

Ekonomický a menový vývoj

leto 2022

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 20. júna 2022.

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

Obsah

1	Zhrnutie	7
2	Aktuálny makroekonomický vývoj v zahraničí a v SR	10
2.1	Vonkajšie prostredie	10
2.2	Menová politika ECB	13
2.3	Aktuálny vývoj v SR	15
3	Strednodobá predikcia	28
3.1	Globálny výhľad a technické predpoklady predikcie	28
3.2	Makroekonomická predikcia SR	30
3.2.1	Ekonomický rast	30
3.2.2	Trh práce	35
3.2.3	Náklady práce a ceny	36
3.3	Prognóza vývoja verejných financií	39
3.4	Riziká prognózy	42
3.5	Porovnanie s inými inštitúciami	46
Zoznam boxov		
Box 1	Dostupnosť bývania je pod dlhodobým priemerom takmer na celom Slovensku	17
Box 2	Slovensko nedostatočne čerpá prostriedky EÚ	24
Box 3	Odhad vplyvu balíka pomoci rodinám na ekonomiku	44
Zoznam tabuliek		
Tabuľka 1	Základné ukazovatele ekonomického vývoja	9
Tabuľka 2	Externé prostredie a technické predpoklady	29
Tabuľka 3	Predpoklad počtu odídenov z Ukrajiny	30
Tabuľka 4	Mzdy	37
Tabuľka 5	Vývoj jednotlivých zložiek inflácie	39
Tabuľka 6	Porovnanie s inými inštitúciami	47
Tabuľka 7	Strednodobá predikcia (P2Q-2022) základných makroekonomických ukazovateľov	48
Zoznam tabuliek v boxoch		
Box 3		
Tabuľka A	Prehľad zapracovaných opatrení	44
Tabuľka B	Odhadovaný efekt na ekonomiku	45
Zoznam grafov		
Graf 1	Ceny komodít a globálna spotrebiteľská inflácia	10
Graf 2	Kompozitný index nákupných manažérov	10
Graf 3	Výroba motorových vozidiel	11

Graf 4	Hodnotenie objednávok v priemysle	11
Graf 5	Importné ceny a ceny priemyselných tovarov bez energií	12
Graf 6	Inflácia služieb a rast dojednaných miezd	12
Graf 7	Jadrová inflácia v krajinách V3	13
Graf 8	Očakávaný vývoj kľúčových úrokových sadziieb hlavných svetových centrálnych bánk	14
Graf 9	Trhom očakávaná trajektória vývoja kľúčových úrokových sadziieb krajín V3	14
Graf 10	Odhad výnosovej krivky zo štátnych dlhopisov SR	15
Graf 11	Rizikové prirážky	15
Graf 12	Štruktúra HICP inflácie	16
Graf 13	Kumulovaný rast cien od začiatku roka	16
Graf 14	Štruktúra jadrovej inflácie	17
Graf 15	Zdroje rozdielnych príspevkov jadrovej inflácie k HICP na Slovensku a v eurozóne	17
Graf 16	Vývoj HDP	21
Graf 17	Vývoj príjmu a spotreby domácností	22
Graf 18	Vývoj zahraničného obchodu	22
Graf 19	Investície	23
Graf 20	Hotovostné výdavky z prostriedkov EÚ	24
Graf 21	Vnímaný nedostatok pracovnej sily	26
Graf 22	Ekonomicky aktívne obyvateľstvo	26
Graf 23	Zamestnanosť a kompenzácie na zamestnanca	27
Graf 24	Reálne mzdy	27
Graf 25	Zahraničný dopyt	28
Graf 26	3-mesačný Euribor dlhopisov	29
Graf 27	Výnosy 10-ročných SK vládnych	29
Graf 28	Predikcia vývoja ekonomiky	30
Graf 29	Úroveň súkromnej spotreby	32
Graf 30	Vývoj reálnych kompenzácií na zamestnanca	32
Graf 31	Vývoj investícií	33
Graf 32	Čerpanie zdrojov EÚ a čistá finančná pozícia Slovenska	34
Graf 33	Odhad produkčnej medzery	35
Graf 34	Vývoj HDP a produkčnej medzery	35
Graf 35	Vývoj zamestnanosti	36
Graf 36	Vývoj reálnych kompenzácií na zamestnanca	36
Graf 37	Agrokomodity a ceny potravín	38
Graf 38	Dovozné ceny a štruktúra čistej inflácie	38
Graf 39	Štruktúra HICP inflácie	39
Graf 40	Phillipsove krivky	39
Graf 41	Rozklad salda verejných financií	40
Graf 42	Fiškálna pozícia	40
Graf 43	Porovnanie deficitu a jeho dekompozície	41

Graf 44	Porovnanie verejného dlhu	41
Graf 45	Dlh verejnej správy	42
Graf 46	Rast HDP	43
Graf 47	Inflácia	43

Zoznam grafov v boxoch

Box 1		
Graf A	Vývoj priemernej ceny bývania	18
Graf B	Index dostupnosti bývania	18
Graf C	Kompozitný index na hodnotenie vývoja ceny bývania	19
Graf D	Priemerná cena nájomného bývania	20
Graf E	Čistý prírastok úverov na nehnuteľnosti	20
Box 2		
Graf A	Čerpanie fondov EÚ vo vybraných krajinách	25
Graf B	Čerpanie fondov EÚ v medziobdobiach	25
Box 3		
Graf A	Odhadovaný efekt na rast HDP	46
Graf B	Odhadovaný efekt na rast spotreby domácností	46

Špeciálna príloha 1 Štrukturálny vývoj verejných financií počas pandémie 50

Zoznam grafov

Graf 1	Rozklad salda verejných financií	50
Graf 2	Zmena štrukturálnej bilancie vzhľadom na ekonomický cyklus	51
Graf 3	Príspevky faktorov k medziročnej zmene upraveného štrukturálneho salda	52
Graf 4	Dekompozícia zmeny štrukturálnej bilancie v rokoch 2017 až 2021	53
Graf 5	HDP, trh práce a nominálna spotreba	54
Graf 6	Nahradenie vlastných investícií zdrojmi EÚ	56
Graf 7	Príspevky sociálnych výdavkov k zmene štrukturálneho salda	57

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

Predpoklady rýchleho zotavenia našej ekonomiky z pandémie sa vytratili v dôsledku vojny na Ukrajine a zlej pandemickej situácie v Číne. Problémy s nedostatkami komponentov sa vplyvom vojny na Ukrajine ešte prehĺbili. Narušili sa ďalšie globálne dodávateľské reťazce, čo sa prejavilo v oslabení nášho exportu. Zároveň vplyvom neistoty vzrástli na svetových trhoch ceny komodít a priliali tak ďalšiu dávku k inflačným tlakom z prelomu rokov.

Nákladové faktory potiahli infláciu na dvojcifernú úroveň, na ktorej by mala pretrvať ešte aj budúci rok. Kulminácia sa očakáva po zvýšení regulovaných cien energií v januári budúceho roka. Rýchlo rastúce ceny vstupov sa okrem regulovaných cien premietajú do všetkých položiek spotrebného koša. Predpokladá sa, že pôsobenie týchto nákladových faktorov sa začne budúci rok znižovať. Avšak v dôsledku regulačného rámca výrazne vzrastú ceny energií.

Oslabenú ekonomiku bude v najbližšom období ťahať spotreba domácností. Na kúpyschopnosť obyvateľstva bude doliehať vysoká inflácia. Priemerný rast miezd nedokáže kompenzovať vysoký rast cien a domácnostiam sa po deviatich rokoch dočasne zníži kúpyschopnosť. Očakávame však, že v inflačnom prostredí využijú domácnosti svoje nahromadené úspory z čias pandémie.

V ďalších rokoch by malo hospodárstvo rásť pomalšie, ako sme čakali na jar. Odkloníme sa od predpandemického trendu. V rokoch 2023 – 2024 by mal ekonomiku potiahnuť investičný dopyt financovaný z eurofondov a Plánu obnovy, ako aj oživenie globálneho dopytu. Aj keď počítame so zrýchlením čerpania eurofondov, vyzerá to, že pomerne veľkú časť prostriedkov nedokážeme využiť. Výpadok obchodu s Ruskom u nás aj u našich obchodných partnerov bude citeľne tlmiť vyhliadky našej ekonomiky v dlhšom období.

Nepriaznivá situácia v exportne orientovanej časti ekonomiky sa neprelieva do zhoršenia situácie na trhu práce. Zamestnanosť sa zvyšuje, pričom zaplniť dlhodobovo voľné pracovné miesta pomáhajú odídenci z Ukrajiny. Polavuje tak napätie na trhu práce. Priaznivý vývoj sa očakáva aj v budúcom roku. Na konci horizontu predikcie predpokladáme, že k návratu odídenca späť na Ukrajinu sa vo vyššej miere pridá aj negatívny efekt demografie. Môže to opätovne vytvoriť prostredie s nedostatkom vhodných pracovných síl.

Riziká zostávajú v reálnej ekonomike naďalej vychýlené nadol. V cenovom vývoji, naopak, prevládajú riziká vyššej inflácie. Najväčšie riziko pre ekonomiku predstavuje prípadné prerušenie dodávok plynu. Negatívny príjmový efekt vysokej inflácie by mohol aspoň čiastočne kompenzovať aj vládny balík na pomoc rodinám. Odhadujeme, že jeho pozitívny vplyv by mohol kompenzovať výpadok spotrebiteľského dopytu v budúcom roku. Vzhľadom na očakávané zvyšovanie regulovaných cien energií, ďalšie opatrenia s vplyvom na verejné financie smerom nahor a/alebo na infláciu smerom nadol sa javia byť pravdepodobné. Rizikom budúceho inflačného vývoja je aj vyššia odpoveď miezd na inflačný vývoj a následné druhotné tlaky na zvyšovanie cien.

Európska centrálna banka nastúpila na dráhu postupného sprísňovania nastavenia menovej politiky, aby sa predišlo k trvalejšiemu udomácneniu sa vyššej inflácie v eurozóne. Reagujúc na inflačný vývoj, z neho vyplývajúce riziká pre dlhodobé inflačné tlaky a očakávané kroky ECB, sa posúvajú trhovú úrokovú sadzbu smerom nahor.

Toto vydanie Ekonomického a menového vývoja obsahuje okrem analýzy aktuálneho vývoja ponukových cien nehnuteľností aj boxy a prílohy s tematikou týkajúcou sa rozpočtovej politiky.

- V boxe 2 opätovne poukazujeme na zlý stav čerpania eurofondov z predchádzajúceho programového obdobia. Štatistiky čerpania nie sú zlé len v absolútnych hodnotách, ale aj v porovnaní s inými krajinami. Niektoré dokázali zrýchliť čerpanie v poslednom období napriek pandemickej situácii a problémom s dodávkami surovín a súčiastok. Poukazuje to na nízku výkonnosť systému riadenia a implementácie čerpania fondov EÚ na Slovensku.
- V boxe 3 analyzujeme vplyvy vládneho balíka na pomoc rodinám na ekonomiku. Opatrenia zahrnuté v balíku na pomoc rodinám s deťmi účinne tlmia prepád príjmov a spotreby domácností v roku 2023, pričom vytvárajú iba nepatrný dodatočný tlak na ceny. Nie sú však kryté opatreniami na strane príjmov alebo výdavkov rozpočtu. Ak by boli, vplyv na celkovú výkonnosť ekonomiky by bol podstatne slabší, aj keď domácnosti by si stále prilepšili.
- V prílohe 1 poukazujeme na fakt, že napriek nečakane priaznivému vývoju na strane príjmov verejného rozpočtu v posledných rokoch, sa bilancia rozpočtu verejnej správy zhoršila. Vyššie sociálne a mzdové výdavky ťahali vývoj smerom k červeným číslam. Naopak, nenaplnili sa investičné plány, čo tiež tlmilo vplyv dodatočných výdavkov na celkovú bilanciu.

Tabuľka 1 Základné ukazovatele ekonomického vývoja

	Skutočnosť	P2Q-2022			Zmena oproti miernejšiemu vojnovému scenáru (jar 2022)		
		2021	2022	2023	2024	2022	2023
HDP (medziročná zmena v %)	3,0	1,4	1,9	3,5	-1,4	-0,4	0,9
HICP (medziročná zmena v %)	2,8	10,4	11,1	2,3	2,8	1,3	-0,5
Priemerná nominálna mzda (medziročná zmena v %)	5,9	8,2	9,6	5,6	1,3	0,4	0,0
Priemerná reálna mzda (medziročná zmena v %)	2,7	-2,5	-0,4	3,0	-1,5	-1,2	-0,2
Zamestnanosť (medziročná zmena v %, ESA 2010)	-0,6	1,5	0,7	-0,2	0,7	-0,1	0,0
Miera nezamestnanosti (%, VZPS)	6,8	6,5	6,5	6,5	-0,1	0,0	-0,6

Zdroj: Výpočty NBS

2 Aktuálny makroekonomický vývoj v zahraničí a v SR

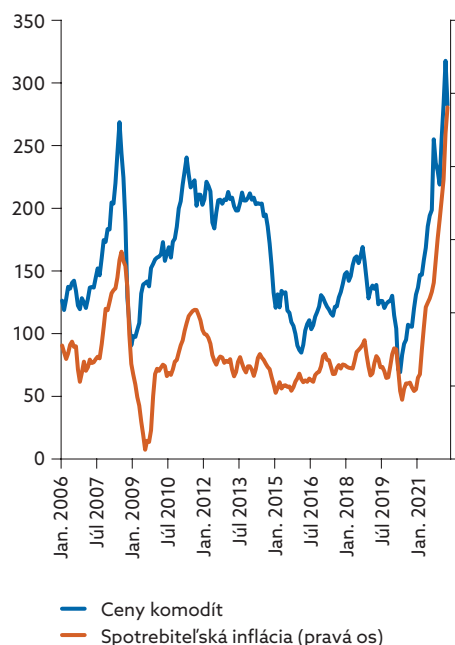
2.1 Vonkajšie prostredie

Globálnu ekonomiku v prvých mesiacoch roka negatívne ovplyvnila vojna na Ukrajine. Tá viedla k cenovému šoku komodít a zintenzívnila už aj tak silné cenové tlaky (graf č. 1). Okrem toho vojna narušila fungovanie ponukových reťazcov.

Nepriaznivo globálnu ekonomiku ovplyvnila aj čínska politika nulového Covidu-19, keď boli časti krajiny uzavreté (napr. Šanghaj). Ekonomická aktivita v Číne sa v marci a apríli prepadla (graf č. 2). Takmer úplné zmrazenie akejkoľvek aktivity v niektorých čínskych mestách rovnako narušilo plynulé obchodné toky. Májový index nákupných manažérov (PMI) síce naznačuje mierne zlepšenie, jeho úroveň však aj naďalej signalizuje pokles aktivity.

Graf 1

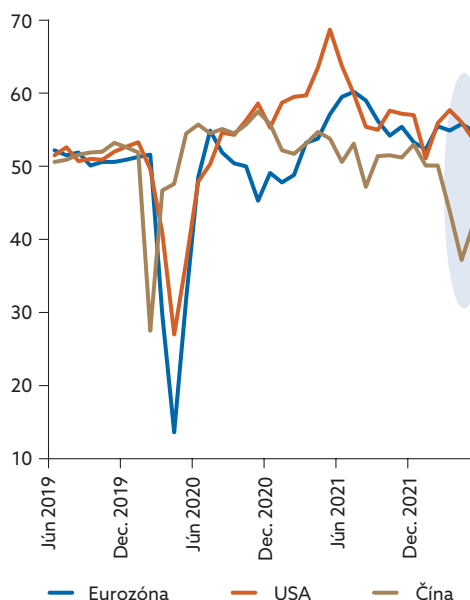
Ceny komodít a globálna spotrebiteľská inflácia (medziročná zmena v %)



Zdroj: Macrobond

Graf 2

Kompozitný index nákupných manažérov (hodnota 50 predstavuje stagnáciu ekonomiky)



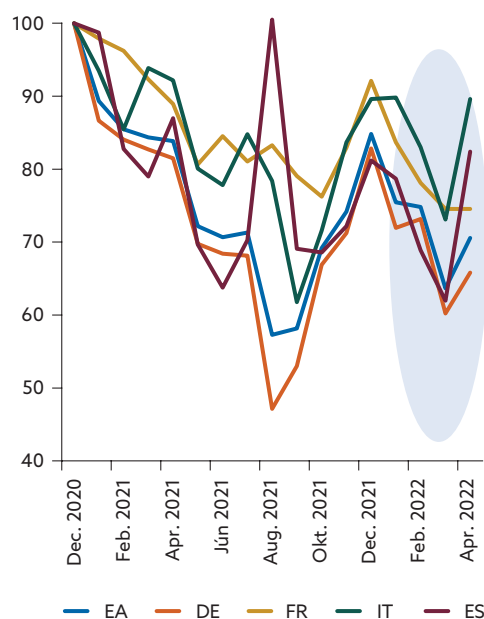
Zdroj: Macrobond

Výkonnosť ekonomiky tak v USA, ako aj v eurozóne je priaznivejšia, aj keď slabne. USA sú vo všeobecnosti menej dotknuté vojnovým konfliktom, navyše v priemyselnej výrobe sú signály zlepšenia dostupnosti výrobných vstupov. V eurozóne je podľa PMI ekonomická aktivita podporovaná najmä sektorom služieb, a to v súvislosti s postkovidovým dobiehaním spotreby orientovanej na cestovanie a iné služby spojené s rekreáciou (hotely, reštaurácie, zájazdy a pod.).

Vojnový konflikt a s ním spojené zhoršenie fungovania dodávateľsko-obchodných vzťahov nepriaznivo doľahlo na priemyselnú výrobu, najmä výrobu motorových vozidiel (graf č. 3). Májové údaje síce naznačujú mierne zlepšenie situácie v tomto odvetví, situácia v jednotlivých krajinách sa líši. Súčasne predstihové indikátory naznačujú pokles objednávok v priemysle (graf č. 4), s možným vplyvom na budúcu produkciu.

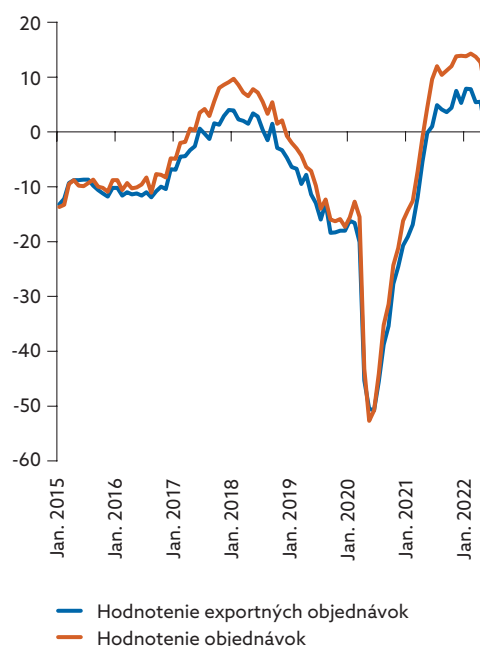
Graf 3

Výroba motorových vozidiel (index, december 2020 = 100)



Graf 4

Hodnotenie objednávok v priemysle (saldo, %)



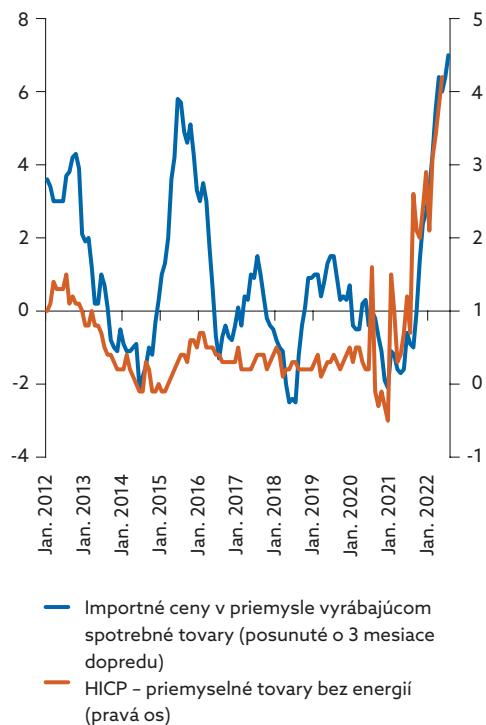
Zdroj: Macrobond

Zdroj: Macrobond

Zvýšené ceny komodít, najmä energií, výrazne prispeli k ďalšiemu nárastu inflácie v eurozóne. Tá sa v porovnaní s koncom roka zrýchli-la o viac ako 3 p. b. na 8,1 % v máji. Okrem cien energií vyššiu infláciu ovplyvnili aj ceny potravín a položky jadrovej inflácie. Zrýchlenie rastu cien tovarov nastalo aj v dôsledku porúch fungovania ponukových reťazcov. V dôsledku chýbajúcich komponentov sa nedostatočná ponuka premietla do rastu dovozných cien a následne aj cien pre spotrebiteľa (graf č. 5). Zrýchlenie cenového rastu služieb do určitej miery súviselo

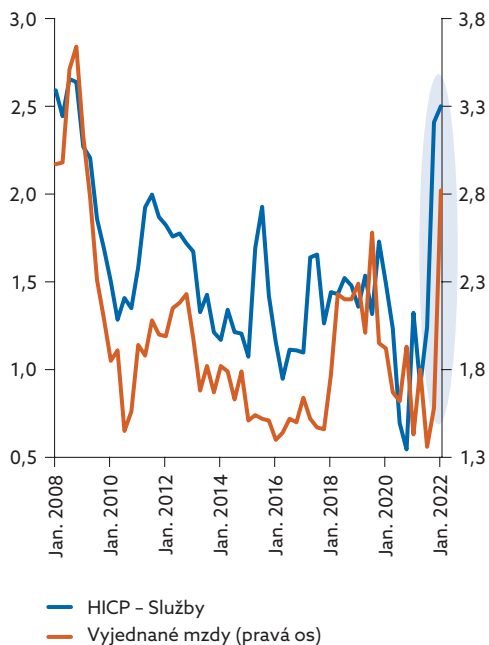
s otváraním ekonomiky a so zvýšeným dopytom po službách, ktoré počas pandémie neboli plne dostupné. Na trhu práce však naďalej pretrváva napätá situácia, ktorá sa začína premietiť do tlaku na mzdy (graf č. 6).

Graf 5
Importné ceny a ceny priemyselných tovarov bez energií (medziročná zmena v %)



Zdroj: Macrobond

Graf 6
Inflácia služieb a rast dojednaných miezd (medziročná zmena v %)

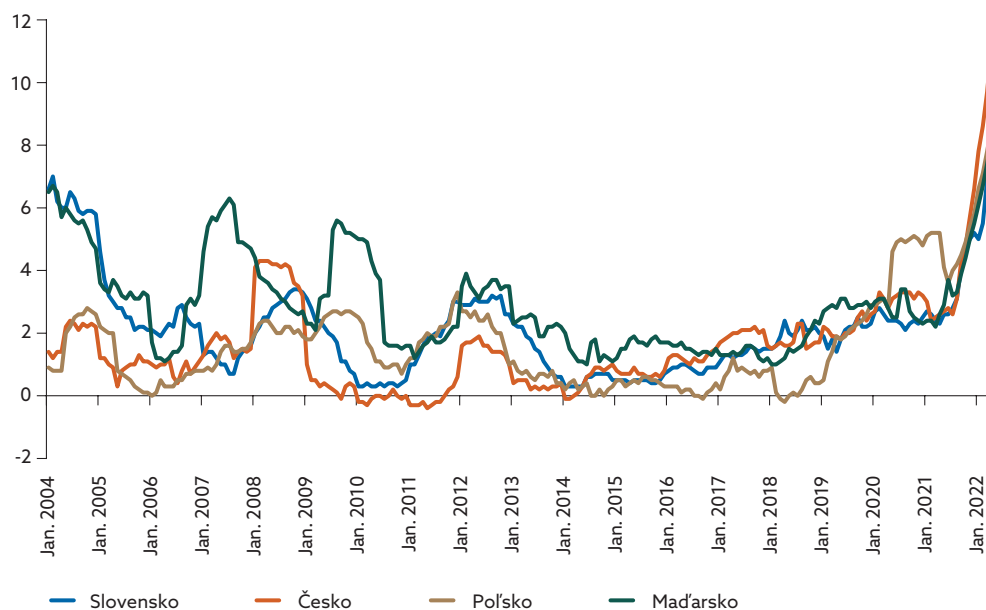


Zdroj: Macrobond

S vysokou infláciou bojujú aj okolité krajiny (graf č. 7). Najmä nové členské krajiny EÚ čelia významným inflačným tlakom. Inflácia v týchto krajinách je vysoko nad priemerom eurozóny a je ťahaná širokým okruhom tovarov a služieb. Súvisí to zrejme najmä s napätím na trhu práce, ktoré je oveľa vyššie ako v eurozóne. To sa prejavuje v dynamickom raste kompenzácií na zamestnanca.

Graf 7

Jadrová inflácia v krajinách V3 (medziročná zmena v %)



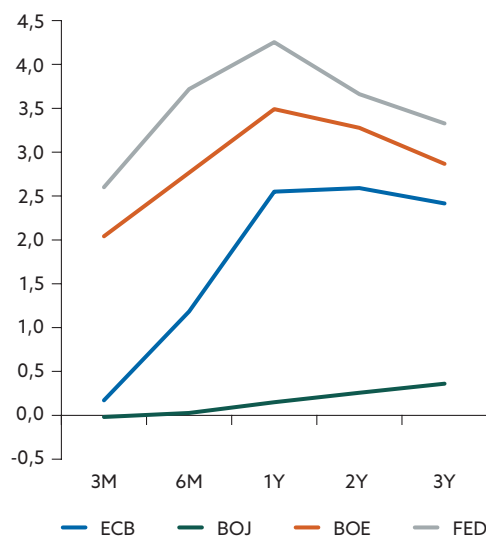
Zdroj: Macrobond

2.2 Menová politika ECB

Európska centrálna banka nastúpila na dráhu postupného sprísňovania nastavenia menovej politiky, aby sa predišlo trvalejšiemu udomácneniu sa vyššej inflácie v eurozóne. Reagujúc na inflačný vývoj, z neho vyplývajúce riziká pre dlhodobé inflačné tlaky a očakávané kroky ECB, sa posúvajú trhové úrokové sadzby smerom nahor (graf č. 8). Prispelo k tomu rozhodnutie o ukončení nákupnej fázy aj posledného programu nákupu aktív a oznámenie o júlovom zvýšení základných úrokových sadzieb. Ak sa hodnotenie výhľadu, či jeho rizík počas leta nezmení, na jeseň by už po desiatich rokoch mohli byť kľúčové úrokové sadzby pozitívne. Dlhodobé kompenzácie za inflačné riziko však zatiaľ nenaznačujú, že by sa inflácia vymykala spod kontroly pri danej trajektórii úrokových sadzieb.

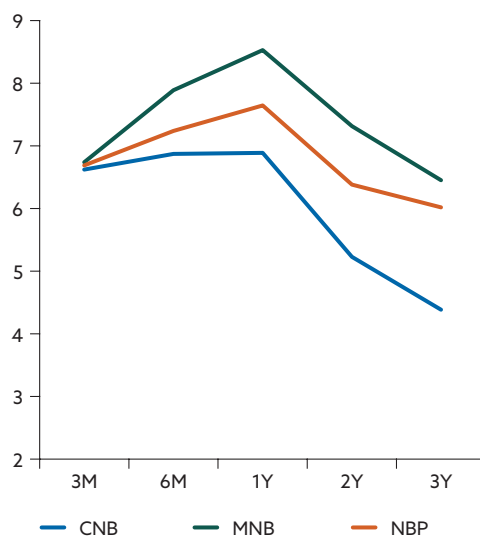
Vzhľadom na odlišnú anatómiu inflačných tlakov a rizík reaguje ECB pomalšie ako napríklad Fed, čo vedie k oslabovaniu kurzu eura. Sprísňovanie nastavenia menovej politiky pokračuje aj v susedných krajinách (graf č. 9).

Graf 8
Očakávaný vývoj kľúčových
úrokových sadzieb hlavných
svetových centrálnych bánk (%)



Zdroj: Bloomberg

Graf 9
Trhom očakávaná trajektória vývoja
kľúčových úrokových sadzieb krajín
V3 (%)



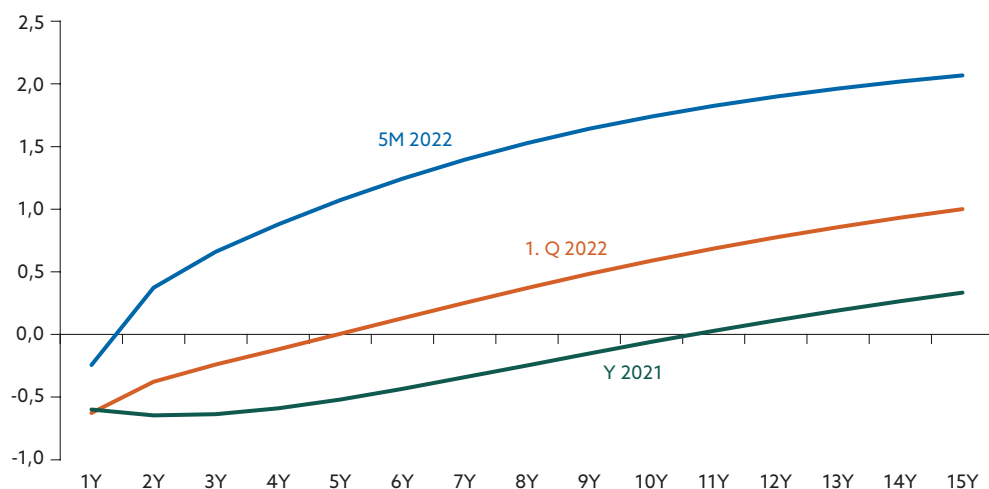
Zdroj: Bloomberg

Finančné podmienky v eurozóne sa pre firmy aj domácnosti mierne sprísnilo a banky sa chystajú na ďalšie ťahovanie v najbližšom období. Banky sprísnilo úverové štandardy a rovnaký odkaz dáva aj prieskum medzi firmami o prístupe k financovaniu. Ťažšia dostupnosť externého financovania vyplýva z neistoty a zo zvýšeného vnímania rizika terajšej situácie aj výhľadu. Avšak aj keď dochádza k zvyšovaniu úrokových sadzieb, pri očakávanej inflácii sú krátke reálne úrokové sadzby stále hlboko negatívne.

Zvyšujú sa aj náklady financovania verejného dlhu členských krajín eurozóny (graf č. 10). Prehodnocovanie rizika a rýchlejšie očakávané sprísňovanie menovej politiky viedlo nielen k zvýšeniu dlhodobých úrokových sadzieb, ale aj k nárastu rizikovej prirážky (graf č. 11) pre viaceré krajiny v rámci eurozóny, ale aj v stredoeurópskom regióne.

Graf 10

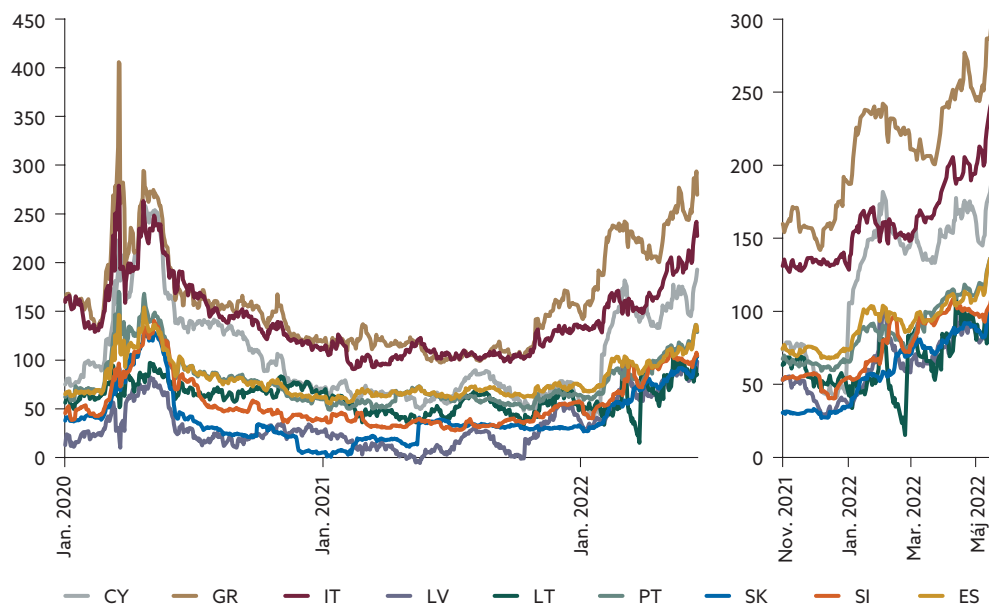
Odhad výnosovej krivky zo štátnych dlhopisov SR (priemerné hodnoty za obdobie, % p. a.)



Zdroj: NBS

Graf 11

Rizikové prirážky (rozdiely vo výnosoch oproti nemeckým dlhopisom, v bázických bodoch)



Zdroj: Bloomberg

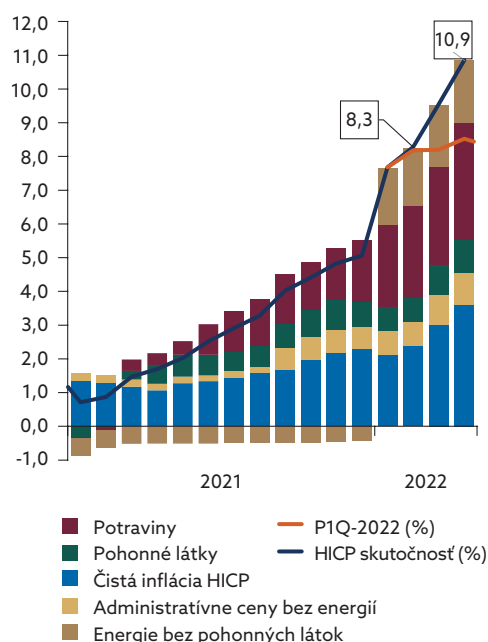
2.3 Aktuálny vývoj v SR

Externé faktory naďalej tlačia infláciu nahor. Pokračujúci konflikt, nerovnováhy v dodávateľsko-odberateľských vzťahoch posúvajú ceny komodít a výrobných cien k rekordným úrovniam. Najmä neistota a riziká spojené s dostupnosťou základných surovín a materiálov pôsobia z historického kontextu na ich extrémne vysoké ceny. Cenová hladina plynu, elektriny, základných po-

travinárskych surovín dosahuje na komoditných trhoch často násobky úrovni spred dvoch rokov. Ich vývoj naďalej pôsobí na zrýchľovanie inflácie (graf č. 12) a krátkodobých inflačných očakávaní v Európe aj na Slovensku.

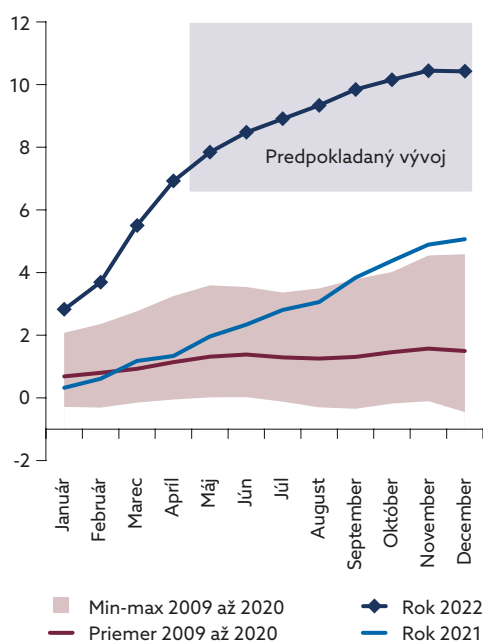
Ceny od decembra minulého roka rástli od prijatia eura najrýchlejším tempom (graf č. 13). Rast cien zasiahol celé spektrum položiek spotrebiteľského koša. Všetky základné zložky koša súčasne prispeli k rýchlejšej inflácii, ako boli očakávania jarnej predikcie. Najviac však prispeli ceny potravín. Rýchly rast cien potravinárskych komodít s miernym oneskorením ženie ceny potravín rýchlo nahor. Ich tempo prekročilo 10 % a ceny výrobcov nepoľavujú v zrýchľovaní. Možné je tak očakávať ich vyššie ceny ešte aj v druhej polovici roka 2022

Graf 12
Štruktúra HICP inflácie (medziročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Graf 13
Kumulovaný rast cien od začiatku roka (%)

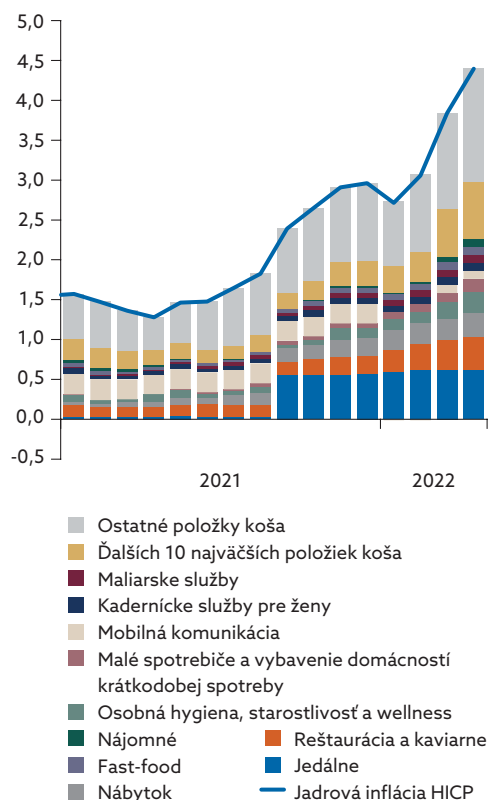


Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Vjadrovej inflácii HICP sa premietajú najmä ceny vstupov, vrátane miezd.

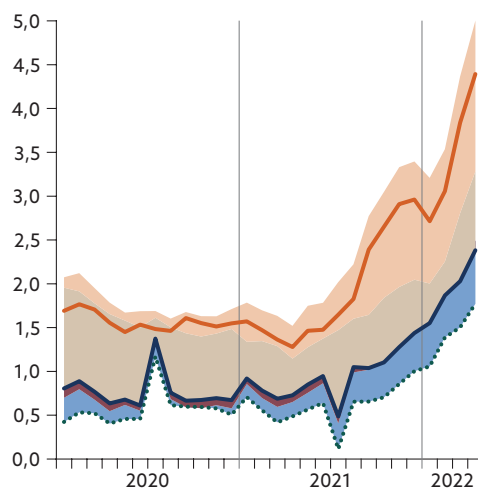
Ceny vstupov odzrkadľujú pokračujúce vysoké tempo dovozných cien a prenos aktuálneho vývoja cien potravín a energií. Efekty sa kumulujú najmä do 10 položiek (graf č. 14). Tie predstavujú polovicu príspevku jadrovej inflácie k HICP. V porovnaní s vývojom v eurozóne je jadrová inflácia na Slovensku dlhodobo vyššia. Prispieva výraznejšie k celkovej inflácii. Rozdiel bol relatívne stabilný. V období od otvorenia ekonomík sa jadrová inflácia výraznejšie zrýchľovala oproti priemernému tempu v eurozóne (graf č. 15) najmä v dôsledku práve spomenutých 10 položiek jadrovej inflácie. Ide o položky, v ktorých sa premietajú nákladové efekty pandémie a rýchlejší rast miezd. K inflácii však prispieva aj rastúci spotrebiteľský dopyt.

Graf 14
Štruktúra jadrovej inflácie (príspevky k HICP v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Graf 15
Zdroje rozdielnych príspevkov jadrovej inflácie k HICP na Slovensku a v eurozóne (príspevky k HICP v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Celkovo **zrýchľovanie inflácie negatívne pôsobí na tvorbu reálnych príjmov a úspor**. Najmä slabšie príjmové skupiny pociťujú vysoký rast cien potravín a energií. V budúcom roku bude situácia ešte napätjšia v dôsledku očakávaného bezprecedentného nárastu cien plynu a tepla.

Box 1

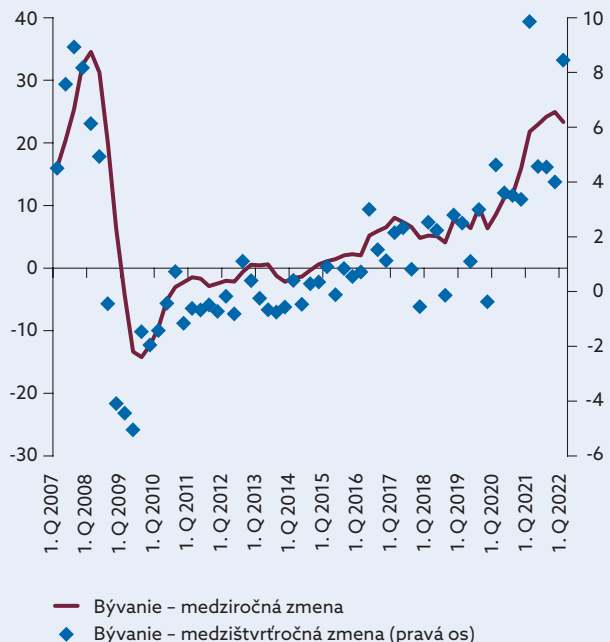
Dostupnosť bývania je pod dlhodobým priemerom takmer na celom Slovensku

Ponukové ceny nehnuteľností na bývanie vzrástli v 1. štvrtroku 2022 o 8,5¹ % v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom. V medziročnom vyjadrení ide o rast 23,3 % (graf A). Rast cien bytov je jednoznačne rýchlejší ako rast cien rodinných domov. Z regiónov sledujeme najvýraznejší rast v Košickom, Banskobystrickom a Trnavskom kraji.

¹ Od 1. štvrtroka 2022 prebieha výpočet cien nehnuteľností na základe údajov z databázy od spoločnosti United Classifieds. Z dôvodu lepšej interpretovateľnosti sme preto zrevidovali údaje za rok 2021 na základe nových dát. Všetky uvedené medziročné a medzištvrtročné dynamiky sú vypočítané už na revidovaných údajoch.

Graf A

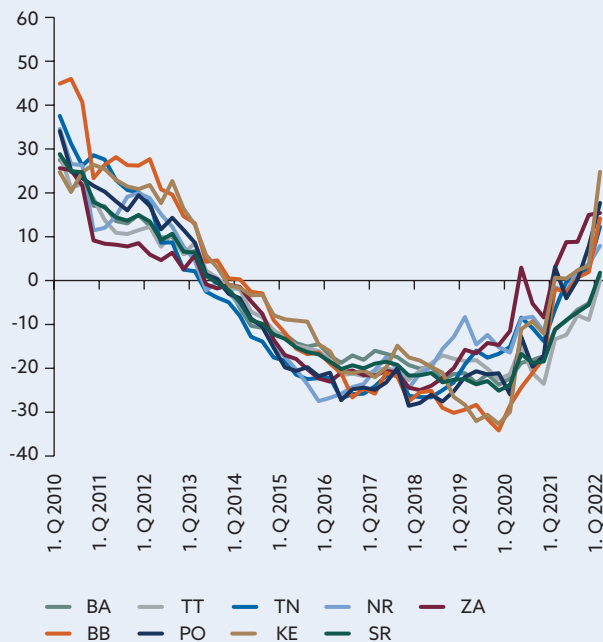
Vývoj priemernej ceny bývania (%)



Zdroj: NARKS, United Classifieds

Graf B

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



Zdroj: NARKS, ŠÚSR, NBS, United Classifieds

Index dostupnosti bývania (HAI)² sa dostal nad úroveň dlhodobého priemeru v takmer všetkých krajoch (graf B). Hodnoty za rok 2021 sú mierne vyššie z dôvodu revízie. Najvýraznejší nárast aj napriek tomu pripadá na 1. štvrťrok 2022. Hlavným dôvodom zhoršenia dostupnosti je rast cien nehnuteľností dlhodobo prekračujúci rast miezd. Efekt posilňuje aj očakávanie zvýšenia úrokových sadzieb. Najviditeľnejšie je zhoršenie v Košickom kraji. Trnavský kraj je jediný, ktorý je ešte stále pod úrovňou dlhodobého priemeru.

Keď do porovnania cien nehnuteľností s príjmami zahrnieme aj ďalšie makroekonomické ukazovatele (spojené v podobe Kompozitného indexu³), pozorujeme mierne zlepšenie (graf C). Z jednotlivých zložiek poklesol najmä ukazovateľ úvery na bývanie k disponibilné-

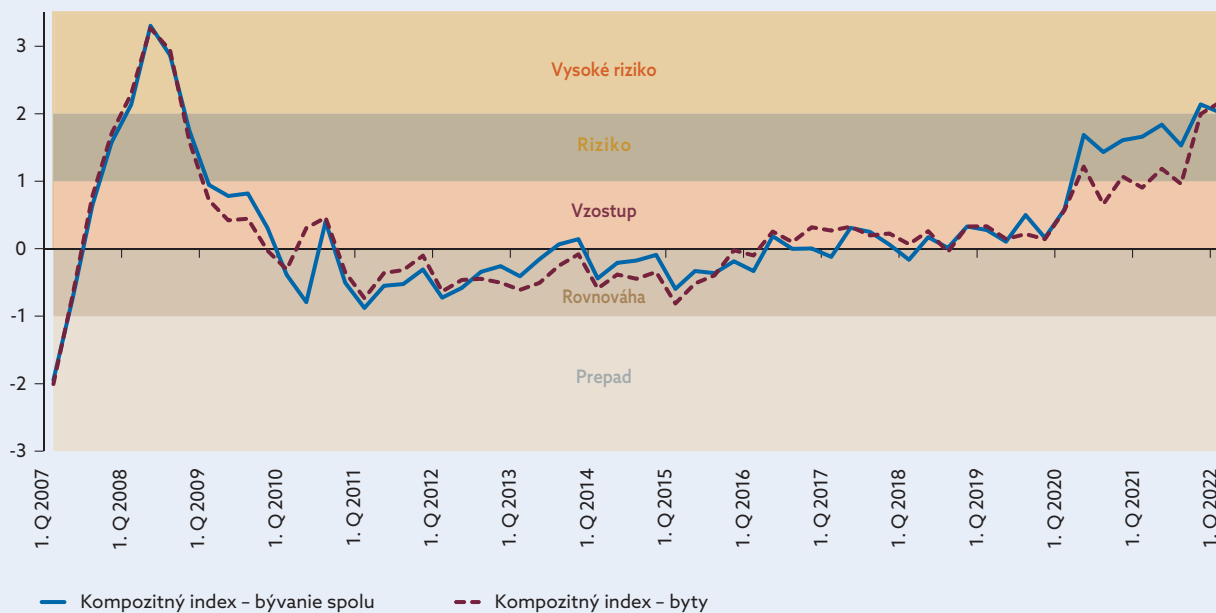
² Výpočet indexu dostupnosti bývania je založený na tzv. primeranom príjme, ktorý vychádza z aktuálnej priemernej výšky splátky hypotéky (pri zohľadnení aktuálnych cien nehnuteľností a úrokových mier). Primeraný príjem sa porovnáva s úrovňou miezd v jednotlivých regiónoch. Výsledný podiel je potom interpretovaný vo vzťahu k dlhodobému priemeru.

³ S cieľom vyhodnotenia vplyvu cien nehnuteľností na finančnú a ekonomickú stabilitu porovnávame ich vývoj s vývojom ich základných teoretických fundamentov. Služí na to kompozitný index, založený na pomerových ukazovateľoch (reálna cena bývania, cena/príjem, cena/nájom, úvery na bývanie/hrubý disponibilný príjem domácností, objem výstavby bytových budov/HDP). Bližšie informácie o zostavovaní kompozitného indexu v analytickom komentári [Kompozitný index na hodnotenie vývoja ceny bývania](#).

mu príjmu, v menšej miere aj objem výstavby na HDP. Ostatné premenné dosahovali len slabší nárast. V prípade samotných cien bytov pozorujeme, naopak, zhoršenie v približne rovnakom rozsahu. V priebehu predchádzajúceho roku rástli najmä ceny rodinných domov. Na prelome rokov však prevláda rast cien bytov, čo vytvára spomenutý rozdiel.

Graf C

Kompozitný index na hodnotenie vývoja ceny bývania



Zdroj: NARKS, ŠÚSR, NBS, United Classifieds

Medziročný rast nájomného sa na prelome rokov začal zotavovať, v 1. štvrtroku dosiahol 5,2 %⁴ (graf D). Čiastočne možno tento nárast prisúdiť aj prílevu odídencom z Ukrajiny, čím sa zvýšil dopyt po nájomnom bývaní. Naďalej však platí, že za úrovňami pred pandémie zaostáva. Tento vývoj je v kontraste s vysokým rastom cien nehnuteľností. Bývanie v podnájme sa dnes oproti kúpe vlastnej nehnuteľnosti javí ako relatívne výhodnejšia alternatíva.

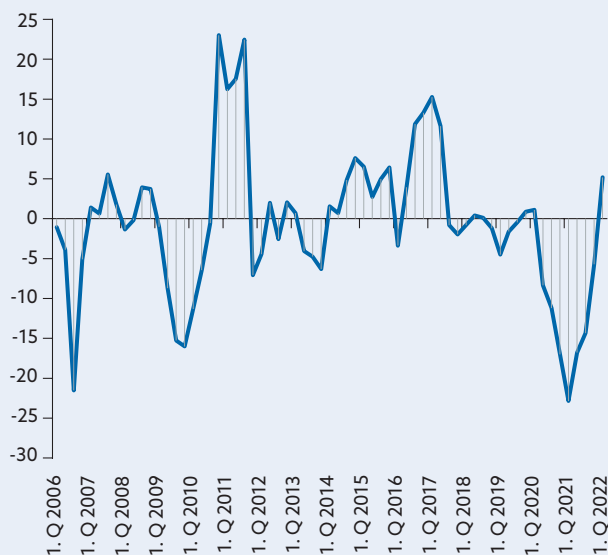
Výstavba bytových budov bola v 1. štvrtroku 2022 v medziročnom porovnaní o takmer 20 % vyššia. Na začiatku roka evidujeme výrazný pokles počtu dokončených bytov. Pravdepodobne ide o dobiehanie slabšej výstavby začatej počas obdobia pandémie. Počet aktuálne rozostavaných bytov naďalej rastie. Vydané stavebné povolenia a začaté byty sú v medziročnom porovnaní v pluse. Vývoj v stavebníctve bude poskytovať v dlhodobom horizonte impulzy smerom k stabilizácii cien nehnuteľností, krátkodobo však pôsobí skôr rastovo.

⁴ Rovnako ako v prípade cien ide o údaj vypočítaný už na revidovaných údajoch.

Čistý prírastok úverov na nehnuteľnosti v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom mierne poklesol (graf E). Nižšie boli predovšetkým údaje za prvé dva mesiace. Úvery v marci tento pokles nedokázali vykompenzovať, a to aj napriek tomu, že dosiahli nový historický rekord. Prírastok v apríli je miernejší ako v marci, naďalej však naznačuje, že aktivita na realitnom trhu zostáva pomerne vysoká.

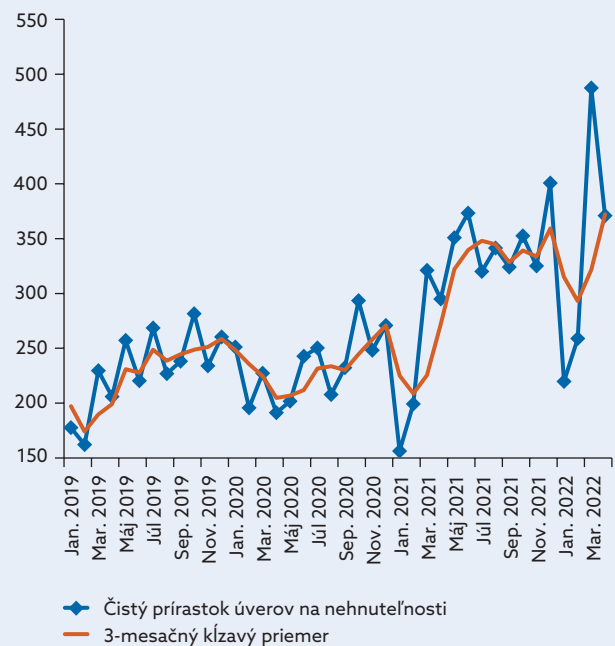
Počas 1. štvrťroka pozorujeme pri poskytnutých úveroch postupné zvyšovanie úrokových sadziieb. Údaje o objemoch poskytnutých úverov naznačujú, že domácnosti sa na začiatku roka snažili využiť ešte stále nízke úrokové sadzby, čím zároveň vytvárali dodatočný tlak na ceny nehnuteľností. Dvíhanie sadziieb navyše prinieslo výraznú vlnu refinancovania hypotekárnych úverov.

Graf D
Priemerná cena nájomného bývania
(medziročná zmena v %)



Zdroj: NARKS, United Classifieds

Graf E
Čistý prírastok úverov na nehnuteľnosti
(mil. EUR)



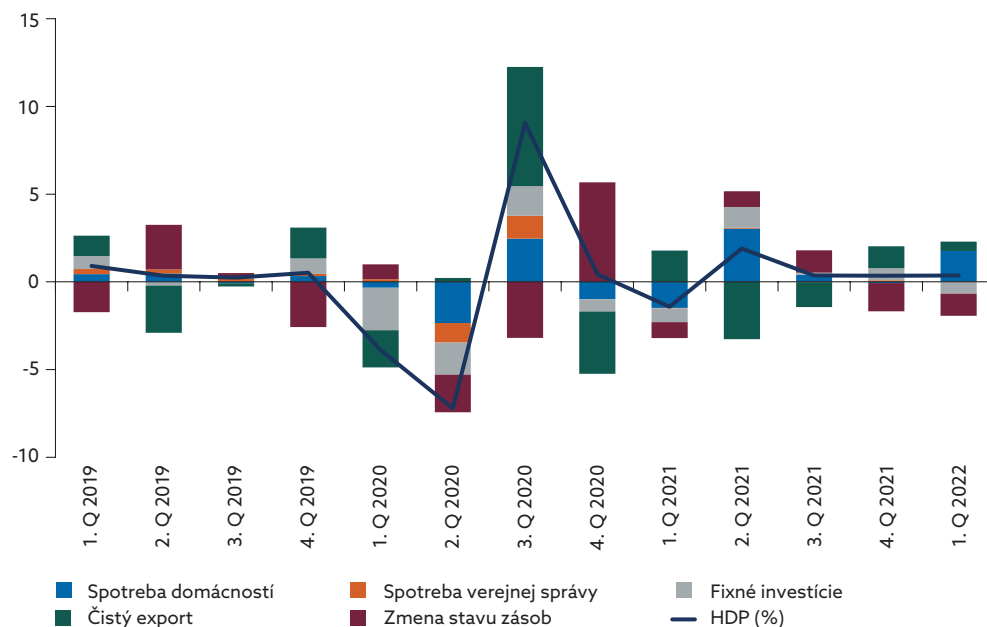
Zdroj: ECB

Rast ekonomiky v 1. štvrtroku 2022 o 0,4 % medzištvrtročne bol výrazne pod očakávaniami. Pozitívny efekt z uvoľňovania opatrení stlmil začiatok vojny na Ukrajine a vysoké ceny (graf č. 16). K dosiahnutiu predpandemickej úrovne chýba ekonomike 0,8 %. Domácnosti aj napriek rastúcej inflácii a výraznej omikronovej vlně zvyšovali svoju spotrebu, a potiahli tak celkový ekonomický rast. Naopak, stabilizáciu problémov s dodávkami

v priemysle oddialil vojnový konflikt, ktorý vyvolal aj výraznú vlnu neistoty a posunul ceny niektorých komodít na rekordné úrovne. Prejavilo sa tak riziko oveľa väčších problémov v dodávateľských reťazcoch a v logistike, na ktoré sme poukazovali v jarnej predikcii.

Graf 16

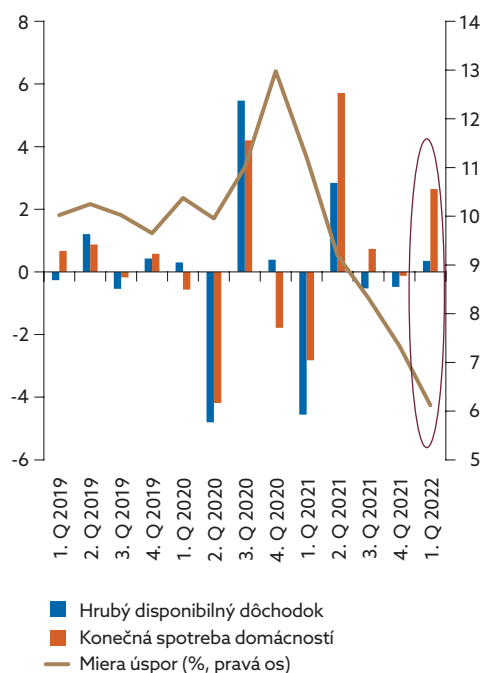
Vývoj HDP (medzištvrtročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

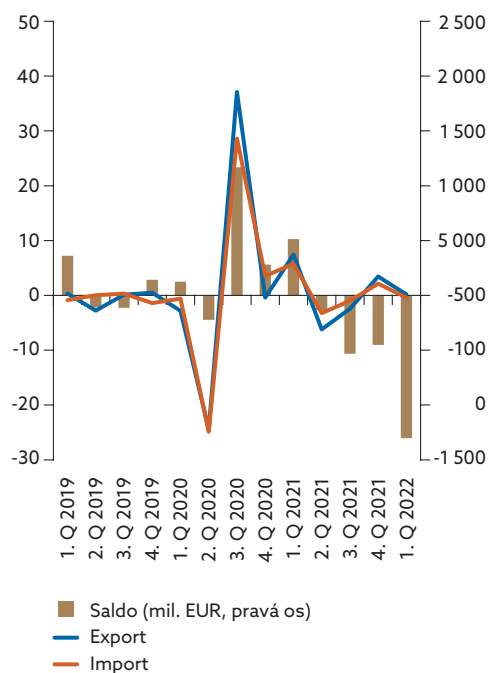
Domácnosti s postupným uvoľňovaním opatrení mýňali viac na služby, oživil sa taktiež dlho zaostávajúci cestovný ruch. Efekt pandémie a reštriktívnych opatrení na ekonomiku nebol výrazný. Už v priebehu 1. štvrtroka sa ľudia vracali k bežným spotrebným zvyklostiam. Vo väčšej miere navštevovali reštaurácie a postupne začali realizovať dovolenky. Od zvýšenia spotreby domácnosti zatiaľ neodradila ani inflácia, ktorá stále viac ukrajovala z ich príjmov (graf č. 17). Výraznejší pokles vkladov dokumentuje, že na uspokojovanie svojich potrieb museli využiť časť úspor.

Graf 17
Vývoj príjmu a spotreby domácností
(s. c., medzištvrtročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Graf 18
Vývoj zahraničného obchodu (s. c.,
medzištvrtročná zmena v %, mil. EUR)



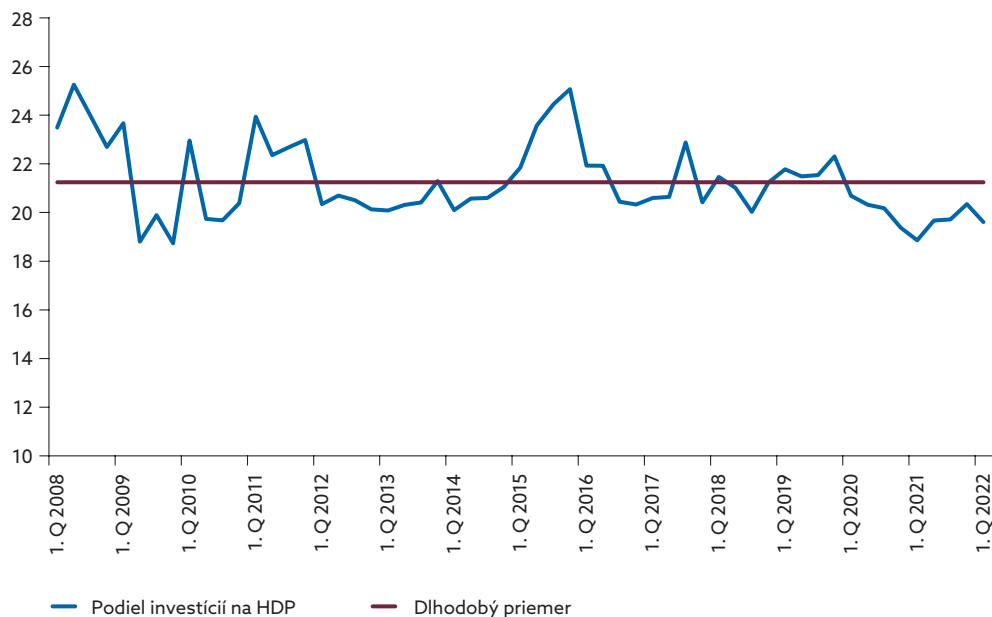
Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Vývoj vývozu začiatkom roka nepriaznivo zasiahol začiatok vojny na Ukrajine. V prvých mesiacoch roka pretrvávali problémy s dodávkami čipov v priemysle, ktoré naďalej negatívne ovplyvňovali produkciu a vývozy. Začiatok vojny tieto problémy ešte prehĺbil. Navyše sa podniky museli popasovať s výraznou neistotou, ktorá posunula ceny komodít na vysoké úrovne.

Saldo zahraničného obchodu skončilo výrazne negatívne vplyvom extrémne vysokých cien dovážaných komodít. Problémy v priemysle viedli na jednej strane k nižšiemu vývozu, na druhej strane vysoké ceny ropy a plynu navyšovali dovozy. Výsledkom tohto vývoja bol najvyšší deficit zahraničného obchodu v histórii Slovenska (graf č. 18).

Investičná aktivita zostáva utlmená (graf č. 19), chýbajú najmä vládne investície. Podniky uskutočňovali investície na obnovu strojov a nákup dopravných prostriedkov. Oživenie stavebnej produkcie znemožňujú vysoké ceny stavebných materiálov. Dobiahanie investícií brzdila aj výrazná neistota. Nerozbehlo sa ani očakávané oživenie čerpania fondov EÚ.

Graf 19
Investície (% HDP)

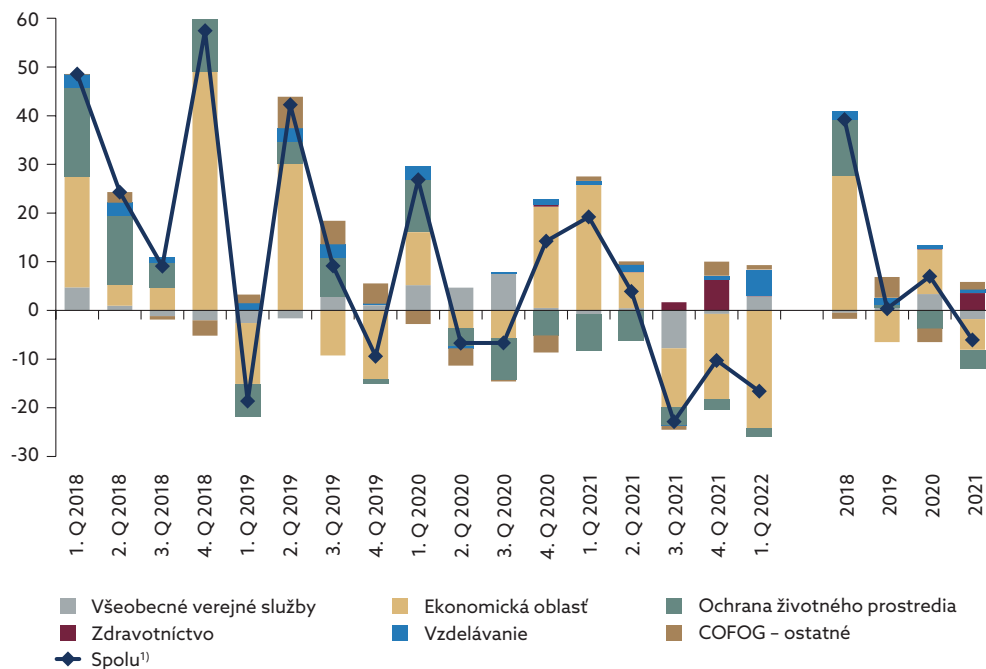


Zdroj: Výpočty NBS

Vývoj výdavkov financovaných z rozpočtu EÚ naznačuje určité zlepšenie. Je to však stále nedostatočné na to, aby sa všetky zdroje včas vyčerпали. Výdavky financované z rozpočtu EÚ zaznamenali v 1. štvrtroku 2022 medziročný pokles 17 % (graf č. 16). Spomalenie však čiastočne spôsobila vyššia porovnávacía báza v predchádzajúcom období, keď sa čerpanie krátkodobá pandemická pomoc na udržanie zamestnanosti (kurzarbeit). Po očistení bázy o pandemickú pomoc by čerpanie za uvedené obdobie, naopak, rástlo 36 %. Ekonomicky nákladné projekty v oblasti dopravy zaostali, keď si nedokázali zachovať úroveň čerpania z predchádzajúceho obdobia. Na druhej strane sa lepšie vyvíjala podpora vzdelávacích programov na rôznych úrovniach školstva, vrátane rozvoja pedagogických kapacít.

Graf 20

Hotovostné výdavky z prostriedkov EÚ (s. c. roku 2015, medziročná zmena v %)



Zdroj: Štátna pokladnica, IMTS 2014+, výpočty NBS

1) Očistené o transfery do finančných nástrojov.

Box 2

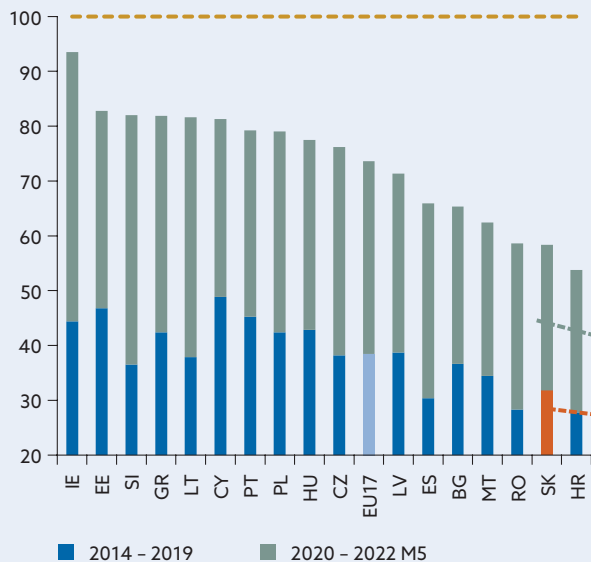
Slovensko nedostatočne čerpá prostriedky EÚ

Príjmy v rámci 3. programového obdobia rokov 2014 – 2020 (3PO) v roku 2021 zaznamenali medziročný pokles, keď nedokázali nadviazať na dynamickejší vývoj predchádzajúceho roka (graf A). Kým súhrnná pandemická pomoc vyplatená z eurofondov prispievala k čerpaniu v oboch rokoch na porovnateľnej úrovni (podpora zamestnanosti v ekonomickej oblasti, materiálová pomoc v zdravotníctve a tvorba inštitucionálnych kapacít), pokles zapríčinilo viac faktorov. Na spomalení mali svoj podiel pandemické obmedzenia ekonomickej aktivity a do istej miery aj problémy s plnením kontraktov pri raste cien vstupných nákladov. Významným faktorom je aj celkovo slabšia výkonnosť implementačného systému.

V porovnaní s ostatnými krajinami Slovensko dlhodobo zaostáva vo využívaní eurofondov. Z krajín, ktoré najviac získavajú z podpory regionálnej súdržnosti EÚ, sa nachádza s 58 % na priečkach s najnižšou mierou čerpania (graf B). Kým pred pandémiou sa Slovensko nachádzalo na relatívne lepšej pozícii (14. miesto), od roku 2020 kleslo na predposledné miesto. Niektoré krajiny dokázali za toto krátke obdobie prekonať objem, ktorý čerpali v rokoch 2014 – 2019 (krajiny nachádzajúce sa nad uhlopriečkou). Priemer EU17 celkovo indikuje, že veľa krajín sa tomuto objemu priblížilo. Kým v období rokov 2014 – 2019 sa priemerne čerpalo 38 % z alokácie 3PO, od roku 2020 sa vyčerpalo dodatočných 35 %. Slovensko zaostalo aj v tomto ukazovateli, keď od roku 2020 dodatočne vyčerpalo len 27 %.

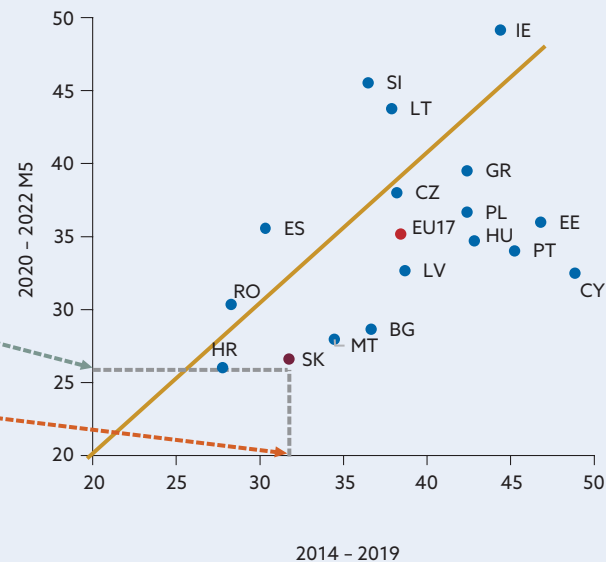
Graf A

Čerpanie fondov EÚ vo vybraných krajinách¹⁾
(% z alokácie 3PO)



Graf B

Čerpanie fondov EÚ v medziobdobiach
(% z alokácie 3PO)



Zdroj: EK, výpočty NBS

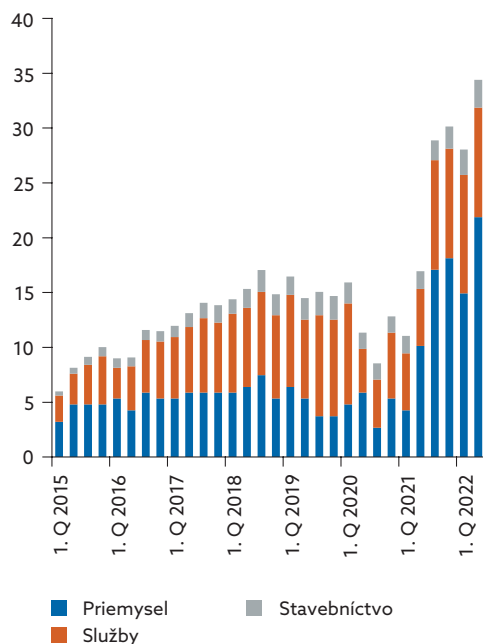
1) Čerpanie z pohľadu platieb EK. Stav k 31. 5. 2022.
Bez Európskeho fondu rozvoja vidieka.

Zdroj: EK, výpočty NBS

Väčšina krajín aj napriek pandemickým obmedzeniam, výpadkom v dodávkach komponentov a cenovému šoku relatívne úspešne pokračovala v čerpaní. V prípade Slovenska to naznačuje, že výkonnosť systému riadenia a implementácia 3PO je tak pravdepodobne významným faktorom slabého čerpania.

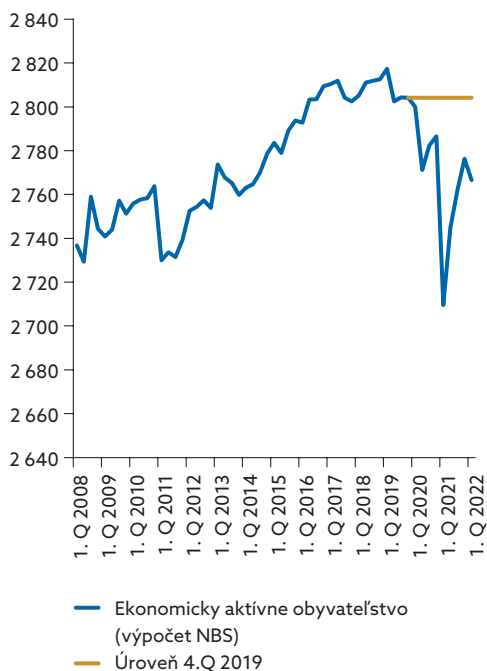
Na začiatku roka sa ešte prehĺbilo napätie na trhu práce. Rekordné počty firiem hlásili nedostatok kvalifikovanej pracovnej sily (graf č. 21), čo im bránilo v ďalšej expanzii. Najviac voľných pracovných miest inzerovali služby, obchod a priemyselná výroba. Avšak jedine v priemysle sa podarilo obsadiť viac pozícií. Firmy dokázali zamestnať ľudí z radov nezamestnaných a cudzincov. K silnému pnutiu na trhu práce prispel pokles ekonomicky aktívneho obyvateľstva (graf č. 22). Zvýšil sa počet ľudí, ktorí odišli do dôchodku alebo opustili trh práce z osobných dôvodov. Obchodu a službám pomohol až väčší počet odídcov z Ukrajiny, ktorí si nachádzali zamestnanie. Potvrdzujú to mesačné údaje o zamestnaných cudzincoch za prvé dva mesiace 2. štvrťroka.

Graf 21
Vnímaný nedostatok pracovnej sily
(% respondentov)



Zdroj: EK, výpočty NBS
Poznámka: Stavebníctvo – údaj za 2. Q 2022 je priemer za apríl a máj.

Graf 22
Ekonomicky aktívne obyvateľstvo
(úroveň v tis. osôb)

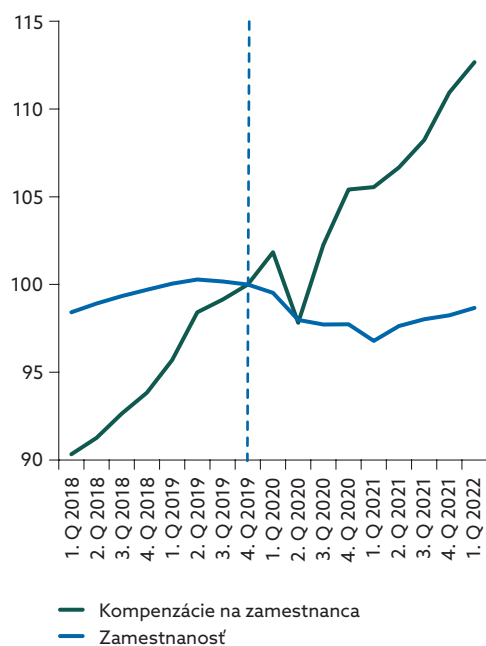


Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Zamestnanosť pokračovala v raste aj napriek pandemickej vlne a pretrvávaajúcemu nedostatku súčiastok (graf č. 23).

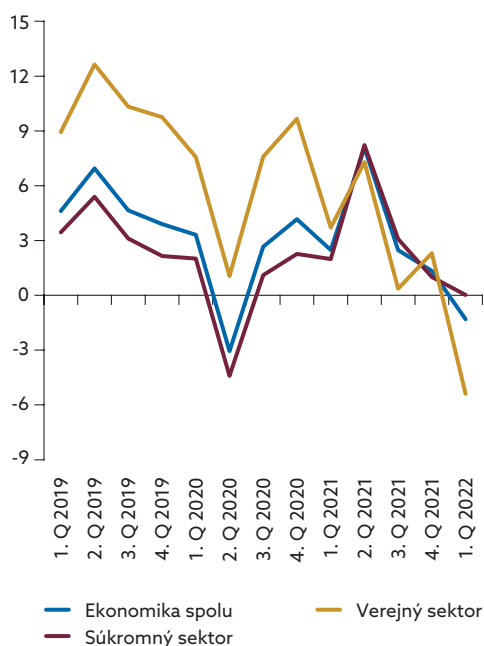
Mzdy v celej ekonomike zrýchlili rast začiatkom roka. Je však značný rozdiel v jednotlivých častiach hospodárstva. V súkromnom sektore dokáže rast miezd aspoň pokryť infláciu, a neznižuje sa tak kúpyschopnosť. Otvorenie ekonomiky spôsobilo, že v odvetviach najviac postihnutých protipandemickými opatreniami rástol počet odpracovaných hodín. Najväčší nárast zaznamenali odvetvia obchodu a ubytovacích služieb a oblasť rekreácie a kultúry. V nich následne rýchlo vzrástli aj mzdy. Vo verejnej správe sa dynamika miezd spomalila, čo viedlo k výraznému poklesu reálnej mzdy (graf č. 24).

Graf 23
Zamestnanosť a kompenzácie na zamestnanca (index, 4. Q 2019 = 100)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Graf 24
Reálne mzdy (medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR

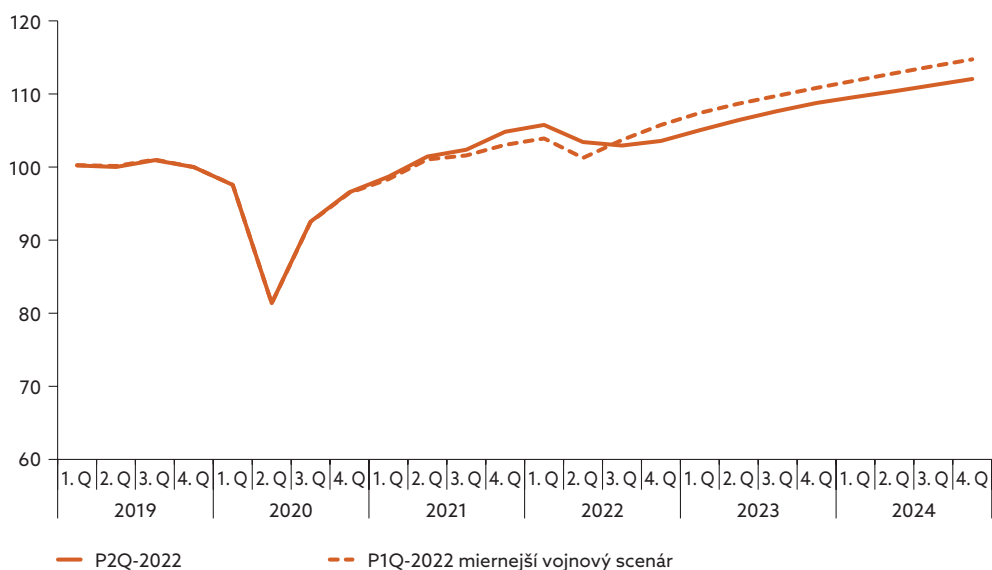
3 Strednodobá predikcia

3.1 Globálny výhľad a technické predpoklady predikcie⁵

Vojna na Ukrajine permanentne znižuje výhľad zahraničného dopytu po slovenských produktoch. Index zahraničného dopytu (graf č. 25) od svojho pandemického prepadu v roku 2020 kontinuálne rástol, i keď dopyt zo strany slovenských obchodných partnerov tlmili narušenia dodávateľsko-odberateľských reťazcov. Tieto narušenia však nepredstavovali permanentné riziko nižšieho dopytu zo zahraničia. No vojna na Ukrajine, okrem spôsobovania ďalších značných narušení logistických kanálov, znižuje očakávaný objem slovenského obchodu so zahraničím. Hlavným dôvodom je výpadok obchodu najmä s Ruskom, ktorý sa nepodarí úplne vykompenzovať. Na konci strednodobého horizontu sa očakáva úroveň zahraničného dopytu nižšia až o takmer 2 %.

Graf 25

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



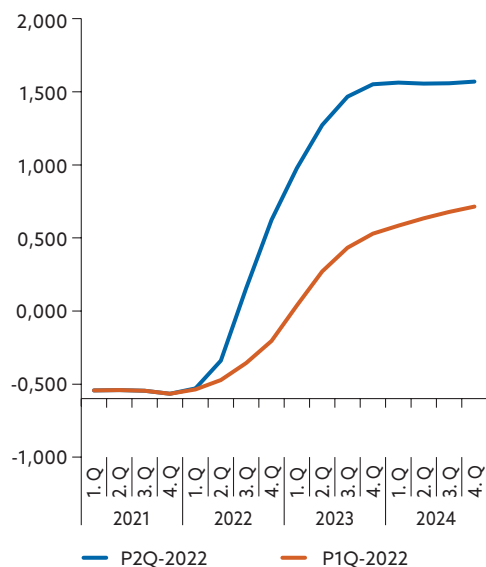
Zdroj: Výpočty NBS

Oproti minulej predikcii očakávame nižšie úrovne cien ropy USD a slabší kurz eura voči doláru. Cena ropy by mala kulminovať v tomto roku.

Vyššia inflácia a trhové vyhliadky spôsobili značný nárast krátkych i dlhodobých trhových úrokových sadzieb (grafy č. 26 a 27).

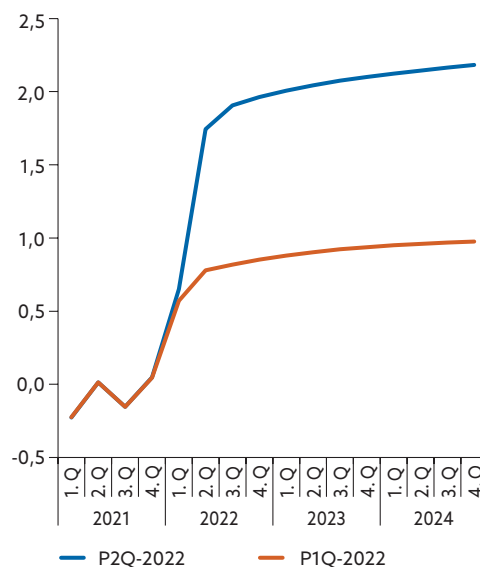
⁵ Technické predpoklady strednodobej prognózy vychádzajú z Makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu – jún 2022.

Graf 26
3-mesačný Euribor dlhopisov



Zdroj: EK, výpočty NBS

Graf 27
Výnosy 10-ročných SK vládných



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

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

	Skutočnosť	P2Q-2022				Zmena oproti základnému vojnovému scenáru (jar 2022)		
		2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Rast zahraničného dopytu Slovenska	10,7	2,1	2,9	3,6	-0,5	-2,4	-0,2	
Výmenný kurz USD/EUR ¹⁾²⁾ (úroveň)	1,18	1,07	1,05	1,05	-2,3	-3,5	-3,5	
Cena ropy v USD ¹⁾²⁾ (úroveň)	71,1	105,8	93,4	84,3	-7,0	-0,4	-2,9	
Cena ropy v USD ¹⁾	71,3	48,8	-11,7	-9,8	-11,3	5,9	-2,4	
Cena ropy v EUR ¹⁾	65,2	64,4	-10,0	-9,8	-8,3	7,0	-2,4	
Ceny neenergetických komodít v USD	42,1	14,4	-4,9	-6,3	7,3	1,5	-0,3	
EURIBOR - 3M (% p. a.)	-0,5	0,0	1,3	1,6	0,4	1,0	0,9	
Výnos 10-ročného štátneho dlhopisu SR (%)	-0,1	1,6	2,1	2,2	0,8	1,2	1,2	

Zdroj: ECB, ŠÚ SR, výpočty NBS

Poznámka:

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

Geopolitická situácia je stále značne neistá, preto je dôležité zdôrazniť predpoklady vývoja, ktoré zvažujeme:

- Vojna na Ukrajine bude pokračovať do konca roka. V ďalších rokoch by malo prísť k deeskalácii, pričom sankcie zostanú v platnosti do konca horizontu predikcie.
- Takýto vývoj povedie k spomaleniu prílevu utečencov v najbližšom období. Prílev utečencov zväčší pracovnú silu, ale v strednodobom horizonte sa časť utečencov začne vracť domov.

- V niektorých oblastiach zahraničného obchodu, ktoré sa spoliehajú na dodávky surovín/komodít z Ruska, dôjde k narušeniu dodávateľských reťazcov. Zakomponované je embargo na dovoz uhlia a ropy.
- Ponukové faktory sa prejavia v intenzívnejšom raste cien.

Tabuľka 3 Predpoklad počtu odídencov z Ukrajiny (ročné priemery)

	2022	2023	2024
Štatút dočasného útočiska	79 341	101 461	59 392
Zamestnanosť	5 224	10 250	7 621

Zdroj: NBS

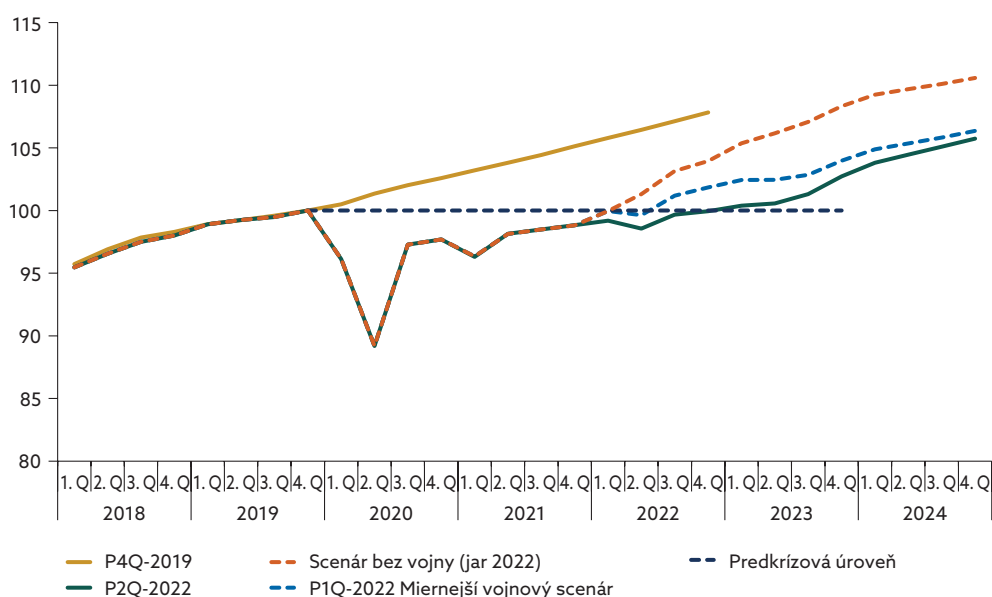
3.2 Makroekonomická predikcia SR

3.2.1 Ekonomický rast

Dôsledky vojny na Ukrajine bude cítiť naša ekonomika ešte dlhé obdobie. Predpandemickú úroveň by sme mohli dosiahnuť koncom tohto roka, avšak ani na konci horizontu predikcie nenabehneme na trend spred pandémie (graf č. 28). Skôr naopak, oproti jarnej predikcii sa ešte viac odchyľme. Hlavnými dôvodmi sú slabší globálny obchod a vysoká inflácia, ktorá tu zostane dlhšie obdobie. Bude tak ukrajovať z príjmov a úspor domácností. Oproti jarnej predikcii sme výhľad zhoršili, keď vojna na Ukrajine a lockdowny v Číne spomaľujú oživenie globálnej ekonomiky, prehľbujú logistické problémy a narúšajú dodávateľské reťazce. To sa následne prenáša do rastúcich cien vstupov a dodatočných inflačných tlakov.

Graf 28

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

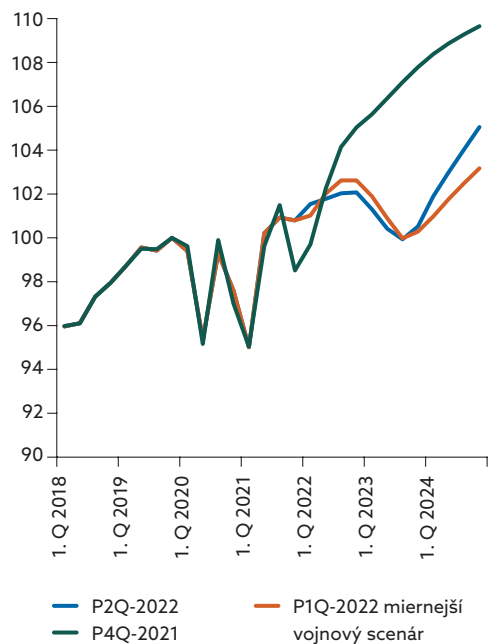


Zdroj: Výpočty NBS

Slovenský export utrpí vplyvom slabšieho zahraničného dopytu významnejšie straty. V poslednom období sa naakumulovalo viacero negatívnych faktorov, ktoré brzdia náš priemysel. K dlhodobu pretrvávajúcim nedostatkom niektorých komponentov v automobilovom priemysle sa pridali vplyvom vojny na Ukrajine narušené dodávateľské reťazce. Zároveň sa po ústupe pandémie znižuje zahraničný dopyt po výrobkoch. Otváranie ekonomík spôsobilo, že sa presúva dopyt viac aj do sektora služieb. V neposlednom rade sa rastúce ceny vstupov premietajú do cien finálnych produktov, a tým sa znižuje dopyt po nich. Predpokladáme, že mnohé tieto faktory sú krátkodobé a postupne by mali odznieť. Globálny obchod by sa mal v strednodobom horizonte obnoviť, čo potiahne aj našu exportnú výkonnosť.

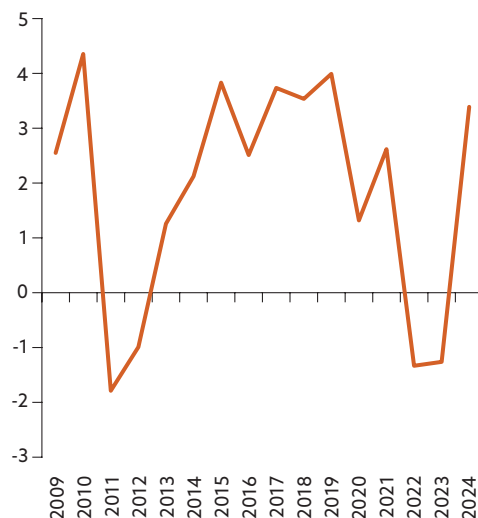
Z domácich komponentov by mala potiahnuť ekonomiku najmä súkromná spotreba. Posledná pandemická vlna spôsobená variantom omikron nezanechala vážnejšie ujmy spotrebiteľskému apetítu. Uvoľnenie opatrení by malo viesť k vyššiemu využívaniu služieb v najbližších mesiacoch. Brzdou rastu súkromnej spotreby bude inflačný vývoj. Rast príjmov nedokáže pokryť zrýchľujúcu infláciu a domácnosti pravdepodobne načrú výraznejšie do úspor. Priestor v tomto roku ešte existuje, avšak malý objem vynútených úspor z pandemického obdobia sa na rozdiel od iných krajín rýchlo mína. V budúcom roku zostane inflácia stále dvojciferná, čo spôsobí pokles reálnych príjmov a domácnosti sa budú obmedzovať v utrácaní. Predpokladáme preto, že spotrebiteľský dopyt v budúcom roku poklesne (graf č. 29). Obdobie, keď dva roky po sebe poklesli reálne príjmy, sme zažili pred 10 rokmi, keď rovnako prišiel šok z vonkajšieho prostredia vo forme nárastu cien energetických komodít. Domácnosti obmedzili spotrebu počas prepadu reálnych príjmov (graf č. 30). Po odznení vysokej inflácie sa domácnostiam zvýšia reálne príjmy, ktoré sa následne pretavia do rýchlejšej spotreby.

Graf 29
Úroveň súkromnej spotreby (index,
4. Q 2019 = 100)



Zdroj: Výpočty NBS

Graf 30
Vývoj reálnych kompenzácií na
zamestnanca (medziročná zmena
v %)

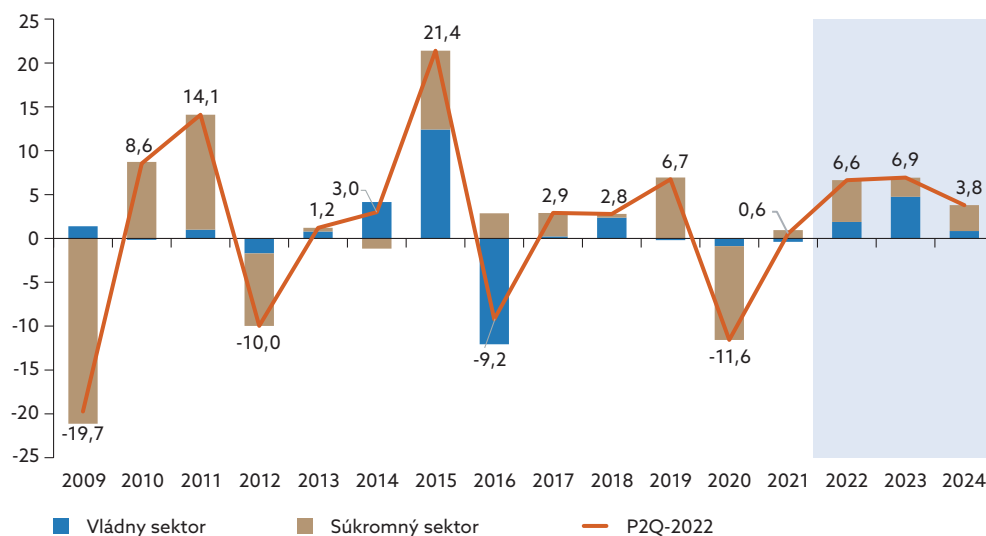


Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Oživenie investícií sa opäť odsúva. Firemné investície sú potlačené neistotou, vláde sa nedarí čerpať eurofondy. Firmy váhali s investíciami pre nedostatok vhodnej pracovnej sily už v minulom roku a vypuknutie vojny spôsobilo ešte väčšiu neistotu pri ich investičných rozhodnutiach. V najbližších mesiacoch by sa situácia mala upokojiť a okrem pokračovania rozbehnutých investícií (graf č. 31) sa očakáva aj väčšia miera investovania spojená so znižovaním závislosti ekonomiky od fosílnych palív. Napriek očakávaniam vyšších nominálnych úrokových sadzieb prevažuje pozitívny vplyv menovej politiky na investície a celkovo na ekonomiku. Reálne úrokové sadzby klesli hlboko do záporných hodnôt, a mali by tak pôsobiť stimulujuco. Pomôcť naštartovať investície by mali v najbližšom období eurofondy a prostriedky z Plánu obnovy.

Graf 31

Vývoj investícií (medziročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

V horizonte prognózy sa očakáva stimul ekonomiky financovaný prostriedkami z rozpočtu EÚ (graf č. 32). Priemerné čisté príjmy Slovenska by mali dosiahnuť 2,1 % HDP ročne s vyvrcholením investícií v roku 2023. Hlavným zdrojom krytia by mali byť prostriedky z dočerpávania fondov 3PO. Zdroje z NGEU by mali kryť pätinu výdavkov. Očakáva sa, že postupne sa rozbehne aj implementácia nového 4. programového obdobia.

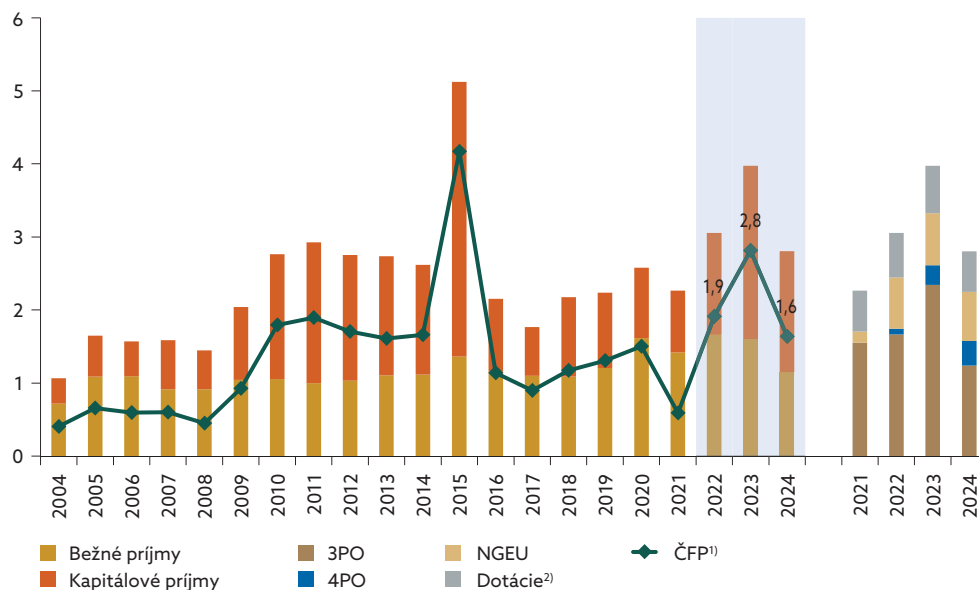
Predpokladá sa, že časť zdrojov 3PO bude čerpaná formou finančných operácií, tranží do finančných nástrojov v objeme 0,3 % HDP⁶. Po ich zohľadnení by malo celkové čerpanie fondov 3PO určených na regionálnu súdržnosť dosiahnuť 93 % z alokácie⁷. Predpokladá sa, že časť zdrojov (7 %) sa nestihne vyčerpať a bude predmetom tzv. dekomitmentu (trvalej straty).

⁶ Čerpanie formou transferov do finančných nástrojov pre podporu podnikateľov (napríklad formou úverov) nie je súčasťou prognózy nefinančných operácií súvisiacich s rozpočtom EÚ.

⁷ V horizonte prognózy sa končí možnosť čerpania z 3PO. V relatívne krátkom období by malo Slovensko vyčerpať približne 7 mld. €. Predpokladá sa, že časť týchto zdrojov sa nedokáže načas zdokladovať a vyčerpať.

Graf 32

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



Zdroj: NBS

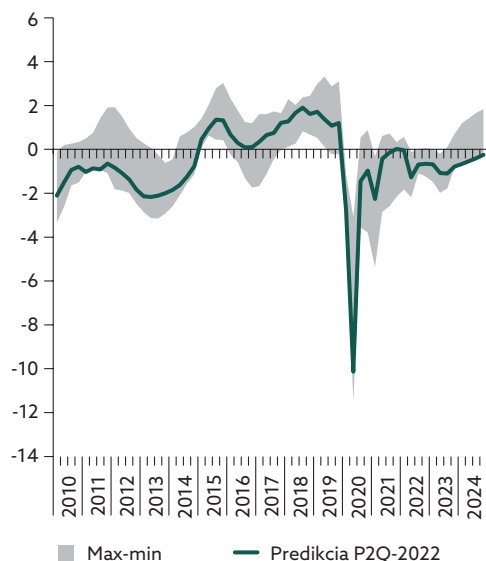
1) Očistené o odmenu za výber vlastných zdrojov EÚ (clo)

2) Sem patria najmä poľnohospodárske fondy, spolu 3. a 4. programové obdobie

Poznámka: ČFP – čistá finančná pozícia, NGEU – Nástroj EÚ pre budúce generácie (prognóza obsahuje zdroje z Fondu obnovy a odolnosti, REACT-EU a Fondu spravodlivej transformácie).

Odhadujeme, že ekonomika sa v roku 2021 dostala do rovnováhy. Úspešné zotavenie sa globálnej aj domácej ekonomiky z pandemickej situácie v priebehu roka 2021 sa prejavovalo v rastúcom dopyte. Na trhu práce už bolo cítiť nedostatok pracovnej sily, čím sa zvyšujú aj tlaky na rast miezd. Pozitívna konjunktúra ekonomiky však bude pribrzdená prebiehajúcim vojnovým konfliktom, predovšetkým zrýchľujúcou sa infláciou. Predpokladáme, že vysoká inflácia zníži príjmovú stranu domácností, čím sa v rokoch 2022 a 2023 výraznejšie utlmí spotrebiteľský dopyt. To by malo spolu s ochladením ekonomickej aktivity u našich obchodných partnerov viesť k opätovnému otvoreniu zápornej produkčnej medzery (graf č. 33). Zlepšenie cyklickej pozície sa očakáva až v roku 2024 (graf č. 34), keď by mohlo dôjsť k zníženiu inflácie a postupnej normalizácii situácie aj v globálnej ekonomike.

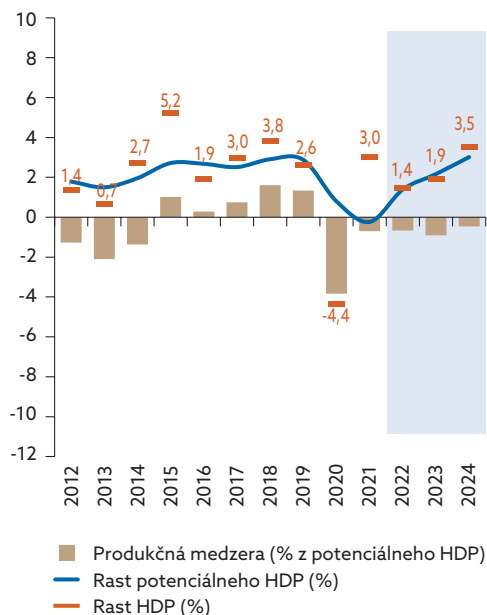
Graf 33
Odhad produkčnej medzery (%)



Zdroj: Výpočty NBS

Poznámka: Sivé pásmo predstavuje min-max hodnoty z odhadu viacerých modelov. Tie zahŕňajú: filtre Hodrick-Prescott, Beveridge-Nelson, Band-Pass a modifikovaný Hamilton filter, UCM (Tóth, 2021), Mixed-Frequency BVAR (do 2. Q 2022) a DFM (Dynamický faktorový model).

Graf 34
Vývoj HDP a produkčnej medzery (%)

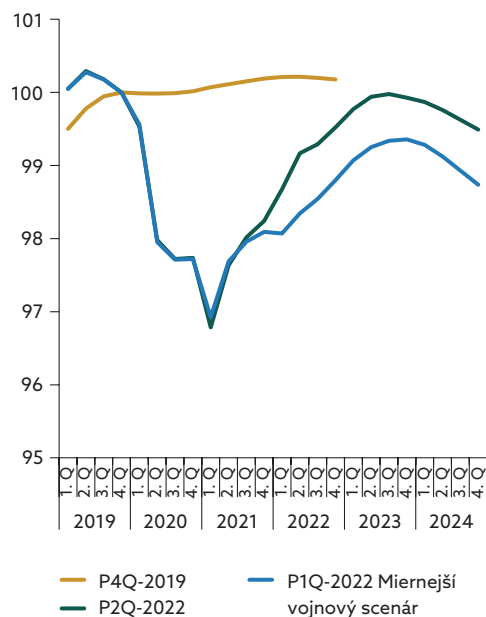


Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

3.2.2 Trh práce

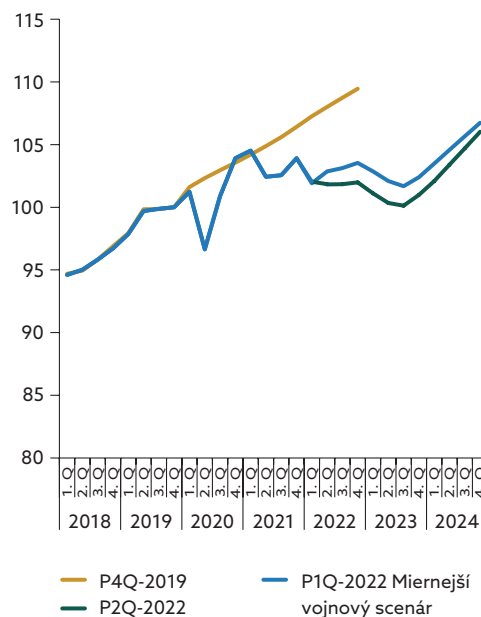
Trh práce by mal odolať nepriaznivým vonkajším vplyvom a v najbližších štvrtrokoch očakávame ďalší rast zamestnanosti (graf č. 35). Firmy by mali prekonať súčasnú nepriaznivú ekonomickú situáciu bez výraznejšieho vplyvu na zamestnanosť. V najbližších mesiacoch ešte počítame s nárastom pracujúcich cudzincov, ktorí zvýšia zamestnanosť a budú tlmiť historicky vysoké pnutia na trhu práce. Pozitívny vplyv na trh práce by mal vrcholiť približne v polovici budúceho roka, neskôr sa uvažuje o postupnom vracaní sa odídencom späť na Ukrajinu. K tomuto negatívnemu faktoru sa pridá efekt demografie, čo sa začne na konci horizontu predikcie prejavovať v poklese počtu zamestnaných ľudí.

Graf 35
Vývoj zamestnanosti (index, 4. Q
2019 = 100)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Graf 36
Vývoj reálnych kompenzácií na
zamestnanca (index, 4. Q 2019 = 100)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

3.2.3 Náklady práce a ceny

Rast nominálnych miezd nepokryje v najbližších dvoch rokoch infláciu a domácnosti sa budú musieť uskromniť. Dynamický rast miezd z úvodu roka by mal pokračovať, dopyt po práci je stále vysoký. Odídenci z Ukrajiny pomáhajú zaplňať dlhodobo neobsadené pracovné miesta, a tým znižovať pnutia na trhu práce. Tie však naďalej pretrvávajú, čo bude vytvárať tlaky na výraznejšie zvyšovanie plátov. Na agregátnej úrovni sa rast miezd blíži inflácii, treba však brať do úvahy, že rast miezd bude do veľkej miery rozdielny v jednotlivých častiach ekonomiky. Predpokladá sa, že pomalý rast plátov bude vo verejnej správe, ktorá má dojednaný nárast miezd na úrovni 3 % od júla tohto roku. Najdynamickejšie by mali rásť mzdy v odvetviach služieb, ktoré sa po zrušení pandemických opatrení otvorili a dopyt sa oživil. Aj v ďalších rokoch by sa mal v dôsledku indexácie udržať svižný rast nominálnych miezd. S postupným odznievaním ostatných nákladových faktorov a oživením ekonomiky by firmy mali byť schopné cez vyššiu produktivitu pokryť aj mzdové nároky.

Tabuľka 4 Mzdy (medziročná zmena v %)

	2020	2021	2022	2023	2024
Nominálna produktivita práce	-0,2	6,1	5,9	7,2	6,1
Mzda, ekonomika SR	3,8	5,9	8,2	9,6	5,6
Reálna mzda, ekonomika SR	1,8	2,7	-2,5	-0,4	3,0
Mzda, súkromný sektor	2,2	6,4	7,7	9,9	5,6
Reálna mzda, súkromný sektor	0,3	3,1	-2,9	-0,1	3,1
Mzda, verejná správa, školstvo, zdravotníctvo	8,9	4,3	4,0	8,5	5,5
Reálna mzda, verejná správa, školstvo, zdravotníctvo	6,8	1,1	-6,3	-1,3	3,0

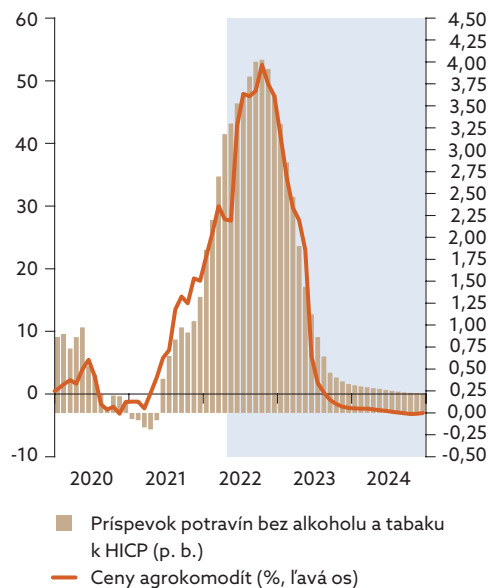
Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

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

Infláciu ťahajú nahor najmä nákladové faktory, ktoré sa do veľkej miery prenášajú do všetkých zložiek inflácie. Tento faktor bude pôsobiť ešte najmenej do polovice budúceho roka.

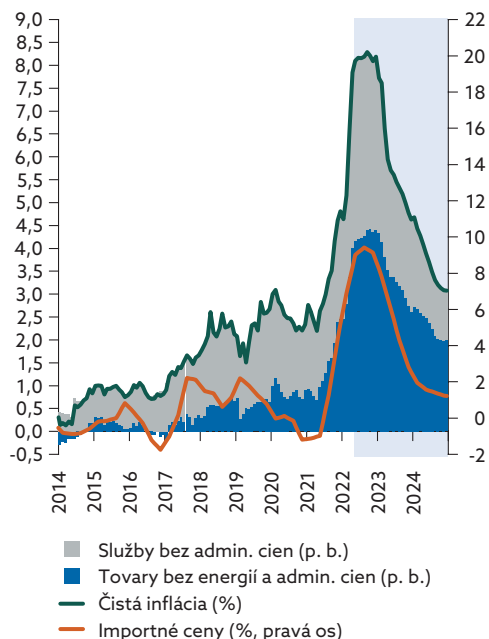
Časť inflačných tlakov by mala pominúť v budúcom roku. Predpokladá sa odznenie nedostatku vstupov a logistických problémov v súvislosti s lockdownom v Číne, čo by malo spomaliť rast dovozných cien. Inflácia bez administratívnych energií by mala spomaliť na prelome rokov 2022 a 2023. Očakávané spomalenie tempa rastu cien agrokomodít (graf č. 37), ropy a importných cien (graf č. 38) by malo postupne utlmovať cenové dosahy. Spomalí sa tak rast výrobných cien u nás aj v zahraničí, čo by sa malo premietnuť do spotrebiteľských cien potravín a čistej inflácie. Čistá inflácia bude napriek spomaleniu v roku 2023 naďalej v historickom porovnaní relatívne vysoká. Sprostredkovaný prenos rastu cien komodít v predchádzajúcom období sa premietne do cien služieb a cien tovarov. Ako naznačujú Phillipsove krivky (graf č. 40), oslabujúci sa dopyt by mal spomaľovať čistú infláciu.

Graf 37
Agrokomodity a ceny potravín
(medziročná zmena v %, príspevky
v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

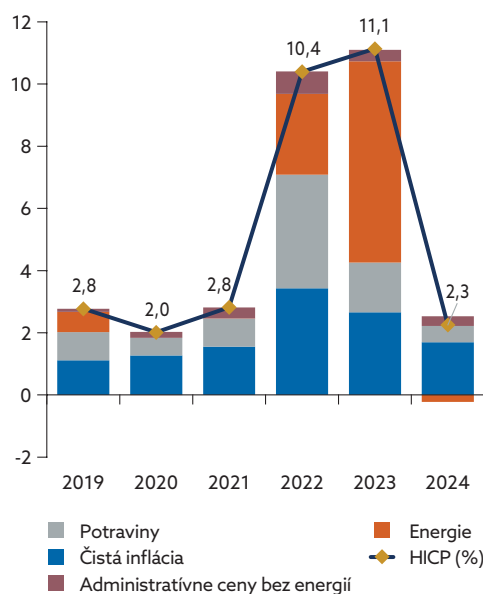
Graf 38
Dovozné ceny a štruktúra čistej
inflácie (medziročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

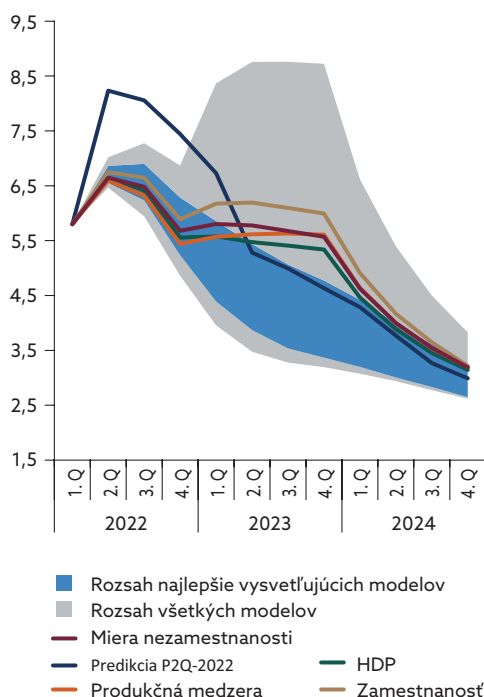
Najväčším zdrojom inflácie v roku 2023 budú regulované ceny energií (graf č. 39). Spotrebiteľské ceny plynu podľa aktuálne platnej regulačnej legislatívy a ceny komodít by mali rásť približne o 120 %. Takýto dramatický nárast cien plynu vyplýva z vývoja cien na komoditných trhoch, pričom berieme do úvahy už viac ako polovicu známych údajov a zvyšok je predpoklad z futures na komoditnej burze. Predpokladáme, že pri stanovení ceny na jeseň by mohla cena komodity dosiahnuť 66 €/MWh (pre rok 2022 bola na úrovni tesne nad 20 €/MWh). Cena komodity tvorí približne 60 % konečnej spotrebiteľskej ceny. V dôsledku vysokej ceny komodity by mali výrazne rásť aj ceny tepla a elektriny. Na základe medializovaného memoranda predpokladáme stabilizovanú cenu elektriny do roku 2024. Napriek tomu považujeme možný rast cien elektriny pre domácnosti v roku 2023 za riziko predikcie.

Graf 39
Štruktúra HICP inflácie (medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Graf 40
Phillipsove krivky (medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

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

	Priemer 2004 – 2008 (predkrízové obdobie)	Priemer 2010 – 2014 (pokrízové euro obdobie)	2020	2021	2022	2023	2024
HICP	4,1	2,0	2,0	2,8	10,4	11,1	2,3
Potraviny	3,6	3,1	2,2	2,9	12,7	5,4	1,8
Priemyselné tovary bez energií	0,2	0,3	1,7	2,4	6,3	5,4	3,7
Energie	8,3	2,3	0,0	0,1	17,2	42,9	-1,5
Služby	5,3	2,5	3,1	4,3	8,6	5,4	3,4
Čistá inflácia	1,8	1,0	2,5	3,2	7,5	5,8	3,7

Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

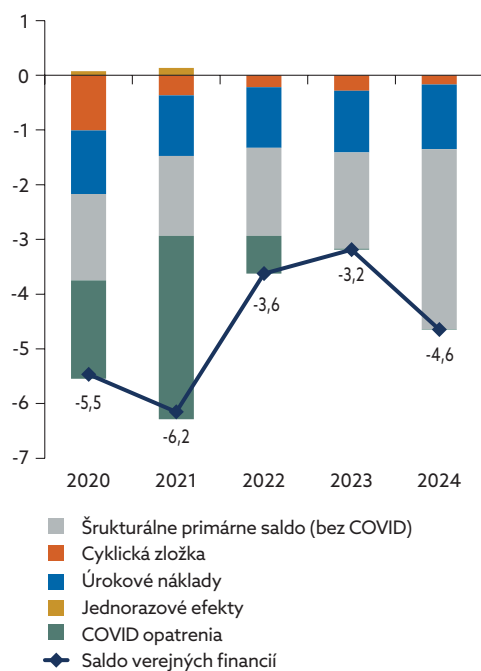
3.3 Prognoza vývoja verejných financií

Deficit verejných financií by mal v roku 2022 dosiahnuť úroveň 3,6 % HDP, čo predstavuje medziročné zlepšenie o 2,5 p. b. HDP (graf č. 41). Zníženie schodku je spôsobené najmä doznievaním opatrení kompenzujúcich vplyv pandémie, no dôsledky nárastu cien energií, spomalenie ekonomického rastu, ako aj financovanie pomoci utečencom by sa mali postupne prejavovať na zhoršovaní hospodárenia verejného sektora. Tieto dodatočné fiškálne náklady sú čiastočne kompenzované pokračujúcim rastom daňo-

vých príjmov. Ten pramení najmä z rastu cien spotrebných tovarov a služieb spolu s vyšším očakávaným rastom miezd.

Udalosti zo začiatku roka spôsobujú odklon od očakávanej konsolidácie v nasledujúcich rokoch. Vojnový konflikt vnáša do prognózy značnú neistotu a ovplyvňuje ju prevažne negatívnym smerom. V roku 2023 síce očakávame prechodné zníženie deficitu na úroveň 3,2 % HDP, no v roku 2024 deficit opäť porastie. Predpokladáme síce naďalej silný rast daňových príjmov, ktorý však bude kompenzovaný dynamickým vývojom bežných výdavkov. Vplyvom rastu cien sa budú výraznejšie valorizovať sociálne výdavky a mzdy, a porastú aj výdavky na tovary a služby. V základnom scenári nie je zahrnutý balíček opatrení na podporu rodiny, s ktorým sme pri uzávierke prognózy nepočítali, a ktorého vplyv prezentujeme v samostatnom boxe. V roku 2024 je ďalší nárast deficitu spôsobený aj očakávaným dodaním vojenskej techniky. Očakávame, že deficit dosiahne v roku 2024 úroveň 4,6 % HDP.

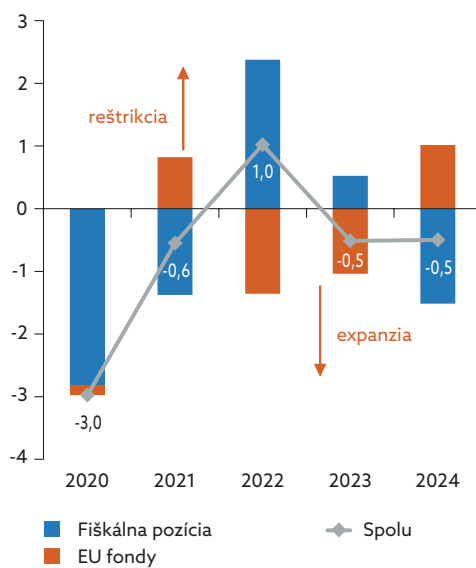
Graf 41
Rozklad salda verejných financií
(% HDP)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

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

Graf 42
Fiškálna pozícia (p. b. HDP)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

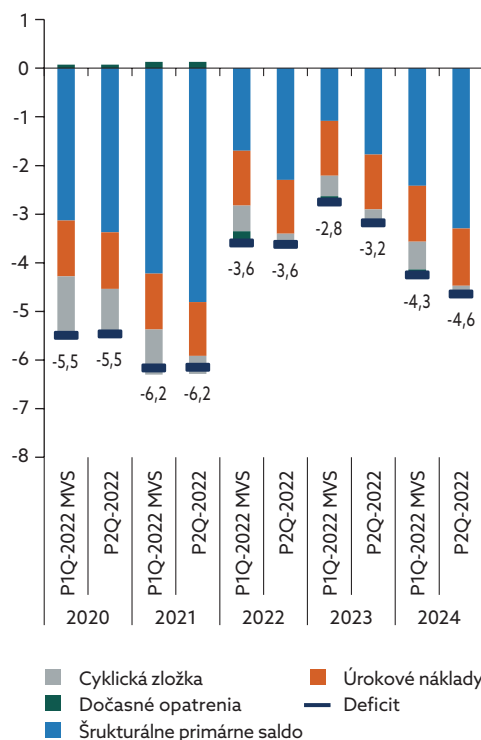
Poznámka: Fiškálna pozícia – medziročná zmena cyklicky očisteného primárneho salda.

V porovnaní s predchádzajúcou prognózou by sa v roku 2022 deficit mal udržať na nezmenenej úrovni 3,6 % HDP (graf č. 43). Zlepšenie prognózy z dynamickejšieho vývoja príjmov je plne kompenzované vyššími výdavkami. Pozitívna revízia daňových príjmov je v roku 2022 ťahaná najmä

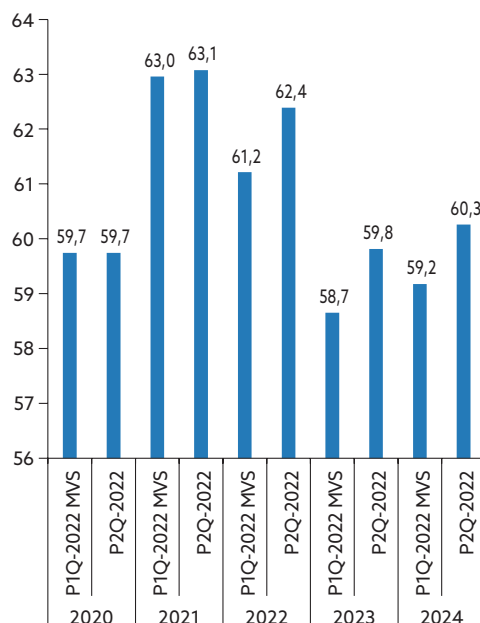
nepriamymi daňami a odvodovými príjmami. Vyšší výnos DPH pramení najmä z cenového efektu spotrebných tovarov a energií, pričom vyšší rast nominálnych miezd potiahne nahor odvodové príjmy. Na strane výdavkov rastú výdavky na sociálne opatrenia a transfery.

Odhady hospodárenia verejnej správy od roku 2023 sú pesimistickejšie. Dynamický vývoj verejných výdavkov predstihuje rast príjmov a celkové hospodárenie v rokoch 2023 a 2024 sa zhoršuje o 0,4 p. b. HDP.

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



Graf 44
Porovnanie verejného dlhu (% HDP)



Zdroj: Výpočty NBS
Poznámka: MVS – Miernejší vojnový scenár.

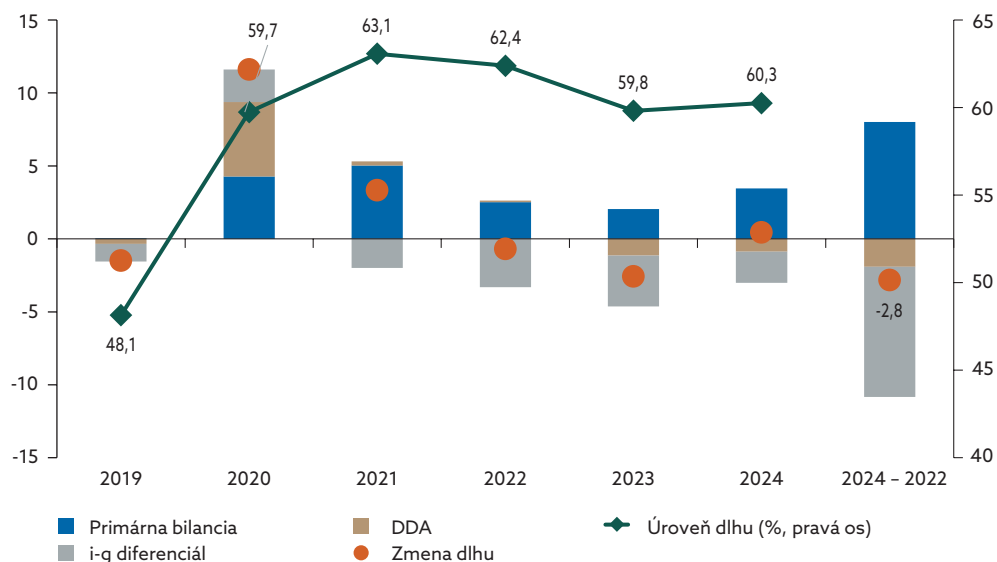
Zdroj: Výpočty NBS
Poznámka: MVS – Miernejší vojnový scenár.

Verejný dlh by mal aj na konci roka 2024 ostať nad hranicou 60 % HDP (graf č. 44). Očakávané deficitné hospodárenie verejnej správy by malo naďalej pôsobiť na potrebu emisie nového dlhu. Časť finančnej potreby financovania by mala byť krytá aj z naakumulovaných finančných rezerv⁸ v objeme približne 1,6 % HDP, čo znižuje potrebu ďalšieho zadlžovania. Očakáva sa, že v horizonte prognózy dôjde aj k poklesu vkladov klientov Štátnej pokladnice nezaradených do verejnej správy (voči roku 2021 predpoklad zníženia vkladov o 0,8 % HDP), čo by sa malo prejaviť v poklese záväzkov voči

⁸ K 31. 12. 2021 dosiahli likvidné finančné aktíva verejnej správy úroveň 11,8 % HDP (Zdroj: ŠÚ SR).

privátnemu sektoru⁹. Ekonomický rast a stále pomerne nízke úrokové náklady by mali naďalej priaznivo pôsobiť na relatívny ukazovateľ zadĺženia verejného sektora. Pri postupnom raste úrokových mier (graf č. 45) možno očakávať vyššie náklady z nového dlhu. To by sa malo postupne premietnuť do vyššej implicitnej úrokovej miery, ukazovateľa celkových nákladov obsluhy verejného dlhu.

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



Zdroj: NBS, ŠÚ SR

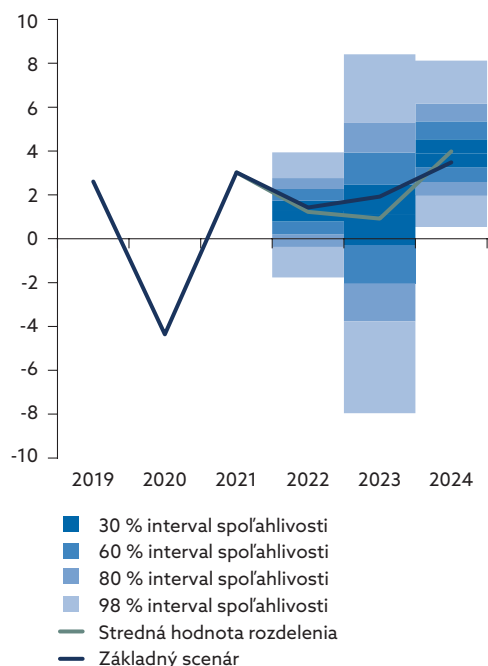
Poznámky: DDA – faktor zosúladenia rozpočtového deficitu a zmeny dlhu (angl. *deficit debt adjustment*); i-g diferenciál – faktor zohľadňujúci vplyv miery úrokových nákladov a ekonomického rastu na zmenu dlhu.

3.4 Riziká prognózy

V čase vojny v susednej krajine je pomerne veľa rizík. Prevládajú však riziká horšieho ekonomického vývoja (graf č. 46) a vyššej inflácie (graf č. 47). Panuje obrovská neistota, kedy a s akým výsledkom sa skončí vojna na Ukrajine. Najväčšie riziko pre ďalší vývoj ekonomiky spočíva v zastavení dodávok plynu. V takomto scenári by sa mohla naša ekonomika prepadnúť do hlbšej recesie a inflácia by vystrelila v budúcom roku na podstatne vyššie úrovne, ako máme v predikcii.

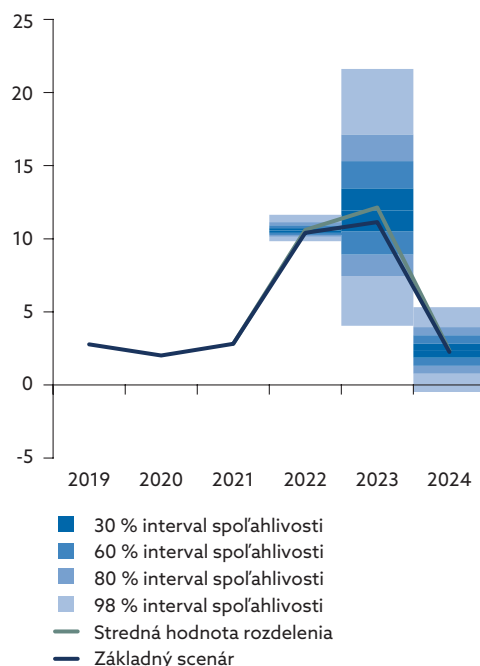
⁹ Predpokladá sa, že zvyšovanie úrokových mier v komerčných bankách zvýši atraktivitu vkladov pre týchto klientov a dôjde k čiastočnému odlivu zdrojov zo Štátnej pokladnice.

Graf 46
Rast HDP



Zdroj: Výpočty NBS

Graf 47
Inflácia



Zdroj: Výpočty NBS

Pozitívne riziko pre domáci dopyt predstavuje prijatý balíček opatrení na podporu rodín. V prípade schválenia by mohol pomôcť vykryť časť výpadku reálnych príjmov domácností, a tým podporiť spotrebiteľský dopyt (podrobnejšie informácie v boxe 3). Zároveň rýchlejšie čerpanie eurofondov a Plánu obnovy by mohlo zvýšiť investičnú činnosť.

V rokoch 2023 – 2024 existuje riziko vyššej inflácie aj z dôvodu silnejšieho prenosu cenového vývoja do miezd a z toho vyplývajúcich dodatočných cenových tlakov.

Riziká v aktuálnej predikcii hospodárenia verejných financií sú vychýlené mierne smerom nahor. Pomerne vysoká miera neistoty pretrváva v súvislosti s konfliktom na Ukrajine aj vysokou infláciou. Pri zhoršení situácie na Ukrajine by bola potrebná väčšia humanitárna pomoc, prílev väčšieho množstva utečencov by si vyžiadali vyššie výdavky na ich ubytovanie, sociálne dávky, či zdravotnú starostlivosť.

V súvislosti s vysokými cenami vlády v okolitých krajinách už zaviedli kompenzačné opatrenia na zmiernenie ich dosahov. V čase prípravy prognózy boli ohlásené rôzne opatrenia na pomoc rodinám a ohrozeným skupinám, okrem iného aj s cieľom zmierniť dosahy vysokého rastu cien. Vzhľadom na očakávanú veľkosť úpravy regulovaných cien energií pre domácnosti je možné očakávať ďalšie opatrenia, ktoré by mohli znamenať riziko vyššieho deficitu rozpočtu, ale aj možnosť nižšej inflácie. Pozitívne

riziko je aj na strane príjmov z dôvodu návrhu zákona o dani z výhody získanej v dôsledku osobitnej situácie na trhu s ropou.

Riziko vyšších výdavkov na spolufinancovanie zo štátneho rozpočtu je vnímané pri možnom zrýchlení čerpania prostriedkov EÚ, najmä vo verejných investíciách pri ukončovaní 3. programového obdobia.

Box 3

Odhad vplyvu balíka pomoci rodinám na ekonomiku

Opatrenia zahrnuté v balíku pomoci rodinám s deťmi účinne tlmia prepád príjmov a spotreby domácností v roku 2023. Spotreba domácností by bez opatrení klesla v budúcom roku o 1,3 %, opatrenia tento prepád približne vymažú. V nasledujúcich rokoch budú držať spotrebu domácností na vyššej úrovni v porovnaní so situáciou, ak by sa neprijali.

Tabuľka A Prehľad zapracovaných opatrení (mil. EUR, nominálne hodnoty)

		2022	2023	2024
I.	Zvýšenie prídavku na dieťa	23	220	218
II.	Zvýšenie daňového bonusu	143	544	506
III.	Financovanie voľného času dieťaťa	0	200	300
	Spolu	166	964	1 024

Zdroj: NBS

- Predpokladáme, že väčšina týchto dodatočných príjmov (prídavky na deti a daňový bonus) sa pretaví do konečnej spotreby a len v malej miere môžu ostať vo forme úspor (toto sa týka prevažne domácností s vyššími príjmami).
- Pri financovaní voľného času dieťaťa predpokladáme miernejší vplyv na výdavky verejného sektora z dôvodu nižšieho využitia uvedeného opatrenia (menší dopyt aj nedostatočná ponuka, resp. iné bariéry využitia).

Navrhované opatrenia predstavujú pozitívny impulz pre stabilizáciu príjmov domácností a v nemalej miere môžu napomôcť konečnej spotrebe domácností. Mierny podporný impulz dodávajú už v roku 2022. Najvýznamnejší efekt by však mal byť v roku 2023. Ak by sa takéto predpoklady naplnili, tak by spotreba nemusela poklesnúť, ale mohla by ostať približne na úrovni roka 2022.

Za každé minúté 1 € balíček vygeneruje v ekonomike 0,68 €. Opatrenia majú pozitívny vplyv aj na celkovú ekonomiku. Kumulatívny príjem v reálnej ekonomike (tzn. súčet HDP 2022 – 2024) sa zvýši o 1,1 mld. €, pričom celkovo balíček stojí 1,6 mld. € (v stálych cenách).

Tabuľka B Odhadovaný efekt na ekonomiku (v % od úrovne bez opatrenia)

	2022	2023	2024
HICP (inflácia)	0,00	0,01	0,03
HDP (s. c.)	0,09	0,54	0,53
Spotreba domácností (s. c.)	0,21	1,30	1,44
Zamestnanosť	0,01	0,11	0,21

Zdroj: NBS

Financovanie balíka

Navrhovaný balík predstavuje nemalé navýšenie verejných výdavkov. Prípadné hľadanie zdrojov jeho financovania v podobe úspor vo verejných výdavkoch, prípadne zvýšení daňových príjmov však bude znižovať pozitívny efekt zo súkromnej spotreby na celkovú ekonomickú aktivitu. V čerstvo schválenom systéme výdavkových limitov by s takýmito opatreniami bolo potrebné počítať.

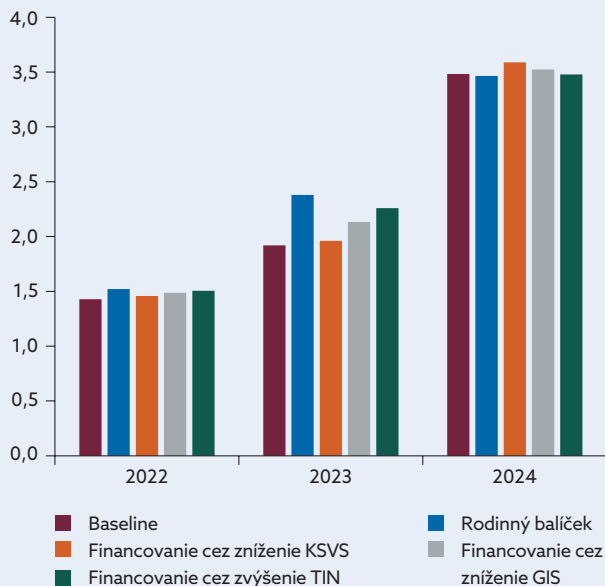
Určitá časť zdrojov sa vygeneruje vďaka lepšej ekonomike. Odhadujeme pozitívny vplyv na daňové a odvodové príjmy v objeme 35 mil. € v 2022, 250 mil. € v 2023, 312 mil. € v 2024.

Potreba dodatočných zdrojov je približne 500 mil. €. Ilustratívne analyzujeme tri možné spôsoby pokrytia tejto dodatočnej potreby: nižšia spotreba verejnej správy, nižšie verejné investície a vyššie nepriame dane.

- **Krytie cez vyššie nepriame dane má na ekonomiku najmenej tlmiaci efekt, ale spôsobuje aj vyšší dodatočný inflačný tlak.** V roku 2023 by primerané zvýšenie nepriamych daní mohlo zvýšiť infláciu približne o 0,5 p. b.
- **Zníženie spotreby verejnej správy by v ekonomike vo veľkej miere eliminovalo pozitívny impulz zo súkromnej spotreby.** V roku 2022 by objem ekonomiky bol na podobnej úrovni ako bez balíka.

Z hľadiska príjmov a spotreby domácností by použitie všetkých troch nástrojov viedlo len k miernemu zhoršeniu. Znamená to, že z pohľadu domácností by prevládal pozitívny impulz z balíka.

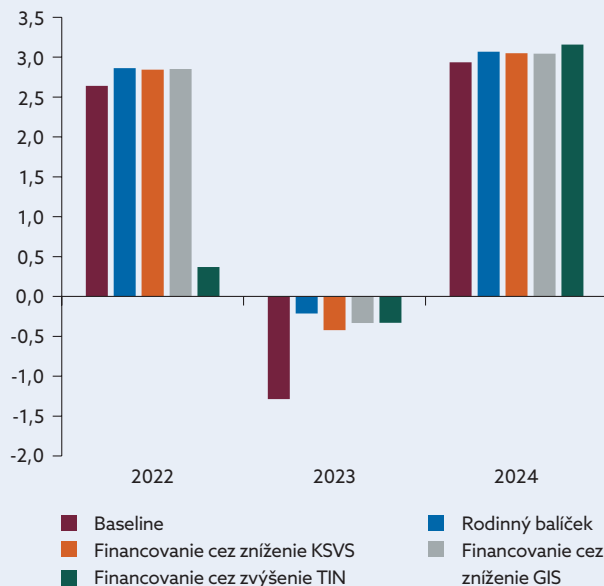
Graf A
Odhadovaný efekt na rast HDP (medziročná zmena v %)



Zdroj: NBS

Poznámka: KSVS – spotreba verejnej správy, GIS – verejné investície, TIN – nepriame dane

Graf B
Odhadovaný efekt na rast spotreby domácností (medziročná zmena v %)



Zdroj: NBS

3.5 Porovnanie s inými inštitúciami

Aktuálna predikcia je pomerne pesimistická v porovnaní s ostatnými inštitúciami. Ako jediná inštitúcia predpokladáme nižší ako 2 % rast ekonomiky v tomto aj budúcom roku. Najväčší rozdiel je v odhade vplyvu vojny a nedostatku komponentov na exportnú výkonnosť našej ekonomiky. Zároveň očakávame vplyvom rastu regulovaných cien energií vyššiu infláciu ako väčšina inštitúcií, z čoho pramení rozdiel v reálnych príjmoch a následne v súkromnej spotrebe v budúcom roku.

Tabuľka 6 Porovnanie s inými inštitúciami (medziročný rast v %, ak nie je uvedené inak)

	2022					2023					2024				
	NBS	IFP	EK	MMF	OECD	NBS	IFP	EK	MMF	OECD	NBS	IFP	EK	MMF	OECD
Hrubý domáci produkt (s. c.)	1,4	2,1	2,3	2,6	2,3	1,9	5,3	3,6	5,0	3,4	3,5	1,8	-	3,8	-
Súkromná spotreba (s. c.)	2,6	1,4	1,9	-	1,7	-1,3	2,3	1,9	-	0,5	2,9	2,8	-	-	-
Vládna spotreba (s. c.)	-3,2	-3,9	-1,7	-	-0,2	0,3	0,2	0,2	-	0,1	2,0	-0,7	-	-	-
Tvorba hrubého fixného kapitálu (s. c.)	6,6	15,2	10,8	-	13,9	6,9	15,1	13,4	-	15,0	3,8	-2,5	-	-	-
Export tovarov a služieb (s. c.)	-0,4	1,5	2,9	2,6	1,0	5,2	9,0	7,4	5,5	4,3	6,7	4,7	-	5,3	-
Import tovarov a služieb (s. c.)	0,4	1,8	3,4	3,9	1,7	3,1	8,4	7,6	6,3	4,3	6,1	3,9	-	3,9	-
Index HICP ¹⁾	10,4	8,1	9,8	8,4	10,8	11,1	6,7	6,8	4,1	10,1	2,3	2,0	-	2,0	-
Zamestnanosť (ESA 2010)	1,5	0,6	1,9	-	-	0,7	1,6	0,6	-	-	-0,2	0,6	-	-	-
Miera nezamestnanosti (miera v %)	6,5	6,6	6,7	6,4	6,7	6,5	5,6	6,3	6,2	6,4	6,5	5,4	-	5,9	-
Priemerná nominálna mzda	8,1	6,9	-	-	-	9,6	7,1	-	-	-	5,7	4,8	-	-	-
Nominálne kompenzácie na zamestnanca	8,0	7,1	7,8	-	-	9,6	7,1	7,0	-	-	5,7	5,0	-	-	-
Deficit verejnej správy (% HDP)	-3,6	-5,1	-3,6	-5,4	-4,5	-3,2	-2,4	-2,6	-3,1	-2,4	-4,6	-2,3	-	-2,5	-
Dlh verejnej správy (% HDP)	62,4	61,6	61,7	61,4	62,7	59,8	58,0	58,3	58,1	59,6	60,3	58,2	-	56,4	-
Bežný účet platobnej bilancie (% HDP)	-5,5	-1,2	-4,3	-5,0	-4,7	-2,3	-1,0	-4,1	-4,8	-4,3	0,0	-0,7	-	-3,4	-

Zdroj: NBS, IFP, EK, MMF, OECD

1) MMF: index CPI

Inštitút finančnej politiky – Makroekonomická prognóza (marec 2022), deficit a dlh verejnej správy sú z Programu stability na roky 2021 až 2024

Európska komisia – European Economic Forecast (jarná predikcia – máj 2022)

Medzinárodný menový fond – World Economic Outlook (apríl 2022)

Organizácia pre ekonomickú spoluprácu a rozvoj (OECD) – Economic Outlook 111 (jún 2022)

Tabuľka 7 Strednodobá predikcia (P2Q-2022) základných makroekonomických ukazovateľov

Ukazovateľ	Jednotka	Skutočnosť	P2Q-2022			Zmena oproti miernejšiemu vojnovému scenáru (jar 2022)		
		2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Cenový vývoj								
Inflácia meraná HICP	medziročný rast v %	2,8	10,4	11,1	2,3	2,8	1,3	-0,5
Inflácia meraná CPI	medziročný rast v %	3,2	10,8	9,8	2,4	2,8	1,5	0,1
Deflátor HDP	medziročný rast v %	2,4	6,0	5,9	2,3	0,2	0,9	0,0
Ekonomická aktivita								
Hrubý domáci produkt	medziročný rast v %, s. c.	3,0	1,4	1,9	3,5	-1,4	-0,4	0,9
Súkromná spotreba	medziročný rast v %, s. c.	1,4	2,6	-1,3	2,9	-0,3	0,0	1,6
Konečná spotreba verejnej správy	medziročný rast v %, s. c.	1,9	-3,2	0,3	2,0	0,3	-0,4	-0,5
Tvorba hrubého fixného kapitálu	medziročný rast v %, s. c.	0,6	6,6	6,9	3,8	-7,1	-2,0	0,0
Vývoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	10,2	-0,4	5,2	6,7	-3,4	-0,1	0,6
Dovoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	11,1	0,4	3,1	6,1	-2,6	-1,2	0,4
Čistý vývoz	mil. EUR v s. c.	2 154	1 450	3 266	4 028	-815,5	75,6	310,0
Produkčná medzera	% z potenciálneho produktu	-0,7	-0,7	-0,9	-0,5	0,8	0,4	1,3
Hrubý domáci produkt	mil. EUR v b. c.	97 123	104 446	112 780	119 410	-1 187,1	-604,8	423,2
Trh práce								
Zamestnanosť	tis. osôb, ESA 2010	2 385	2 422	2 440	2 434	17,6	15,8	16,2
Zamestnanosť	medziročný rast v %, ESA 2010	-0,6	1,5	0,7	-0,2	0,7	-0,1	0,0
Počet nezamestnaných	tis. osôb, VZPS ¹⁾	188	183	182	181	-0,6	0,2	-17,8
Miera nezamestnanosti	%	6,8	6,5	6,5	6,5	-0,1	0,0	-0,6
Odhad NAIRU ²⁾	%	6,7	6,4	6,3	6,3	0,0	0,0	0,0
Produktivita práce ³⁾	medziročný rast v %	3,6	-0,1	1,2	3,7	-2,1	-0,2	0,9
Neinflačné mzdy (nominálna produktivita) ⁴⁾	medziročný rast v %	6,1	5,9	7,2	6,1	-2,0	0,7	0,9
Nominálne kompenzácie na zamestnanca	medziročný rast v %, ESA 2010	5,9	8,0	9,6	5,7	1,3	0,3	-0,1
Nominálne mzdy ⁵⁾	medziročný rast v %	5,9	8,2	9,6	5,6	1,3	0,4	0,0
Reálne mzdy ⁶⁾	medziročný rast v %	2,7	-2,5	-0,4	3,0	-1,5	-1,2	-0,2
Domácnosti a neziskové inštitúcie slúžiace domácnostiam								
Disponibilný dôchodok	medziročný rast v %, s. c.	-1,2	0,1	-1,4	3,0	0,0	-0,8	1,5
Miera úspor ⁷⁾	% z disponibilného dôchodku	8,8	6,3	6,1	6,2	0,2	-0,6	-0,7
Sektor verejnej správy⁸⁾								
Celkové príjmy	% HDP	40,7	41,2	42,0	40,4	0,4	0,2	-0,2
Celkové výdavky	% HDP	46,8	44,8	45,2	45,1	0,4	0,7	0,1
Saldo verejných financií ⁹⁾	% HDP	-6,2	-3,6	-3,2	-4,6	0,0	-0,4	-0,4
Cyklický komponent	% trendového HDP	-0,4	-0,2	-0,3	-0,2	0,3	0,1	0,4
Štrukturálne saldo	% trendového HDP	-5,9	-3,4	-2,9	-4,5	-0,6	-0,7	-0,9
Cyklicky očistené primárne saldo	% trendového HDP	-4,7	-2,3	-1,8	-3,3	-0,4	-0,6	-0,8
Fiškálna pozícia ¹⁰⁾	medziročná zmena v p. b.	-1,4	2,4	0,5	-1,5	0,2	-0,2	-0,2
Hrubý dlh	% HDP	63,1	62,4	59,8	60,3	1,2	1,2	1,1

Tabuľka 7 Strednodobá predikcia (P2Q-2022) základných makroekonomických ukazovateľov (pokračovanie)

Ukazovateľ	Jednotka	Skutočnosť	P2Q-2022				Zmena oproti miernejšiemu vojnovému scenáru (jar 2022)		
		2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024	
Platobná bilancia									
Bilancia tovarov	% HDP	0,7	-3,1	-0,1	0,6	-2,0	-1,4	-1,6	
Bežný účet	% HDP	-2,0	-5,5	-2,3	-1,7	-1,8	-1,5	-1,7	
Externé prostredie a technické predpoklady									
Rast zahraničného dopytu Slovenska	medziročný rast v %	10,7	2,1	2,9	3,6	-0,5	-2,4	-0,2	
Výmenný kurz USD/EUR ^{(11) (12)}	úroveň	1,18	1,07	1,05	1,05	-2,3	-3,5	-3,5	
Cena ropy v USD ^{(11) (12)}	úroveň	71,1	105,8	93,4	84,3	-7,0	-0,4	-2,9	
Cena ropy v USD ⁽¹¹⁾	medziročný rast v %	71,3	48,8	-11,7	-9,8	-11,3	5,9	-2,4	
Cena ropy v EUR ⁽¹¹⁾	medziročný rast v %	65,2	64,4	-10,0	-9,8	-8,3	7,0	-2,4	
Ceny neenergetických komodít v USD	medziročný rast v %	42,1	14,4	-4,9	-6,3	7,3	1,5	-0,3	
EURIBOR – 3M	% p. a.	-0,5	0,0	1,3	1,6	0,4	1,0	0,9	
Výnos 10-ročného štátneho dlhopisu SR	%	-0,1	1,6	2,1	2,2	0,8	1,2	1,2	

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 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 za vybrané makroekonomické ukazovatele:

<https://www.nbs.sk/sk/publikacie/ekonomicky-a-menovy-vyvoj>

Špeciálna príloha 1

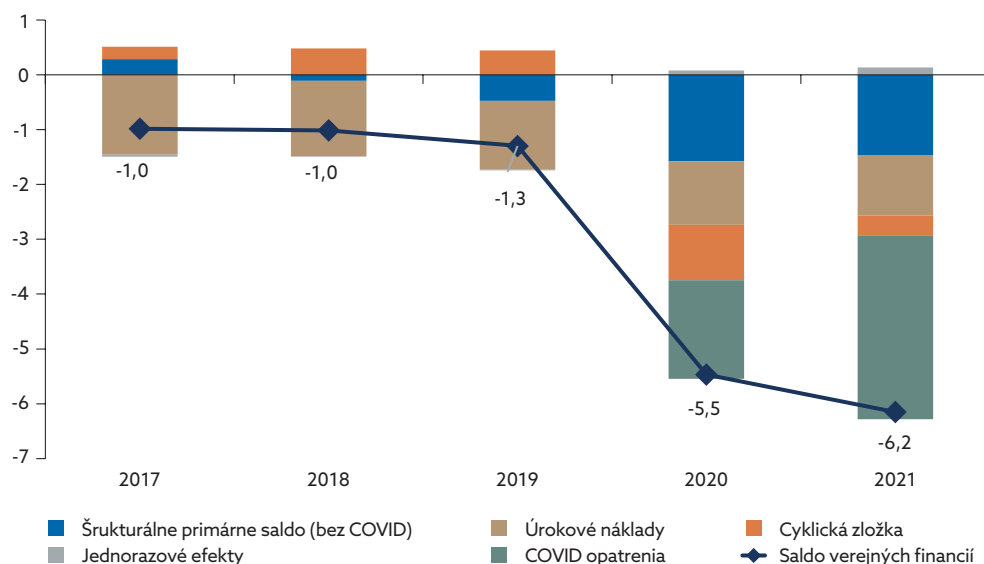
Štrukturálny vývoj verejných financií počas pandémie

V období pandémie sa štrukturálna pozícia Slovenska zhoršila o 0,6 p. b. HDP. Za zhoršením bol predovšetkým rast bežných výdavkov, najmä miezd a sociálnych opatrení. Túto fiškálnu expanziu čiastočne tlmila „automatická“ konsolidácia na strane príjmov – bez výrazných konsolidačných opatrení. Vývoj kapitálových výdavkov pôsobil taktiež konsolidačne, čo môže z dlhodobého hľadiska pôsobiť obmedzujúco na ekonomický rast.

Obdobie po kríze v roku 2009 charakterizovalo postupné zlepšovanie¹ pozície ekonomiky Slovenska v rámci ekonomického cyklu, pričom od roku 2015 sa ekonomika nachádzala nad svojím potenciálom. Tento vývoj, spolu so štrukturálnou konsolidáciou v týchto rokoch, sa odrazil aj vo verejných financiách historicky najnižším deficitom v roku 2017 na úrovni 1 % HDP (graf č. 1).

Graf 1

Rozklad salda verejných financií (% HDP)



Zdroj: NBS

Poznámka: NBS metodologicky rovnako ako EK nevyučuje výdavky spojené s pandemiou Covid-19 zo štrukturálnej bilancie. V grafe tieto výdavky prezentujeme oddelene pre ilustráciu ich podielu na štrukturálnom salde.

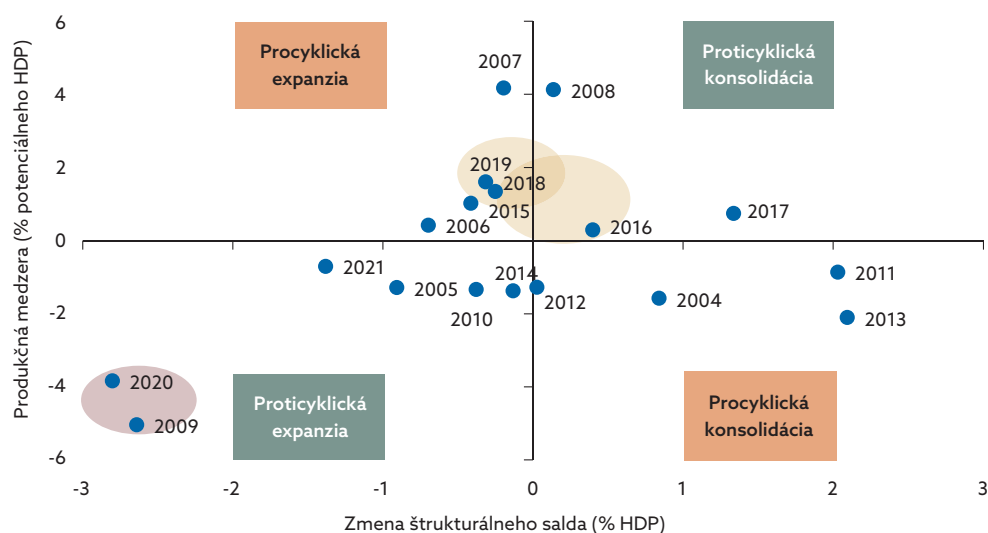
¹ Okrem rokov 2012, 2013 a 2016, keď sa cyklická pozícia slovenskej ekonomiky zhoršila.

V roku 2017 dosiahlo Slovensko najnižšiu úroveň štrukturálneho deficitu na úrovni 1,2 % HDP². Po tomto roku snaha o budovanie fiškálneho priestoru poľavila a napriek dobrým ekonomickým časom v rokoch 2018 a 2019 sa štrukturálna pozícia verejných financií zhoršovala (graf č. 2, oblasť procyklická expanzia). V dobrých ekonomických časoch je však ideálne obdobie na postupné budovanie fiškálneho vankúša na zlé časy, tzv. fiškálneho priestoru. Kladné saldo verejných financií, ktoré by výrazne prispelo k vytvoreniu fiškálneho priestoru v podobe znižovania miery zadlženosti ekonomiky, sa však ani v dobrých časoch nedosiahlo³.

V nasledujúcich rokoch boli ekonomika a aj verejné financie výrazne ovplyvnené pandemiou a ochladením, v ktorom sa slovenská ekonomika nachádza aj v súčasnosti.

Graf 2

Zmena štrukturálnej bilancie vzhľadom na ekonomický cyklus



Zdroj: NBS

Abstrahujúc od fiškálnych nákladov financovania pandémie sa štrukturálny deficit⁴ od roku 2019 do roku 2021 zhoršil o 0,6 p. b. HDP (graf č. 3). Hlavným faktorom bol výrazný nárast bežných výdavkov, najmä na mzdy

² Podľa odhadu NBS. Štrukturálny vývoj verejných financií NBS analyzuje na harmonizovanom nástroji ESCB pre cyklické očistenie a disagregovanú dekompozíciu v rámci všetkých krajín EÚ. Tento nástroj očisťuje z celkového deficitu vplyv cyklu a jednorazových faktorov, pričom štrukturálny deficit na príjmovej strane ďalej rozkladá na vplyv opatrení, štruktúry ekonomického rastu, tzv. tichého zdanenia a rast efektivity výberu daní (reziduálna položka). Viac v Braz et al. (2019).

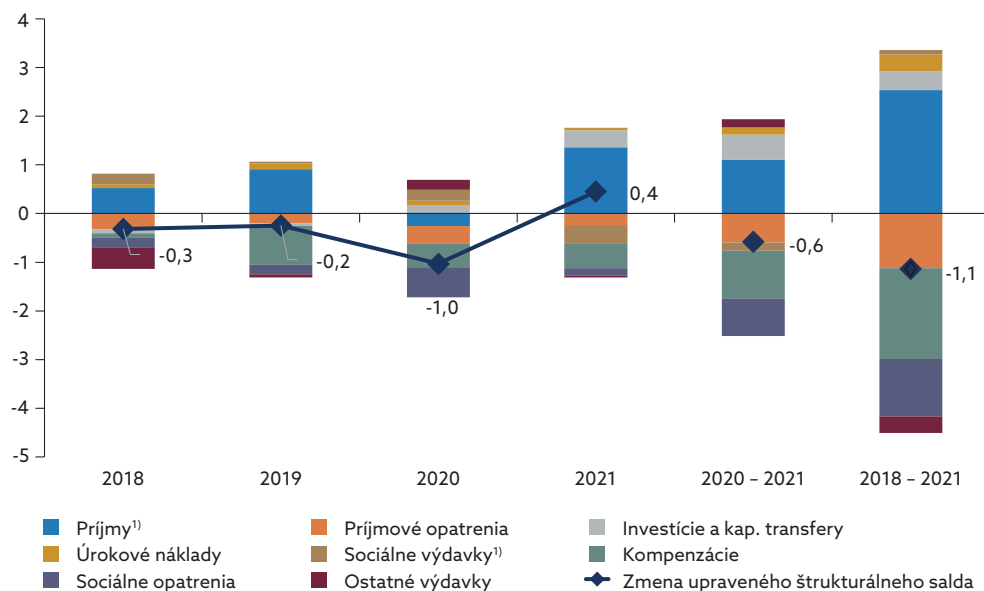
³ Na porovnanie, v roku 2019 dosiahlo prebytkové hospodárenie verejných financií takmer 60 % členských krajín EÚ. To je historicky najvyšší podiel prebytkov hospodárenia verejných financií (minimálne od roku 1995).

⁴ Pre potreby tejto analýzy ďalej za štrukturálne saldo považujeme saldo očistené o vplyvy ekonomického cyklu, jednorazové vplyvy vrátane dodatočnej platby do rozpočtu EÚ za nesprávne odvodené clo a o opatrenia spojené s financovaním pandémie. Tie štandardne

a opatrenia v sociálnej oblasti. Naopak, nárast daňových príjmov a úspory na investíciách túto expanziu tlmili. Ide však o vývoj očistený o výdavky vyvolané pandemiou. Tie mali expanzívny charakter s cieľom zmiernenia vplyvu pandémie na ekonomiku a po jej skončení by mali odznieť.

Graf 3

Príspevky faktorov k medziročnej zmene upraveného štrukturálneho salda⁵ (p. b. HDP)



Zdroj: NBS

1) Bez vplyvu opatrení.

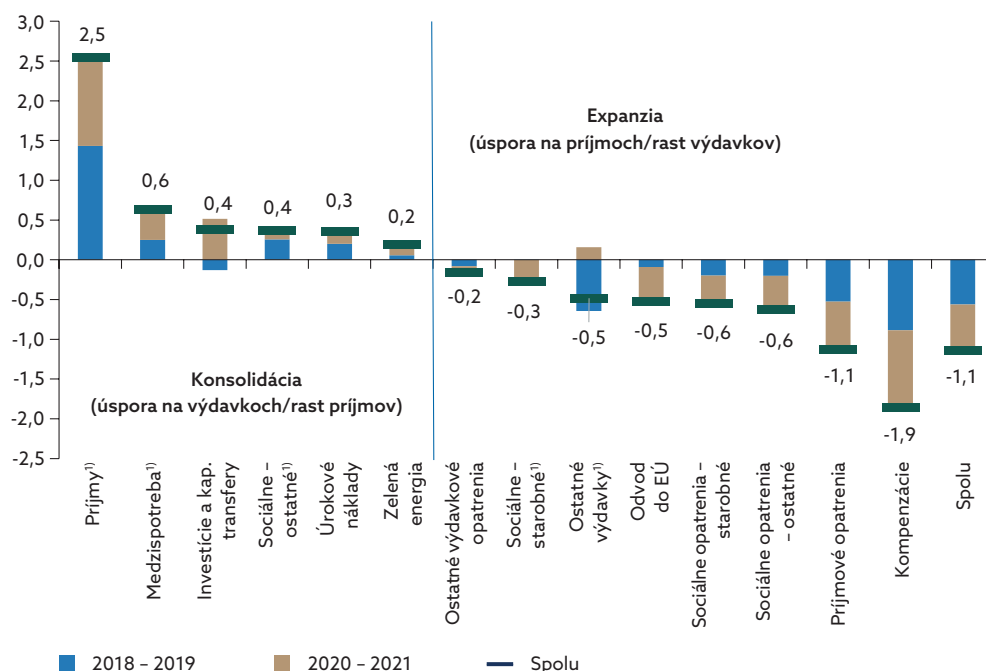
Pri pohľade na dlhší horizont v rokoch 2017 až 2021 sa štrukturálne saldo zhoršilo o 1,1 p. b. HDP. Priaznivá štruktúra ekonomického rastu a zlepšenie výberu niektorých daní priniesli po roku 2017 vyšší rast príjmov z daní a odvodov, pričom uvoľnená menová politika v tomto období kladne pôsobila na hospodárenie cez nižšie úrokové náklady. Tieto položky prinášali takpovediac „automatickú konsolidáciu“ a mohli byť prispieť k zníženiu zadlženosti slovenskej ekonomiky, alebo byť použité na dodatočný ekonomický impulz. Zhoršenie štrukturálneho salda však pozorujeme najmä cez zvýšenie mzdových výdavkov a sociálne opatrenia. Na položkách najviac ovplyvňujúcich ekonomický rast, najmä na výdavkoch na investície (Vaňko a Nevický, 2017), vidíme však v tomto období úspory (graf č. 4).

NBS, metodologicky rovnako ako EK, považuje za štrukturálne výdavky. V tejto analýze sa však zameriavame na vývoj štrukturálneho salda bez vplyvu pandémie.

⁵ Bez vplyvu výdavkov spojených s financovaním pandémie, dodatočnej platby do rozpočtu EÚ za nesprávne odvedené clo a bez príjmov a výdavkov z EÚ fondov.

Graf 4

Dekompozícia zmeny štrukturálnej bilancie v rokoch 2017 až 2021⁶ (p. b. HDP)



Zdroj: NBS

1) Bez vplyvu opatrení.

Poznámka: Položka „Zelená energia“ zahŕňa imputované príjmy aj výdavky vyplývajúce zo schémy podpory obnoviteľných zdrojov energie (bližšie informácie v [analytickom komentári NBS⁶](#)). Tie sú pre lepšiu porovnateľnosť očistené od nepriamych daní a dotácií.

Dane boli vyššie aj bez konsolidačných opatrení

Štrukturálne daňové príjmy, očistené od legislatívnych opatrení a niektorých pre deficit neutrálnych položiek⁷, v rokoch 2017 až 2021 priniesli dodatočné zdroje vo výške 2,5 % HDP. Nejde pritom o dodatočné príjmy, ktoré prináša samotný ekonomický rast. Ide o dodatočné prostriedky, ktoré vznikajú nastavením a vývojom daňového systému a generujú príjmy nad rámec ekonomického rastu. Dôvody tohto rastu sa dajú pripísať primárne trom najväčším faktorom (zoradeným podľa významnosti): (i) efektu štruktúry ekonomického rastu, (ii) rastu výnosov z DPH a (iii) tzv. tichému zdaneniu – silného rastu dane z príjmu zamestnancov z dôvodu pomalšej indexácie nezdaniteľnej časti základu dane a zmenám v zložení mzdovej štruktúry, tzv. fiscal drag.

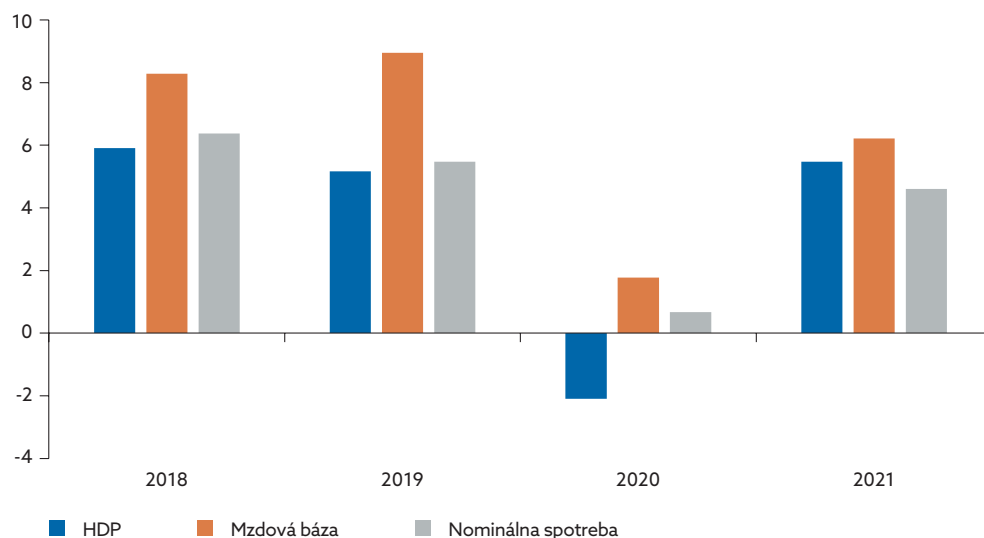
⁶ Rast cien elektriny znižuje závislosť alternatívnych zdrojov od štátnej podpory a zvyšuje atraktivnosť ich rozvoja, <https://nbs.sk/dokument/9fcf3bf1-bb7d-4bbb-8042-fa934e769c9f/stiahnut?force=false>

⁷ EÚ fondy, poisťné platené štátom, schéma na podporu zelenej energie a imputované sociálne príspevky.

Vplyv štruktúry ekonomického rastu priniesol v rokoch 2017 až 2021 takmer polovicu dodatočných daňových príjmov. Pri pohľade na ekonomický rast je okrem jeho veľkosti podstatná aj jeho štruktúra. Keďže ekonomický rast ťahá najmä trh práce (graf č. 5) môžeme očakávať, že podiel daňových výnosov na HDP bude rásť, pretože väčšina daňových príjmov plyní práve zo zdanenia práce (sociálne a zdravotné odvody a daň z príjmu zamestnancov). Sú to dodatočné zdroje vyplývajúce zo zmeny štruktúry ekonomiky, teda kompozície ekonomického rastu, tzv. kompozičný efekt.

Graf 5

HDP, trh práce a nominálna spotreba (medziročná zmena v %)



Zdroj: NBS

Druhým najvýznamnejším faktorom vyššieho rastu príjmov boli výnosy z DPH. Výber DPH v rokoch 2017 až 2021 rástol rýchlejšie ako rástla spotreba tovarov a služieb domácnosťami, pričom ani zmeny sadzieb tento rast nevyvetľovali. Môže za tým byť viacero faktorov – efektívnejšie fungovanie finančnej správy pri výbere dane, implementácia opatrení na zamedzenie daňovým únikom (napríklad eKasa, čistenie registra platcov, dodatočné kontroly a pod.), ale napríklad aj nedokonalé meranie porovnávacej bázy a iné faktory. Všeobecne hovoríme o raste efektivity výberu DPH.

Tiché zdanenie zvyšuje výnos dane z príjmu zamestnancov bez legislatívneho zvyšovania sadzby. Ide o kombináciu faktorov, ktoré prinášajú dodatočné príjmy nad rámec makroekonomického rastu. Pri zdaňovaní príjmu zamestnancov sa základ dane – mzda – očisťuje o tzv. nezdaniteľnú časť (NČZD), ktorá sa každoročne upravuje valorizačným mechanizmom. Jej nízka valorizácia, pri raste miezd zvyšuje podiel zdaniteľnej časti mzdy, a tým aj efektívnu sadzbu dane z príjmu. Tento faktor pôsobil na zvyšovanie daňových výnosov práve pred príchodom pandémie. Dodatočné príj-

my zo zdanenia práce tiež môžu plynúť aj z rozdielnej dynamiky na trhu práce – či sa zamestnávajú skôr vysokoprijemní, alebo nízkoprijemní zamestnanci, ktorí majú rozdielnu efektívnu sadzbu dane a pod.

Konsolidáciu cez dodatočné daňové príjmy však tlmili príjmové opatrenia, najmä na strane priamych a nepriamych daní. Najvýznamnejšie opatrenia, ktoré tlmili nadmerný rast daní, boli zrušenie daňových licencií pre firmy v roku 2018 a následná znížená sadzba pre malé podniky v roku 2020, zvýšenie NČZD, zníženie sadzby DPH na vybrané potraviny v roku 2020 a zrušenie bankového odvodu v roku 2021. Daňové výnosy verejného sektora tiež každoročne znižuje postupný pokles sadzby odvodov na starobné poistenie v prospech starobného dôchodkového sporenia.

Konsolidovať cez investície?

Výdavky na verejné investície prispievali v rokoch 2017 až 2021 k štruktúrálnej konsolidácii. V období rokov 2018 a 2019 sme na Slovensku po slabších rokoch 2016 a 2017 zaznamenali mierny nárast investícií, ktorý pôsobil expanzívne, čo sa však s príchodom pandémie a s tým spojenými obmedzeniami zmenilo. Podiel investícií na HDP sa znížil v rokoch 2020 a 2021 a pôsobil výrazne konsolidujúco. Nižšiu investičnú aktivitu zaznamenali v obciach a zdravotníckych zariadeniach aj na projektoch dopravnej infraštruktúry. Snahou by mohlo byť znova nadviazať na pomerne silný rast investícií pred pandémiou, pretože konsolidáciou verejných financií nižšími investíciami klesá potenciál dlhodobého ekonomického rastu.

Fondy EÚ sa stali významným doplnkovým zdrojom investícií. Na Slovensku máme silnú väzbu na financovanie z fondov EÚ, čo skresľuje pohľad na investície štátu financované z vlastných zdrojov⁸. Celkové verejné investície vyjadrené podielom na HDP sú v priemere na podobnej úrovni ako pred vstupom do EÚ, no podiel vlastných zdrojov po začatí čerpania eurofondov klesol na nižšiu úroveň (graf č. 6). Nepozorujeme teda aditívny efekt EÚ fondov, keď by tieto dodatočné zdroje mali navýšiť celkovú úroveň investícií, ale skôr substitučný efekt, t.j. nahrádzanie vlastných zdrojov prostriedkami z rozpočtu EÚ. Tento vývoj po začatí čerpania fondov síce pôsobil konsolidujúco, no pri potenciálnom ukončení tejto schémy bude nutné na udržanie úrovne investícií vynaložiť dodatočné vlastné zdroje.

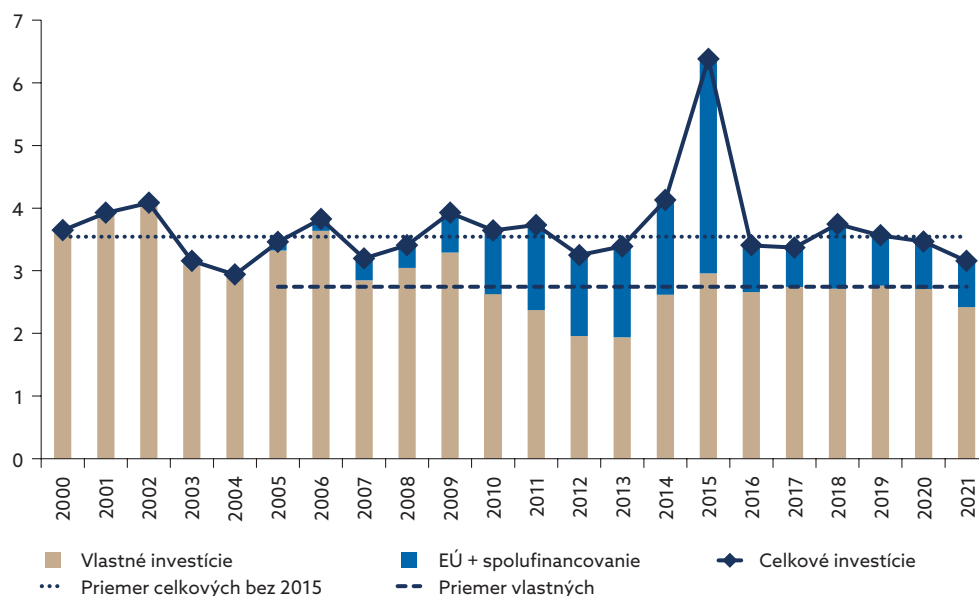
Rast kapitálovej základne vytvorenej vďaka podpore z prostriedkov EÚ generuje do budúcnosti záväzok reinvestovať do jej obnovy a modernizácie. Okrem spomínaného substitučného efektu EÚ fondov je nutné tiež spomenúť potrebu tzv. obnovovacích investícií pre zachovanie funkčnosti

⁸ Myslíme tým zdrojové krytie z daňových výnosov alebo dlhové financovanie.

už vybudovanej infraštruktúry, či napríklad modernizácie strojového vybavenia.

Graf 6

Nahradenie vlastných investícií zdrojmi EÚ (% HDP)



Zdroj: NBS

*Z dôvodu konca programového obdobia a výrazných čerpaní fondov EÚ v roku 2015 vylučujeme tento rok z priemerov.

Sociálne výdavky – nízka valorizácia kompenzovaná opatreniami

Ak by sa neprijali opatrenia v sociálnej oblasti, tak výraznú konsolidáciu v rokoch 2017 až 2021 by sme pozorovali aj cez sociálne výdavky. Súčasný systém valorizácie dávok sociálneho zabezpečenia spôsobuje ich nižší rast v porovnaní s rastom ekonomiky. Vo väčšine prípadov sú tieto dávky naviazané na infláciu, pričom reálny rast ekonomiky sa na ich vývoji plne neodráža. To pri absencii dodatočných opatrení spôsobovalo automatickú konsolidáciu verejných financií, pričom je však otázne, či je tento efekt vo všetkých sférach sociálnej oblasti žiaduci. Vidieť to najmä pri sociálnych výdavkoch mimo starobných dôchodkov, ktoré generujú úspory a teda prispievajú k zlepšovaniu hospodárenia verejných financií. Tento efekt je umocnený pozitívnym impulzom v štruktúre obyvateľstva.

Nízky spôsob valorizácie sociálnych výdavkov (iných ako starobných) dopĺňali pravidelné sociálne opatrenia. Každý rok sa prijímali kompenzačné opatrenia na zmiernenie poklesu pomeru sociálnych výdavkov na HDP. Najväčšími boli pravidelné zvyšovanie príspevku na opatrovanie osôb s ťažkým zdravotným postihnutím nad rámec inflácie, zvýšenie rodičovského príspevku pre rodičov, ktorí boli pred rodičovskou dovolenkou zamestnaní, či zavedenie tehotenskej dávky.

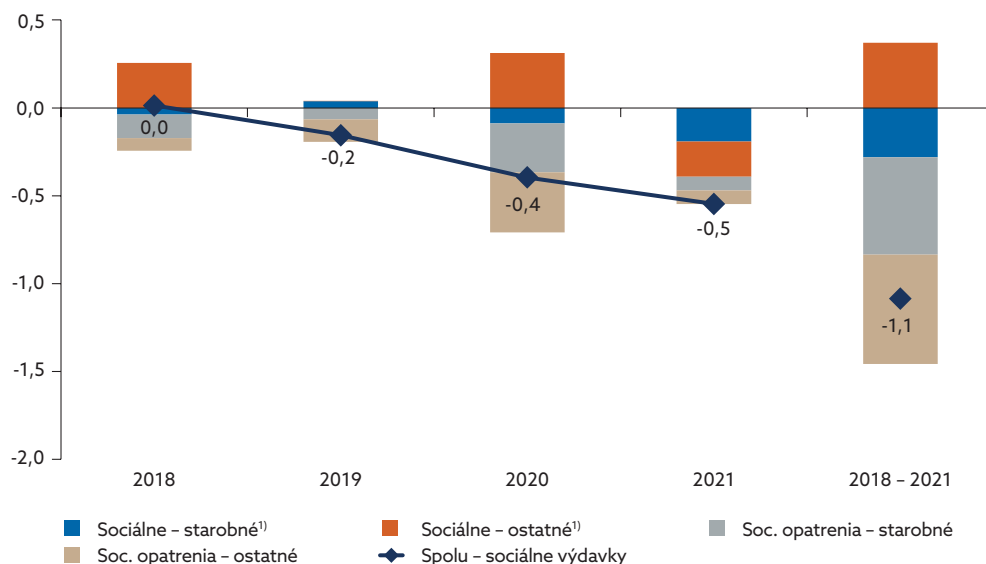
Sociálne výdavky mimo starobných dôchodkov a nákladov ich legislatívnych zmien významne prispievali k zlepšeniu štrukturálneho deficitu. Pokračujúce úspory v tejto časti výdavkov narušilo až obdobie pandémie.

Na druhej strane výdavky na starobné dôchodky k štrukturálnej konsolidácii veľmi neprispievali. Ich valorizácia síce plne nezohľadňuje reálny rast ekonomiky, ale rastúci počet príjemcov tento efekt kompenzuje. K zhoršeniu štrukturálneho deficitu prispeli výdavky na starobné dôchodky v roku 2021 najmä preto, že ich valorizácia nezohľadnila pokles reálnej ekonomiky v pandemických rokoch a naďalej pokračoval nárast počtu dôchodcov.

Hlavný príspevok k štrukturálnemu deficitu však v rokoch 2017 až 2021 tvorili výdavky na sociálne opatrenia, či už spojené s výplatami starobných dôchodkov, nemocenských dávok, dávok v nezamestnanosti, alebo hmotnej núdzi (graf č. 7).

Graf 7

Príspevky sociálnych výdavkov k zmene štrukturálneho salda (p. b. HDP)



Zdroj: NBS

1) Sociálne výdavky (starobné, či ostatné) sú samostatne vyčíslené bez legislatívnych opatrení a legislatívne opatrenia sú zobrazené samostatne v položke sociálne opatrenia. Pod pojmom ostatné sú zahrnuté dávky: nemocenské, v nezamestnanosti, v hmotnej núdzi, na kompenzáciu ŤZP, na podporu rodiny a aktívnej politiky trhu práce.