2023	11,6	2,5	17,8	11,6	2,5	17,8
2024	0,0	0,0	-0,5	35,4	24,2	22,6
2025	21,6	10,0	15,3	18,4	-7,7	13,2
2026	21,6	10,0	15,3	-	-	-

Zdroj: NBS

Okrem cien energií k tomu prispeje odznievanie rastu vstupných nákladov v cenách potravín. Tie by mohli začiatkom budúceho roku aj medziročne poklesnúť (graf 33).

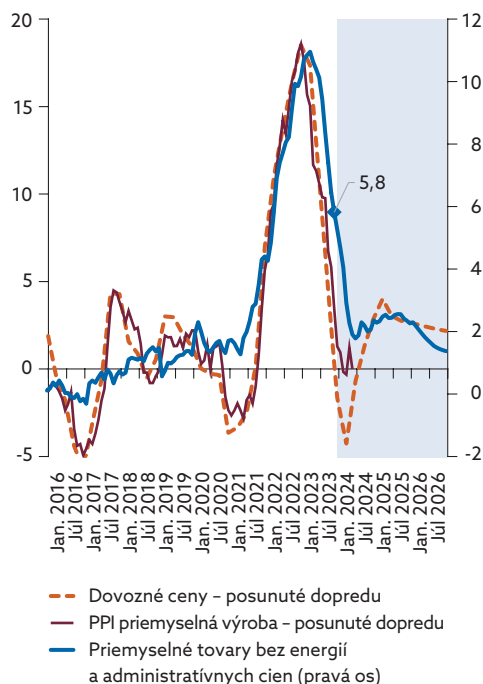
Zo zahraničia dovážame nízku infláciu, čo sa premietne do spomalenia inflácie tovarov (graf 34). Vo svete sa znormalizovalo fungovanie dodávateľských reťazcov, ceny výrobcov v Číne sa prepadli. Prejavuje sa to v cenovkách tovarov v obchodoch. Predpokladáme, že tento vývoj ešte potrvá niekoľko mesiacov.

Ceny služieb sa držia vyššie v dôsledku silnejšej zotrvačnosti. Postupne sa však aj tu premieta pokles nákladov. Výraznejšie spomalenie sa očakáva v prvej polovici budúceho roku.

Inflácia by mala zrýchliť nad 4 % v rokoch 2025 a 2026. Hlavným faktorom bude predpokladaný nárast regulovaných cien energií. Prispejú k tomu však aj ostatné položky spotrebného koša. Opätovne by sa mal obnoviť rast cien poľnohospodárskych komodít, čo potiahne ceny potravín nahor.

Graf 33

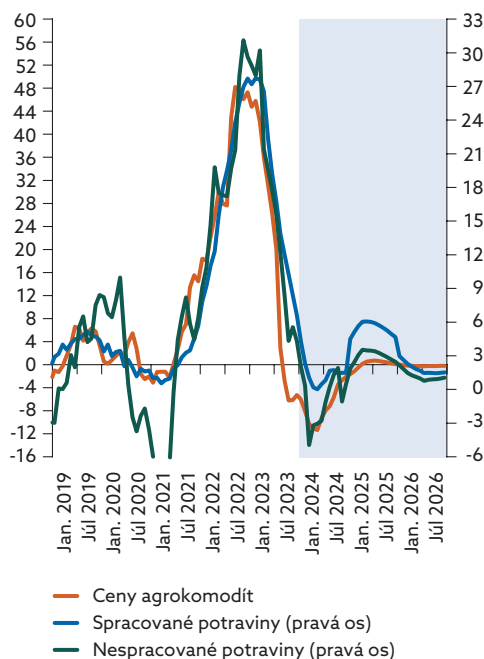
Dovozné ceny, PPI a priemyselné tovary bez energií (medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 34

Agrokomodity a ceny potravín (medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Tabuľka 5 Vývoj jednotlivých zložiek inflácie (medziročná zmena v %)

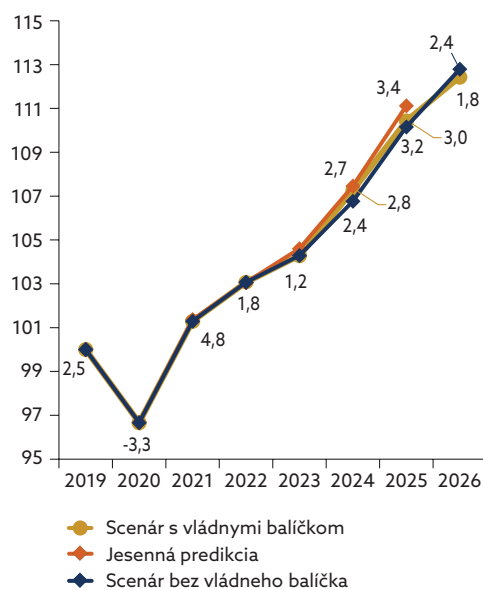
	Priemer 2004 – 2008 (predkrízové obdobie)	Priemer 2010 – 2014 (pokrízové euro obdobie)	2022	2023	2024	2025	2026
HICP	4,1	2,0	12,1	11,0	2,5	4,6	3,9
Potraviny	3,6	3,1	16,1	15,6	2,2	5,0	2,9
Priemyselné tovary bez energií	0,2	0,3	7,3	8,8	2,6	2,2	1,7
Energie	8,3	2,3	18,8	7,5	-0,5	10,9	11,5
Služby	5,3	2,5	9,3	10,2	4,3	3,0	3,3
Čistá inflácia	1,8	1,0	8,3	9,3	3,2	2,5	2,3

Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Slabší vývoj globálnej ekonomiky znížil výhľad rastu našej ekonomiky (graf 35). Normalizácia menovej politiky vo svete brzdí výraznejšie oživenie a zdá sa, že ešte nejaký čas bude tlačiť dopyt nižšie. Negatívne to ovplyvní aj našu ekonomiku, ktorá by mala operovať pod svojim potenciálom. Vláda svojimi podpornými opatreniami pre domácnosti spôsobí, že naše hospodárstvo môže dočasne fungovať v rovnováhe. V ďalších rokoch však vyššia inflácia a reštriktívnejšia fiškálna politika, ak sa tieto očakávania naplnia, stiahnu ekonomiku pod jej potenciál.

Graf 35

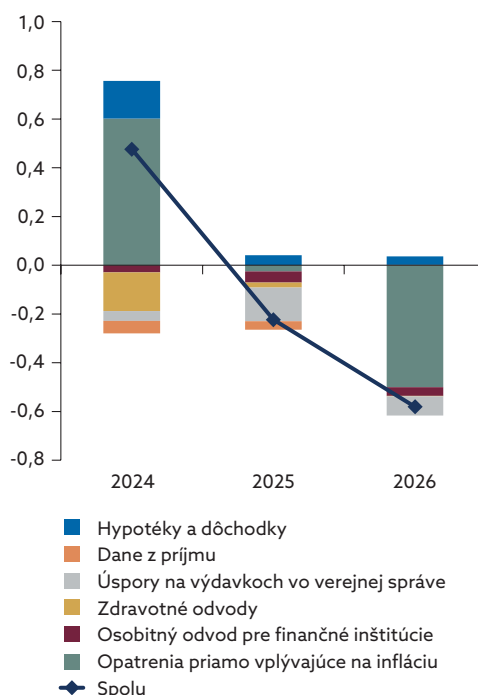
Vývoj HDP (index, 4. Q 2019 = 100)



Zdroj: NBS

Graf 36

Revízia HDP (p. b.)



Zdroj: NBS

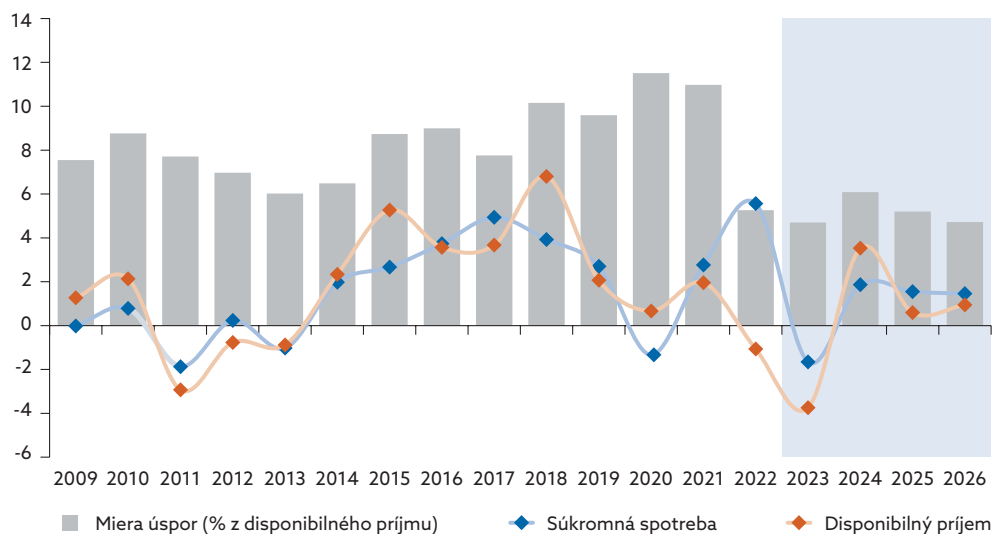
Domáci dopyt potiahne v budúcom roku vládný balíček. Ten sme rozdelili na opatrenia, ktoré ovplyvnia makroekonomický vývoj a na

opatrenia, pri ktorých je ťažké zachytiť vplyv v krátkodobom, resp. strednodobom horizonte (napr. zníženie odvodov do 2. penzijného systému, bankový odvod a pod.). Celkovo by opatrenia mali podporiť ekonomiku v budúcom roku (príspevok 0,5 % do HDP), v ďalších rokoch však pozitívny efekt vyprchá (graf 36) a ekonomika skončí v roku 2026 mierne slabšia ako bez prijatého konsolidačného úsilia. Je to aj preto, že predpokladáme postupné dorovnávanie spotrebiteľských cien energií na trhové úrovne.

Domácnosti si krátkodobo polepšia cez vyššie príjmy a súkromnú spotrebu, na konci horizontu predikcie však budú na tom rovnako ako bez podporných opatrení (graf 37). Návrat k rastu reálnych príjmov od budúceho roku sme predpokladali aj bez dotovania regulovaných cien energií. S opatreniami bude vývoj síce dynamickejší (vplyvom nižšej inflácie a podporou príjmov), avšak len krátkodobo. Vyššia inflácia a/alebo fiškálna konsolidácia by mohli ukrojiť z príjmov v ďalších rokoch. Pre budúci rok predpokladáme, že domácnosti z úspory nezmenených cien energií a vyšších príjmov (dôchodky a subvencie hypoték) časť prostriedkov usporia a odložia si na horšie časy.

Graf 37

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



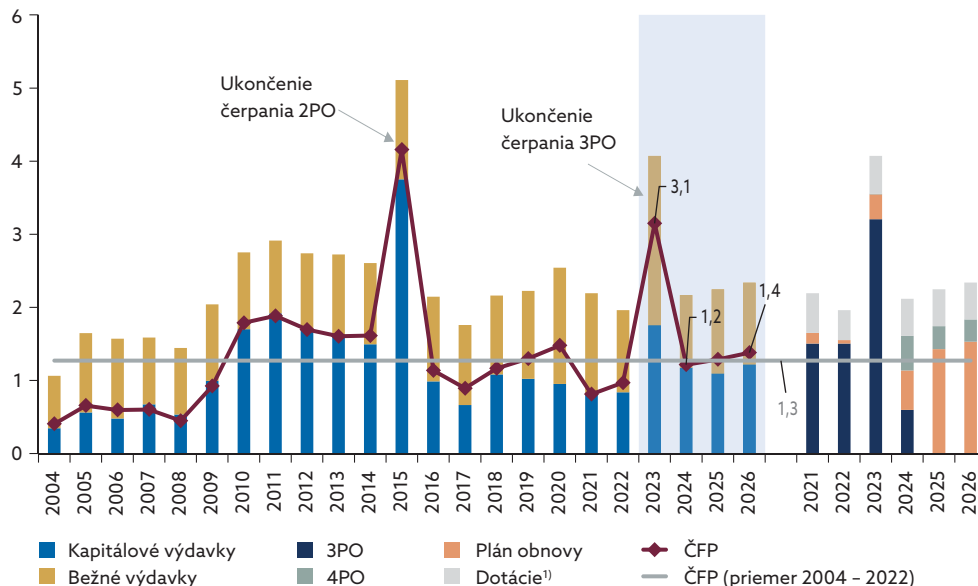
Zdroj: NBS

Pozitívne efekty končiaceho 3. programového obdobia eurofondov odznejú (graf 38). Nábeh nového programového obdobia bude na základe historických skúseností pomalý. Aj keď počítame s rýchlejším nábehom čerpania prostriedkov z Plánu obnovy a odolnosti v nasledujúcom roku, nebude to stačiť na výraznejší impulz do ekonomiky. Faktor, ktorý potiahne vládne investície bez vplyvu na ekonomiku, je vojenská technika. Súkromné investície budú pod tlakom spomaľujúceho dopytu, normalizácie menovej

politiky a pretrvávajúcej neistoty. Nepriaznivo ich môžu ovplyvniť prijaté konsolidačné opatrenia, ktoré zhoršujú podnikateľské prostredie a zvyšujú náklady.

Graf 38

Čerpanie zdrojov EÚ a čistá finančná pozícia Slovenska (% HDP)



Zdroj: NBS

1) Dotácie tvoria najmä poľnohospodárske fondy, spolu 3. a 4. programové obdobie

Poznámka: ČFP – čistá finančná pozícia, 3PO – 3. programové obdobie EÚ pre roky 2014 – 2020, 4PO – 4. programové obdobie pre roky 2021 – 2027. NGEU – Nástroj EÚ pre budúce generácie (prognóza obsahuje zdroje z Fondu obnovy a odolnosti, REACT-EU a Fondu spravodlivej transformácie).

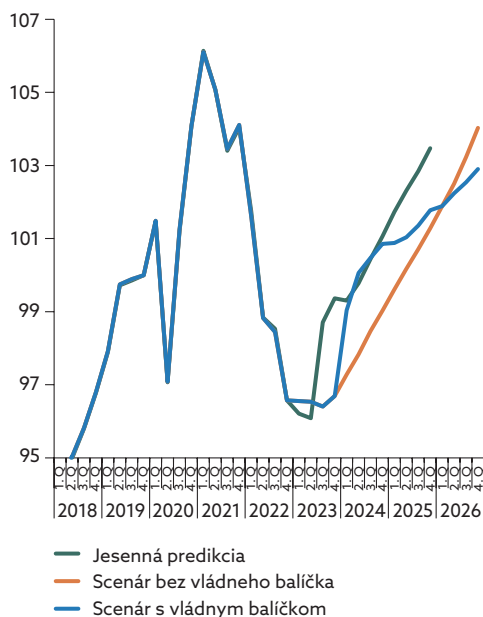
Predkladané vládne opatrenia sa významnejšie nedotknú zamestnanosti (graf 39). Tá by mala v nasledujúcich dvoch rokoch mierne rásť. Predpokladáme, že dopyt firiem po pracovníkoch sa bude naďalej zvyšovať. Domáca časť ekonomiky by sa mala zlepšiť, čo vytvorí predpoklady pre vyššiu zamestnanosť v obchode a v službách. Na druhej strane, navrhované opatrenia smerujúce k zvýšeniu ceny práce môžu vytvoriť bariéry pre ďalšiu tvorbu pracovných miest. Predovšetkým zamestnanosť v exportne orientovaných firmách môže prechodne stagnovať. Postupne sa zdroje zamestnanosti presunú na stranu exportu. Po celý čas by mal pôsobiť nepriaznivý demografický vývoj a pomôcť zaplniť voľné pracovné miesta by mali prichádzajúci cudzinci. V roku 2026 sa vyčerpajú domáce zdroje a firmy sa budú pravdepodobne spoliehať na migráciu. Len vďaka nej zamestnanosť neklesne.

Graf 39
Vývoj zamestnanosti (index,
4. Q 2019 = 100)



Zdroj: NBS

Graf 40
Vývoj reálnych kompenzácií na
zamestnanca (index, 4. Q 2019 = 100)



Zdroj: NBS

Kúpyschopnosť domácností sa zotaví v budúcom roku. Reálne kompenzácie by sa mali vrátiť na rastovú trajektóriu (graf 40). Zotavenie síce bude rýchlejšie, ale len dočasne. Nominálne mzdy v súkromnom sektore rastú nižším tempom, ako sme čakali. Vládny balíček ešte zhoršuje podmienky pre firmy, a tak predpokladáme menšiu ochotu pridávať zamestnancom. V reálnom vyjadrení sa v dôsledku nižšej inflácie dočasne zrýchli rast kúpyschopnosti v roku 2024, ale v ďalších rokoch sa vývoj otočí a rast bude pomalší. Naplnenie uvedených predpokladov bude znamenať, že v roku 2026 budú reálne príjmy nižšie ako v scenári bez vládneho balíčka.

Tabuľka 6 Mzdy (medziročná zmena v %)

	2022	2023	2024	2025	2026
Nominálna produktivita práce	7,4	10,7	6,5	5,5	4,6
Mzda, ekonomika SR	6,9	8,5	6,9	5,8	5,2
Reálna mzda, ekonomika SR	-5,2	-1,8	4,0	1,2	1,4
Mzda, súkromný sektor	8,3	8,3	6,6	6,0	5,6
Reálna mzda, súkromný sektor	-4,0	-2,0	3,7	1,3	1,7
Mzda, verejná správa, školstvo, zdravotníctvo	2,8	9,0	7,9	5,3	4,3
Reálna mzda, verejná správa, školstvo, zdravotníctvo	-8,8	-1,3	4,9	0,7	0,5

Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Poznámka: Deflované CPI. Nominálna produktivita práce z HDP a zamestnanosti v metodike ESA.

3.3 Prognóza vývoja verejných financií

Hospodárenie rozpočtu verejných financií by malo dosiahnuť v roku 2023 deficit vo výške 5,6 % HDP (graf 41). Výrazné medziročné zhoršenie je predovšetkým štruktúralneho charakteru, kde sa prejavil najmä oneskorený efekt inflácie na indexáciu sociálnych dávok a prijaté opatrenia navyšujúce sociálne dávky (mimoriadna valorizácia starobných dôchodkov, príplatok k 13. dôchodkom, navýšenie daňového bonusu na dieťa a pod.). Deficit v tomto roku zvyšuje aj plošná pomoc s vysokými cenami energií, a to aj po zohľadnení nezanedbateľného krytia z prostriedkov EÚ v objeme 0,8 % HDP.

Napriek konsolidačným opatreniam pokračuje aj v roku 2024 zhoršenie hospodárenia na úroveň -6,4 % HDP. Prognóza zohľadňuje ohlásené vládne konsolidačné opatrenia v objeme 1,5 % HDP s vplyvom najmä na rast daňových a odvodových príjmov. Pozitívny efekt by mal byť však do veľkej miery eliminovaný expanzívnymi opatreniami. Najväčšiu váhu by mala mať zmena vo vyplácaní 13. dôchodku a náklady na kompenzácie nákladov spojených so zachovaním cien energií pre domácnosti a zraniteľných odberateľov, kde sa už nepredpokladá spolufinancovanie z rozpočtu EÚ. Zlepšenie príjmov rozpočtu by malo byť tlmené zhoršeným výhľadom nominálneho makroekonomického vývoja. Odhadujeme, že samotný vplyv vládneho balíčka konsolidačných opatrení spolu s expanzívnymi opatreniami by mal zlepšiť hospodárenie verejného sektora v roku 2024 o 0,3 p. b. HDP a verejný dlh znížiť o 0,5 p. b. HDP.

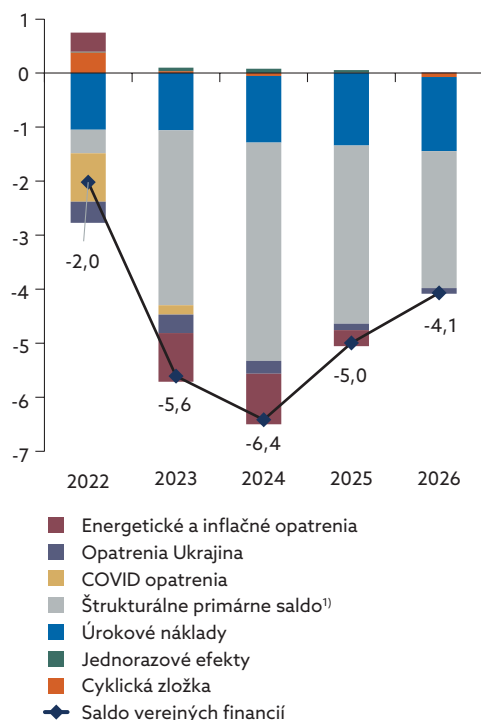
V roku 2025 sa predpokladá pokračovanie v energopomoci pri postupnej adaptácii domácností na vyššie ceny energií. Vplyvom postupného odznievania energetických opatrení a vojenských investícií by sa rozpočtový deficit na konci horizontu mal znížiť k 4,10 HDP.

Verejný dlh v roku 2023 by mal medziročne klesnúť na úroveň 57,0 % HDP. Naďalej však bude presahovať horný limit dlhovej brzdy⁵. K poklesu relatívneho zadĺženia by mal prispieť nominálny rast ekonomiky ovplyvnený vyššou cenovou hladinou (HDP v menovateli ukazovateľa). Vysoký primárny deficit verejného rozpočtu bude naďalej hlavným zdrojom rastu verejného dlhu. Rast zadĺženia by malo zmierniť čiastočné financovanie verejného sektora z naakumulovaných rezerv. Vďaka tomu sa neemituje dlh v objeme, ktorý by zodpovedal deficitnému hospodáreniu.

⁵ Najvyšší sankčný limit dlhovej brzdy pre rok 2023 je 54 % HDP. Prechodným ustanovením Ústavného zákona o rozpočtovej zodpovednosti sa horný limit dlhu verejnej správy od roku 2018 znižuje o 1 p. b. až do roku 2027 na konečnú úroveň 50 % HDP.

V ďalších rokoch dlh pri vysokých deficitoch presiahne hranicu 60 %. Kontinuálne rastie a na konci horizontu sa vzdáľuje od hornej hranice dlhovej brzdy⁶ o viac ako 9 p. b. HDP. Očakávaným odznievaním inflačného šoku by sa mal zmierniť pozitívny vplyv nominálneho rastu ekonomiky. Zároveň rast úrokových mier by sa mal prejaviť v postupnom znižovaní priaznivo pôsobiaceho diferenciálu úrokovej miery a ekonomického rastu.

Graf 41
Rozklad salda verejných financií
(% HDP)

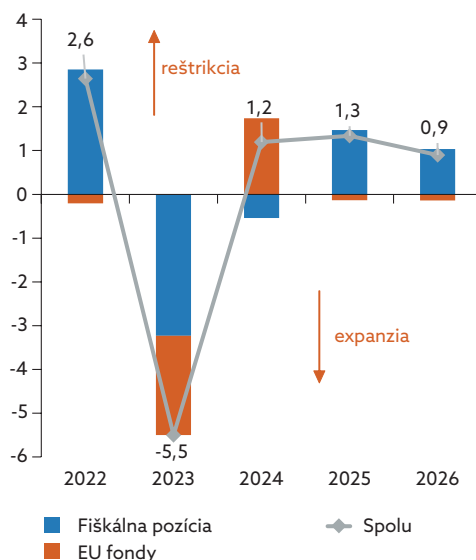


Zdroj: ŠÚ SR, NBS

1) Bez opatrení COVID, Ukrajina, Energie

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

Graf 42
Fiškálna pozícia (p. b. HDP)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

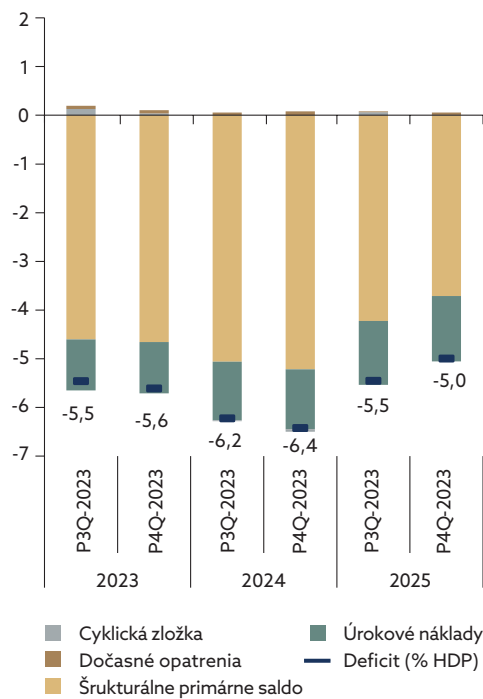
Poznámka: Fiškálna pozícia – medziročná zmena cyklicky očisteného primárneho salda.

V porovnaní s predchádzajúcou prognózou je odhad salda verejných financií na rok 2023 horší o 0,2 p. b. HDP (graf 43). Zmena ide najmä na vrub plošného zvýšenia 13. dôchodkov v tomto roku. Zhoršenie sa očakáva aj v roku 2024, pričom zmena je výsledkom viacerých faktorov: priaznivý vplyv konsolidačných opatrení je eliminovaný zhoršením makroekonomických podmienok pre daňovo-odvodové výnosy, rastúcimi penzijnými výdavkami po zmene vo vyplácaní 13. dôchodkov s permanentným vplyvom a vyššími nákladmi na energo-kompensácie. V roku 2025 sa naopak očakáva nižší deficit. Za zlepšením sú vyššie príjmy ovplyvnené vládnymi opatreniami,

⁶ Horná hranica dlhovej brzdy platná pre hrubý dlh v roku 2026 je 51 %.

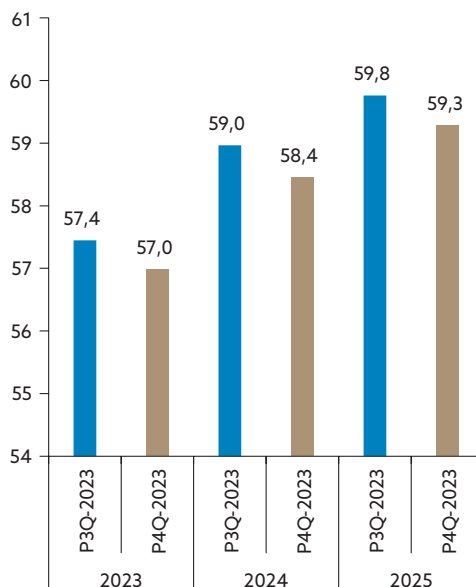
za ktorými zaostávajú výdavky naviazané na nižší cenový vývoj (najmä valorizácia penzií).

Graf 43
Porovnanie deficitu a jeho dekompozície (% HDP, príspevky v p. b.)



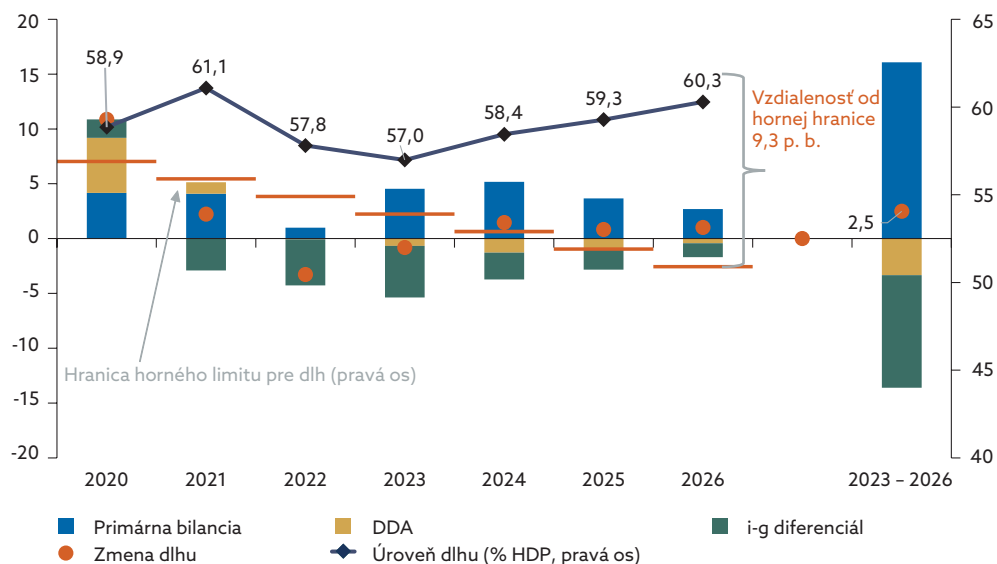
Zdroj: NBS

Graf 44
Porovnanie verejného dlhu (% HDP)



Zdroj: NBS

Graf 45
Dlh verejnej správy a faktory zmeny (p. b. HDP, % HDP)



Zdroj: NBS, ŠÚ SR

Poznámky: DDA – faktor zosúladenia rozpočtového deficitu a zmeny dlhu (angl. *deficit debt adjustment*); i-g diferenciál – faktor zohľadňujúci vplyv miery úrokových nákladov a ekonomického rastu na zmenu dlhu.

Pri rastúcom zadlžení sa predpokladá čiastočné refinancovanie rozpočtového schodku z naakumulovaných likvidných finančných aktív (LFA), ktoré od predzásobenia počas pandémie neklesli pod 10 % HDP. Využitie likvidity by malo strednodobo pribrzdiť rast hrubého dlhu. Na druhej strane, rozpúšťanie rezerv by sa malo prejavíť vo vyššej dynamike rastu čistého dlhu v porovnaní s hrubým dlhom. Na konci horizontu by mal čistý dlh dosiahnuť úroveň 54,0 % HDP.

Podiel LFA na hrubom dlhu dosahoval od začiatku pandémie⁷ v porovnaní s EÚ nadpriemerné hodnoty. Očakávané rozpúšťania rezerv formou krytia rozpočtového deficitu by malo byť motivované aj nepriaznivým rastom nákladov z nového dlhu pri vyšších úrokových mierach. Na konci horizontu by sa malo Slovensko priblížiť k priemerným úrovňam EÚ. Za týmto horizontom by tak mali byť možnosti financovania z rezerv limitované.

3.4 Riziká prognózy

Riziká v reálnej ekonomike vnímame smerom nadol. Negatívne riziko je spojené s neistotou nešpecifikovaných vládnych opatrení a s finálnou podobou ohlásených konsolidačných opatrení sústredených najmä na príjmovej strane. Parametrizácia opatrení môže byť ešte modifikovaná v legislatívnom procese. S tým je spojená aj neistota účinku na plnenie konsolidačných cieľov vlády. Zároveň avizované opatrenia vlády smerujúce k zlepšeniu hospodárenia verejných financií boli sprevádzané opatreniami, ktoré mali expanzívny charakter a spomaľujú tempo konsolidácie. To však zároveň vytvára potrebu razantnejšieho konsolidačného úsilia v rokoch 2025 – 2026.

Rizikom je neistota zvýšenia rizikovej prirážky pre vládne pôžičky. Vyššie úrokové náklady na nový dlh pri pokračujúcom deficitnom hospodárení verejného sektora by dodatočne zaťažili verejné výdavky a vyžadovali by si nové úsporné opatrenia, aby vláda bola schopná dosiahnuť svoje ciele konsolidácie.

V strednodobom horizonte vyplývajú riziká aj z vývoja globálneho dopytu, najmä svetového obchodu s tovarmi. Ako exportne orientovaná ekonomika by sme na slabší zahraničný obchod mohli doplatiť nižším rastom ekonomiky.

⁷ V prvom roku pandémie sa Slovensko výraznejšie predzásobilo likviditou formou emisie nového dlhu pre krytie rizík a nákladov spojených s pandemiou.

Vzhľadom na dlhodobý problém s čerpaním eurofondov zároveň vidíme riziká slabšieho čerpania prostriedkov z Plánu obnovy a nového programového obdobia.

V cenovom vývoji vznikajú riziká smerom nahor v rokoch 2025 a 2026. Tie môžu vyplynúť z vyššieho rastu miezd, cien komodít a zakorenení vyššej inflácie v dlhšom období. Veľký otáznik predstavuje vývoj cien energií v ďalších rokoch. V základnom scenári uvažujeme s dosiahnutím trhových úrovní regulovaných cien energií v roku 2026, čo si bude vyžadovať prijatie kompenzačných opatrení aj v týchto rokoch. Ak by sa vláda rozhodla dotovať ceny energií vo vyššej ako predpokladanej miere, tak by to mohlo znížiť infláciu.

Neistota hospodárenia verejných financií pre rok 2024 pramení aj z metodického zaznamenania prostriedkov EÚ použitých na krytie energo-kompenzačných opatrení. V súčasnosti schválený program SAFE by mal vykryť časť energetickej pomoci za rok 2023, avšak zatiaľ nie je ustálené, v ktorom roku dôjde k zaznamenaniu zostávajúcich tranží pomoci do príjmov verejného sektora⁸.

Box 1

Vplyv vykázania financovania energopomoci z fondov EÚ na konsolidáciu rozpočtu

Legislatíva EÚ umožňuje členským štátom financovať z eurofondov 3. programového obdobia na roky 2014 až 2020 (3PO) pomoc zraniteľným domácnostiam postihnutých zvyšovaním cien energií. Právna úprava je v nariadení (EÚ) 2023/435, čl. 2., známa označením SAFE. Oprávnenosť výdavkov je od 1. februára 2022 do konca roku 2023.

Implementácia na Slovensku

Slovensko využilo túto príležitosť, a to aj vďaka tomu, aby sa vyhlo strate eurofondov pri neschopnosti ich riadne čerpať v predchádzajúcich rokoch. V rámci SAFE bola zazmluvnená čiastka v Operačnom programe Integrovaná infraštruktúra vo výške 575 mil. € a z toho sa už vyčerpalo 500 mil. €. Ďalšia zmluva na objem 450 mil. € by mala byť uzatvorená v rámci Operačného programu Kvalita životného prostredia (po schválení revízie operačného programu zo strany EK, očakávané vo 4. štvrtroku 2023). Spolu by mala byť na SAFE použitá približne 1 mld. €.

⁸ NBS aktuálne predpokladá, že celý objem zdrojov z programu SAFE zlepši hospodárenie verejného sektora v roku 2023, pričom aktuálny Návrh rozpočtu verejnej správy uvažuje, že časť prostriedkov v objeme 450 mil. € pozitívne zlepši verejné financie aj v roku 2024.

Hotovostné vs akruálne zaznamenanie

Konečným prijímateľom prostriedkov je Ministerstvo hospodárstva SR, ktoré zároveň vypláca kompenzácie zo štátneho rozpočtu dotknutým subjektom. Je pravdepodobné, že vzhľadom na aktuálny dátum bude časť nevyplatenej čiastky poukázaná MH SR až v roku 2024.

NBS vo fiškálnej prognóze zohľadnila vyššie uvedené informácie a celý objem prostriedkov SAFE (1 mld. €) akruálne priradila do výdavkov roku 2023. Dôvodom je oprávnenosť výdavkov čerpania fondov EÚ z 3PO do konca roka 2023 a skutočnosť, že pomoc sa vzťahuje k regulačnému rámcu ÚRSO pre rok 2023.

Deficit v novom návrhu rozpočtu verejnej správy a vplyv zaznamenania SAFE

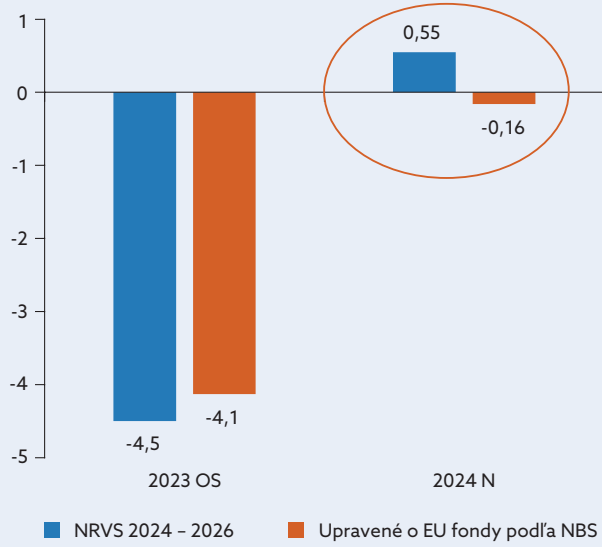
Vláda dňa 12. 12. 2023 schválila nový návrh rozpočtu verejnej správy. Pre roky 2023 a 2024 očakáva deficit na úrovni 6,5% HDP, resp. 6,0% HDP pri medziročnom zlepšení salda o 0,5 p. b. HDP. Na výsledku hospodárenia v oboch rokoch má nezanedbateľný dosah kompenzačná energopomoc. Vláda v návrhu predpokladá, že z celkovej alokácie prostriedkov SAFE (zdroje EÚ), tzn. 1 mld. €, bude len polovica účtovaná ako pomoc v roku 2023. Druhá časť by mala byť vykázaná v roku 2024.

V prípade, že by sa celá čiastka vykázala podľa predpokladu NBS, tzn. 1 mld. € v roku 2023, deficit v roku 2023 by bol nižší na úrovni 6,2 % HDP. Na druhej strane, o časť týchto zdrojov by bolo nižšie spolufinancovanie z rozpočtu EÚ v roku 2024. Tým by bol deficit vyšší na úrovni 6,3 % HDP.

Ak by sa SAFE zaznamenal celý v roku 2023, tak na dosiahnutie cieľného zlepšenia deficitu o 0,5 p. b. by bolo nutné prijať dodatočné konsolidačné opatrenia. V opačnom prípade by sa verejné financie namiesto očakávanej fiškálnej reštrikcie dostali do pozície fiškálnej expanzie.

Graf A

Medziročná zmena deficitu – konsolidácia
(p. b. HDP)

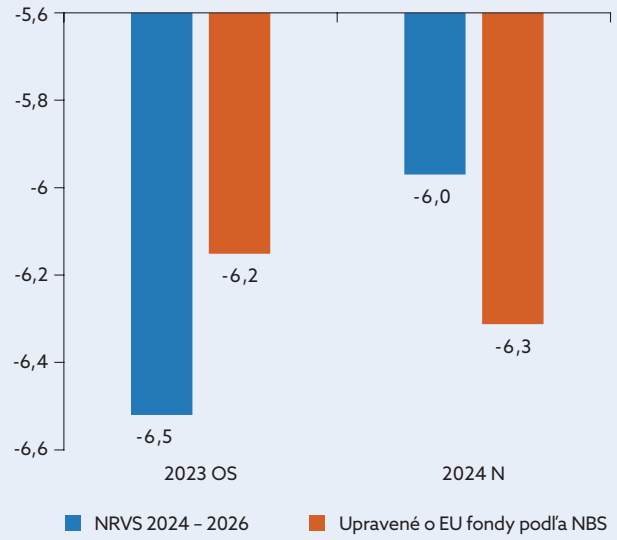


Zdroj: MF SR, NBS

Poznámka: NRVS – Návrh rozpočtu verejnej správy.

Graf B

Bilancia verejného rozpočtu (% HDP)



Zdroj: MF SR, NBS

Poznámka: NRVS – Návrh rozpočtu verejnej správy.

Tabuľka 7 Predikcia základných makroekonomických ukazovateľov

Zimná strednodobá predikcia (P4Q-2023) – scenár s vládnym balíčkom

Ukazovateľ	Jednotka	Skutočnosť	Zimná strednodobá predikcia (P4Q-2023) – scenár s vládnym balíčkom					Zmena oproti jesennej predikcii (P3Q-2023)		
			2022	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025
Cenový vývoj										
Inflácia meraná HICP	medziročný rast v %	12,1	11,0	2,5	4,6	3,9	0,1	-3,1	0,9	
Inflácia meraná CPI	medziročný rast v %	12,8	10,5	2,8	4,5	3,8	-0,2	-2,9	0,6	
Deflátor HDP	medziročný rast v %	7,5	9,8	3,9	2,8	2,8	0,8	0,3	-0,1	
Ekonomická aktivita										
Hrubý domáci produkt	medziročný rast v %, s. c.	1,8	1,2	2,8	3,0	1,8	-0,3	0,1	-0,4	
Súkromná spotreba	medziročný rast v %, s. c.	5,6	-1,7	1,9	1,5	1,5	0,1	0,9	-0,3	
Konečná spotreba verejnej správy	medziročný rast v %, s. c.	-4,2	-1,1	0,8	3,1	1,7	0,5	-1,1	-0,5	
Tvorba hrubého fixného kapitálu	medziročný rast v %, s. c.	4,5	6,4	4,6	3,1	-0,6	2,1	0,0	-1,0	
Vývoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	3,1	-0,3	6,3	4,2	3,0	0,4	-0,5	0,2	
Dovoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	4,5	-6,1	8,2	3,4	2,3	1,7	0,0	0,1	
Čistý vývoz	mil. EUR v s. c.	1 569	6 699	5 501	6 373	7 217	-730,3	-1 299,2	-1 336,7	
Produkčná medzera	% z potenciálneho produktu	1,2	-0,1	-0,2	0,1	-0,3	-0,4	-0,1	-0,1	
Hrubý domáci produkt	mil. EUR v b. c.	109 645	121 791	130 168	137 701	144 103	442,9	1 000,0	272,4	
Trh práce										
Zamestnanosť	tis. osôb, ESA 2010	2 427	2 435	2 445	2 452	2 453	-0,8	-5,3	-3,3	
Zamestnanosť	medziročný rast v %, ESA 2010	1,8	0,3	0,4	0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1	
Počet nezamestnaných	tis. osôb, VZPS ¹⁾	170	163	152	144	144	3,5	8,1	8,0	
Miera nezamestnanosti	%	6,1	5,9	5,5	5,2	5,2	0,1	0,3	0,3	
Odhad NAIU ²⁾	%	6,4	6,2	6,1	6,1	6,1	0,0	0,0	0,0	
Produktivita práce ³⁾	medziročný rast v %	0,0	0,9	2,4	2,7	1,8	-0,2	0,3	-0,5	
Neinflačné mzdy (nominálna produktivita) ⁴⁾	medziročný rast v %	7,5	10,7	6,5	5,5	4,6	0,4	0,7	-0,7	
Nominálne kompenzácie na zamestnanca	medziročný rast v %, ESA 2010	6,0	8,4	6,9	5,8	5,2	-1,0	-1,5	-0,5	
Nominálne mzdy ⁵⁾	medziročný rast v %	7,0	8,8	6,9	5,8	5,2	-0,6	-1,3	-0,3	
Reálne mzdy ⁶⁾	medziročný rast v %	-5,2	-1,6	4,0	1,2	1,4	-0,4	1,7	-0,9	
Domácnosti a neziskové inštitúcie slúžiace domácnostiam										
Disponibilný dôchodok	medziročný rast v %, s. c.	-1,1	-2,1	3,5	0,6	0,9	-1,4	1,1	-1,4	
Miera úspor ⁷⁾	% z disponibilného dôchodku	5,3	4,7	6,1	5,2	4,7	-1,6	-1,4	-2,5	
Sektor verejnej správy⁸⁾										
Celkové príjmy	% HDP	40,2	40,9	40,2	39,8	39,8	0,5		0,9	
Celkové výdavky	% HDP	42,3	46,5	46,6	44,8	43,9	0,6	1,1	0,4	
Saldo verejných financií ⁹⁾	% HDP	-2,0	-5,6	-6,4	-5,0	-4,1	-0,2	-0,2	0,5	
Cyklický komponent	% trendového HDP	0,4	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	
Štrukturálne saldo	% trendového HDP	-2,4	-5,7	-6,4	-5,1	-4,0	-0,1	-0,2	0,5	
Cyklicky očistené primárne saldo	% trendového HDP	-1,4	-4,6	-5,1	-3,7	-2,6	-0,1	-0,1	0,5	
Fiškálna pozícia ¹⁰⁾	medziročná zmena v p. b.	2,9	-3,2	-0,5	1,5	1,0	-0,1	-0,1	0,7	
Hrubý dlh	% HDP	57,8	57,0	58,4	59,3	60,3	-0,5	-0,5	-0,5	

Tabuľka 7 Predikcia základných makroekonomických ukazovateľov (pokračovanie)

Ukazovateľ	Jednotka	Skutočnosť	Zimná strednodobá predikcia (P4Q-2023) – scenár s vládnym balíčkom					Zmena oproti jesennej predikcii (P3Q-2023)		
			2022	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025
Platobná bilancia										
Bilancia tovarov	% HDP	-5,5	0,3	0,2	0,9	1,8	-1,3	-2,6	-3,0	
Bežný účet	% HDP	-7,3	-1,6	-2,2	-1,4	-0,5	-1,8	-3,1	-3,5	
Externé prostredie a technické predpoklady										
Rast zahraničného dopytu Slovenska	medziročný rast v %	7,0	-0,7	2,4	3,3	3,3	-1,1	-0,4	0,1	
Výmenný kurz USD/EUR ⁽¹¹⁾⁽¹²⁾	úroveň	1,05	1,08	1,08	1,08	1,08	-0,5	-0,3	-0,3	
Cena ropy v USD ⁽¹¹⁾⁽¹²⁾	úroveň	103,7	84,0	80,1	76,5	73,6	1,2	-2,0	-1,6	
Cena ropy v USD ⁽¹¹⁾	medziročný rast v %	45,8	-19,0	-4,7	-4,4	-3,8	1,0	-3,2	0,4	
Cena ropy v EUR ⁽¹¹⁾	medziročný rast v %	63,8	-21,0	-4,9	-4,4	-3,8	1,3	-3,3	0,4	
Ceny neenergetických komodít v USD	medziročný rast v %	6,6	-13,2	-2,3	2,4	1,7	0,4	0,8	-0,8	
EURIBOR – 3M	% p. a.	0,3	3,4	3,6	2,8	2,7	0,0	-0,1	-0,3	
Výnos 10-ročného štátneho dlhopisu SR	%	2,1	3,7	3,8	3,8	3,8	0,0	0,0	0,0	

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 ESA 2010
- 6) Mzdy ESA 2010 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
- 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 rátané z nezaokrúhlených čísel
- 12) Zmeny oproti predchádzajúcej predikcii v %

Detailnejšie časové rady vybraných makroekonomických ukazovateľov:
<https://www.nbs.sk/sk/publikacie/ekonomicky-a-menovy-vyvoj>