

Ekonomický a menový vývoj

jeseň 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 27. septembra 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	9
2.1	Vonkajšie prostredie	9
2.2	Aktuálny vývoj v SR	13
2.2.1	Spotrebiteľské ceny	13
2.2.2	Ceny nehnuteľností	17
2.2.3	Ekonomický rast	19
2.2.4	Trh práce	27
3	Strednodobá predikcia	31
3.1	Globálny výhľad a technické predpoklady predikcie	31
3.2	Makroekonomická predikcia SR	33
3.2.1	Ekonomický rast	33
3.2.2	Trh práce	37
3.2.3	Náklady práce a ceny	38
3.3	Prognóza vývoja verejných financií	44
3.4	Riziká prognózy	47
3.5	Porovnanie s inými inštitúciami	52
Zoznam boxov		
Box 1	Ruská ekonomika a sankcie	11
Box 2	Zisky a ziskovosť firiem a ich cenotvorba	14
Box 3	Monitorovanie pravdepodobnosti recesie na Slovensku	20
Box 4	Hodnotenie nálad v ekonomike	26
Box 5	Ako sa ceny výrobcov v EÚ premietajú do cien priemyselných tovarov	40
Box 6	Rizikový scenár	48
Zoznam tabuliek		
Tabuľka 1	Základné ukazovatele ekonomického vývoja	8
Tabuľka 2	Externé prostredie a technické predpoklady	32
Tabuľka 3	Mzdy	39
Tabuľka 4	Vývoj jednotlivých zložiek inflácie	44
Tabuľka 5	Porovnanie s inými inštitúciami	52
Tabuľka 6	Strednodobá predikcia (P3Q-2022) základných makroekonomických ukazovateľov	53
Zoznam tabuliek v boxoch		
Box 3		
Tabuľka A	Vývoj mesačných ukazovateľov počas recesie a v 2022	22

Box 6		
Tabuľka A	Definícia rizikového scenára	49
Tabuľka B	Predpoklady rizikový scenár vs. základná predikcia P3Q-2022	49
Tabuľka C	P3Q-2022 vs. rizikový scenár	51

Zoznam grafov

Graf 1	Kompozitné indexy nákupných manažérov	9
Graf 2	Ceny lodnej dopravy	9
Graf 3	Toky plynu do Európy	10
Graf 4	Nemecko: Futures (1. pozícia) na ceny plynu a elektriny	10
Graf 5	Podiel krajín v rámci špecifických pásiem inflácie	13
Graf 6	Rozhodnutia centrálnych bánk o kľúčových úrokových sadzbách	13
Graf 7	Štruktúra HICP inflácie	14
Graf 8	Ceny výrobcov a ceny tovarov pre spotrebiteľov	14
Graf 9	Index dostupnosti bývania	18
Graf 10	Kompozitný index na hodnotenie vývoja ceny bývania	18
Graf 11	Vývoj HDP	20
Graf 12	Zložky HDP	20
Graf 13	Vývoj príjmu a spotreby domácností	23
Graf 14	Vývoj zahraničného obchodu	23
Graf 15	Hotovostné výdavky z prostriedkov EÚ	25
Graf 16	Beveridgeova krivka	28
Graf 17	Indikátor napätia na trhu práce	28
Graf 18	Vývoj zamestnanosti	29
Graf 19	Počet zamestnaných cudzincov	29
Graf 20	Mzdy a počet voľných pracovných miest	30
Graf 21	Reálne mzdy	30
Graf 22	Zahraničný dopyt	31
Graf 23	3-mesačný Euribor dlhopisov	32
Graf 24	Výnosy 10-ročných SK vládnych	32
Graf 25	Predikcia vývoja ekonomiky	34
Graf 26	Úroveň súkromnej spotreby	34
Graf 27	Vývoj investícií	35
Graf 28	Čerpanie zdrojov EÚ a čistá finančná pozícia Slovenska	36
Graf 29	Odhad produkčnej medzery	37
Graf 30	Vývoj HDP a produkčnej medzery	37
Graf 31	Vývoj zamestnanosti	38
Graf 32	Vývoj reálnych kompenzácií na zamestnanca	38
Graf 33	Štruktúra HICP inflácie	40
Graf 34	Dovozné ceny a štruktúra čistej inflácie	40
Graf 35	Nákladové faktory a ceny spracovaných potravín	43
Graf 36	Regulované ceny energií	44
Graf 37	Zmeny v regulovaných cenách energií	44
Graf 38	Rozklad salda verejných financií	45

Graf 39	Fiškálna pozícia	45
Graf 40	Porovnanie deficitu a jeho dekompozície	46
Graf 41	Porovnanie verejného dlhu	46
Graf 42	Dlh verejnej správy	47
Graf 43	HDP	48
Graf 44	Inflácia HICP	48

Zoznam grafov v boxoch

Box 1		
Graf A	Rusko: Vývoj HDP	11
Graf B	EÚ 27: Vývozy tovarov do Ruska	11
Graf C	Rusko: Spotrebiteľská inflácia	12
Box 2		
Graf A	Domáce tlaky na rast cien podľa rozkladu deflátoru HDP	16
Graf B	Vývoj ziskových prirážok vo vybraných sektoroch	17
Box 3		
Graf A	Spoločný faktor ekonomických ukazovateľov vs. reálny HDP	21
Graf B	Pravdepodobnosť recesie	21
Graf C	Pravdepodobnosť recesie na Slovensku	22
Box 4		
Graf A	Nedostatok materiálu ako limitujúci faktor pre výrobcov využívajúcich elektronické komponenty	27
Graf B	Faktory ovplyvňujúce investície	27
Box 5		
Graf A	Vývoj cien priemyselných výrobcov a cien priemyselných tovarov	41
Graf B	Reakcia cien priemyselných tovarov na zahraničný cenový šok	41
Graf C	Rozdiel medzi starou a novou predikciou cien priemyselných tovarov bez energií	42
Box 6		
Graf A	Úroveň HDP	51
Graf B	HICP inflácia	51

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

Vojna na Ukrajine priniesla do Európy energetickú krízu s vážnymi dôsledkami, ktorých vplyv na ekonomiku sa snažia čiastočne limitovať vlády. V európskych ekonomikách sa prejavujú najmä cenové efekty, firmy aj domácnosti sa musia vyrovnat' s výrazným zvýšením nákladov.

Európe sa v prvej polovici roka darilo nad očakávanie, avšak prichádzajú horšie časy. Tie by mali prameniť nielen z vysokej inflácie, ale aj z ochladzovania globálnej ekonomiky.

Vyššia inflácia zostane s nami pravdepodobne dlhšie obdobie. V dôsledku prehodnotenia vplyvu vysokých trhových cien energií výrazne zvyšujeme v porovnaní s letnou predikciou našu predpoveď miery inflácie v nasledujúcich troch rokoch. Ceny energií predstavujú pre firmy čoraz významnejšiu nákladovú položku, ktorú prenášajú do odbytových cien. Počas celého prvého polroka sme sa na základe trhových informácií spoliehali na dočasnú vysokú cenu energií. Posledný vývoj však ukázal, že nemožno očakávať rýchly návrat na predvojnové úrovne. Preto sme pristúpili k prehodnoteniu odhadu vývoja takmer všetkých cien v spotrebnom koši smerom nahor. Veľké riziko predstavujú regulované ceny energií, pri ktorých zatiaľ uvažujeme o medializovaných informáciách o vládných opatreniach v oblasti cien plynu a elektriny.

Pokles spotrebiteľského dopytu oddiali zotavenie sa ekonomiky. Súkromná spotreba doteraz ťahala ekonomiku aj v horších časoch, keď firmy čelili nedostatku komponentov. Vysoká inflácia však odčerpá z príjmov domácností finančné zdroje a očakáva sa prepád kúpyschopnosti. Pre domácnosti nastanú prechodne horšie časy umocnené nielen prepádom reálnych príjmov, ale aj nedostupnosťou bývania a vyššími splátkami úverov.

Súkromné investície zrejme zostanú slabé. Neistota spôsobená neprehľadnou situáciou a nemožnosťou firiem dlhodobejšie plánovať spôsobí odsúvanie investičných rozhodnutí.

Vládne investície a zahraničný dopyt by mali aspoň čiastočne kompenzovať prepád súkromnej spotreby. Podobne ako v roku 2015, tak aj teraz sa očakáva záverečná fáza čerpania eurofondov z dobiehajúceho programového obdobia, k čomu sa navyše pridáva aj dostupnosť prostriedkov z Plánu obnovy.

Zhoršenie domáceho dopytu si vyberie daň v podobne straty pracovných miest. Nižšie využívanie služieb povedie k prepúšťaniu v týchto odvetviach ekonomiky. Firmám stúpnu náklady, čo povedie nielen k odsúvaniu

investícií, ale aj k znižovaniu zamestnanosti. Navyše sa očakáva zhoršenie dostupnosti pracovnej sily vplyvom starnutia obyvateľstva.

Aktuálna predikcia je viac ako inokedy obklopená rizikami plynúcimi z viacerých neznámych. Tým najväčším je vývoj cien energií, nielen trhových, ale najmä regulovaných pre domácnosti. Celkový rast cien tak môže byť vyšší, ale aj nižší v závislosti od verejných politík. Ak by viedli k utlmeniu dôsledkov nárastu cien energií, tak nižšia inflácia menej obmedzí spotrebiteľský dopyt a ekonomika nespadne v budúcom roku do recesie. Podobný vplyv by mohli mať aj ďalšie vládne kompenzačné opatrenia. Existuje však aj riziko, že sa energetická kríza prehĺbi, v dôsledku čoho sa ocitne Európa bez dostatočného množstva energií. To môže viesť k obmedzeniu produkcie vo veľkej časti ekonomiky v Európe aj na Slovensku. V tomto prípade by naša ekonomika poklesla o 4,3 %.

Hospodárenie verejných financií v tomto roku by malo skončiť so schodkom na úrovni 3,6 % HDP. Aktuálne vysoká inflácia vytvára zdroje na pokrytie rastu výdavkov, no v ďalších rokoch vplyv novoprijatých legislatívnych opatrení a plne premietnutie inflácie do sociálnych výdavkov tento pozitívny efekt prevýšia. V roku 2024 odhadujeme zhoršenie hospodárenia až vyše 5 % HDP. Verejný dlh by mal v najbližších rokoch poklesnúť výraznejšie pod 60 % HDP. Zhoršujúce sa hospodárenie štátu postupne tento trend v roku 2024 zvráti a dlh by mal opäť vzrásť.

Tabuľka 1 Základné ukazovatele ekonomického vývoja

	Skutočnosť	P3Q-2022			Zmena oproti P2Q-2022		
	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024
HDP (medziročná zmena v %)	3,0	1,8	-1,0	3,5	0,4	-2,9	0,0
HICP (medziročná zmena v %)	2,8	11,7	18,3	5,0	1,3	7,2	2,7
Priemerná nominálna mzda (medziročná zmena v %)	5,9	8,2	11,6	9,0	0,1	2,0	3,4
Priemerná reálna mzda (medziročná zmena v %)	2,7	-3,8	-3,9	4,3	-1,3	-3,6	1,2
Zamestnanosť (medziročná zmena v %, ESA 2010)	-0,6	1,8	-0,1	-0,4	0,3	-0,8	-0,2
Miera nezamestnanosti (%, VZPS)	6,8	6,2	6,7	6,8	-0,3	0,2	0,3

Zdroj: Výpočty NBS

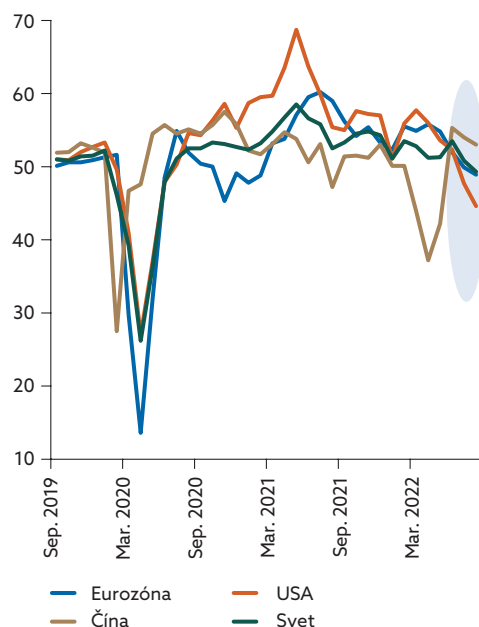
Poznámka: Reálne mzdy deflované infláciou CPI.

2 Aktuálny makroekonomický vývoj v zahraničí a v SR

2.1 Vonkajšie prostredie

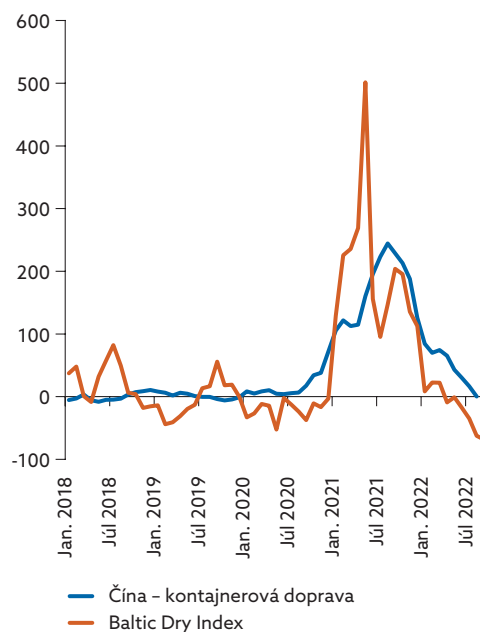
Globálnu ekonomiku zotavujúcu sa z pandémie koronavírusu zasiahla začiatkom roka 2022 invázia Ruska na Ukrajinu. Na začiatku vojny v dôsledku obáv a vysokej neistoty vzrástli ceny prakticky všetkých komodít. Ešte viac to umocnilo inflačné tlaky a prerušilo náznaky ekonomického oživenia. Okrem toho sa výrazne oslabil ekonomická aktivita v Číne v dôsledku krízy na realitnom trhu a obmedzením pohybu v súvislosti s pandemiou, čo viedlo k poklesu čínskeho hospodárstva v 2. štvrťroku. V USA hospodárstvo pokleslo dokonca druhý štvrťrok za sebou. Ovplyvnilo to však viacero mimoriadnych faktorov. Zatiaľ pravdepodobne nie je možné hovoriť o recesii, na ochladzovanie ekonomiky však poukazuje spomaľovanie súkromnej spotreby i investícií.

Graf 1
Kompozitné indexy nákupných manažérov (PMI)



Zdroj: Macrobond

Graf 2
Ceny lodnej dopravy (medziročná zmena v %)



Zdroj: Macrobond

V posledných mesiacoch sa znížilo napätie v ponukových reťazcoch. Okrem ústupu pandémie a opatrení zameraných na zabránenie jej šírenia k situácii prispelo aj zmiernenie (očakávaní) globálneho ekonomického

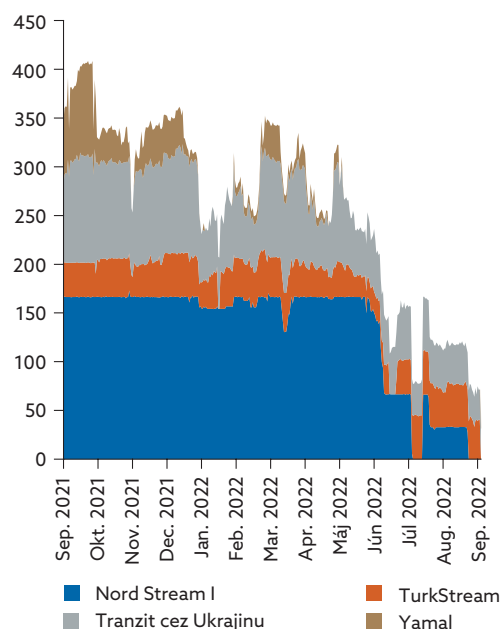
rastu. Ochladenie svetovej ekonomiky naznačujú aj viaceré predstihové indikátory (graf č. 1). Znížili sa tiež ceny viacerých komodít, ktoré na začiatku vojny prudko narástli. Okrem kovov sa to týkalo i potravinových komodít, ale aj ropy. Zlacnela tiež vodná doprava (graf č. 2).

Európske krajiny zažívajú silný ponukový šok. Sú silnejšie zasiahnuté dôsledkami vojny na Ukrajine. Postupné znižovanie toku zemného plynu z Ruska v reakcii na uvalené sankcie viedlo až k úplnému zastaveniu dodávok plynu cez Nord Stream I (graf č. 3). Obavy z nedostatku energií pred nastávajúcou zimou viedli k výraznému rastu cien plynu a následne aj elektriny. Prispieva to k ďalšiemu zrýchleniu inflácie a nepriaznivo dolieha na ekonomickú výkonnosť viacerých ekonomík. Už v súčasnosti sme svedkami obmedzovania niektorých, najmä energeticky náročných výrobov.

Iniciatíva na úrovni EÚ zameraná na riešenie napätia na trhu s energiami, môže výrazne pomôcť limitovať cenové nárasty a dosah na hospodárstvo. Po tom, čo EÚ začala zverejňovať detaily opatrení na zmiernenie energetickej krízy (opatrenia na zníženie spotreby, mimoriadne zdanenie neočakávaných ziskov výrobcov elektriny z iných zdrojov ako plyn a transfery pre zraniteľných spotrebiteľov), ceny plynu aj elektriny korigovali predchádzajúci rast. Naďalej však zotrávajú na vysokých úrovniach (graf č. 4).

Graf 3

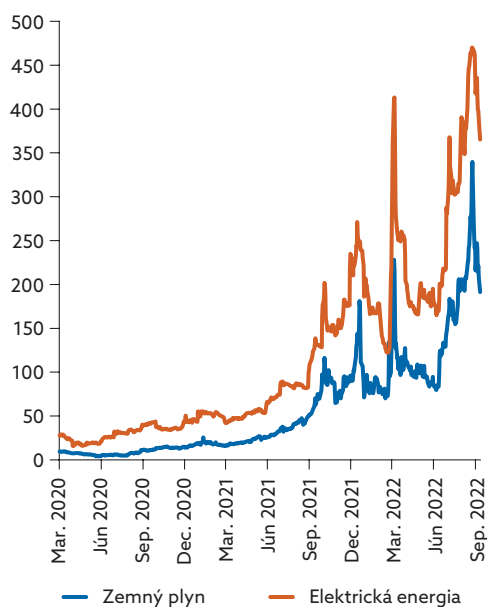
Toky plynu do Európy (kubické metre, mil.)



Zdroj: Macrobond

Graf 4

Nemecko: Futures (1. pozícia) na ceny plynu a elektriny (EUR/MWh)



Zdroj: Macrobond

Box 1

Ruská ekonomika a sankcie

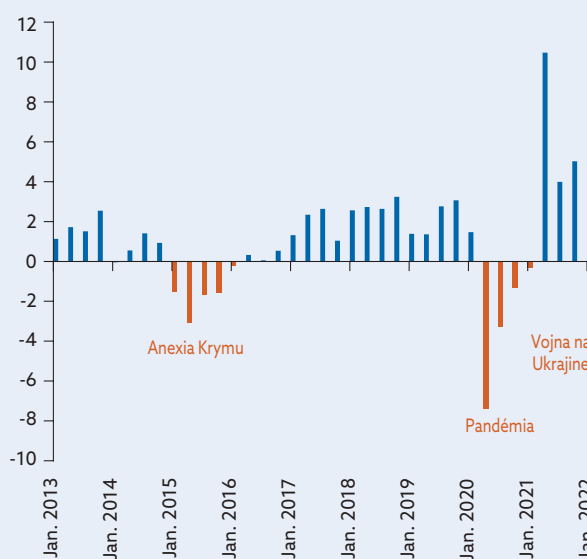
Vplyv vojny na Ukrajinu začína postupne ovplyvňovať ruskú ekonomiku. Tá bola doteraz v porovnaní s pôvodnými predpokladmi odolnejšia. Napriek tomu sa ocitla v recesii. Uvalené sankcie zasahujú domáci dopyt aj zahraničný obchod Ruska. Vyššie importné ceny sa premieňajú do vyššej spotrebiteľskej inflácie a výpadky dovozov komponentov a technológií z vyspelých krajín narúšajú hladké fungovanie hospodárstva.

Ruská ekonomika sa v 2. štvrtroku medziročne prepadla o viac ako 4 %. Presmerovanie vývozu ropy na ázijské trhy a vysoké svetové ceny ropy a plynu iba obmedzili mieru prepadu, ktorý mohol byť inak podstatne dramatickejší. Stabilizácii ekonomiky pomohlo aj zavedenie kontroly kapitálových tokov a razantné zvyšovanie sadzieb na začiatku vojny. Rusko tiež zvýšilo sociálne výdavky na podporu domácností a motivovalo úverovanie odvetví zasiahnutých sankciami. Napriek tomu bol v 2. štvrtroku prepad hospodárstva pomerne silný (graf A).

V dôsledku uvalených sankcií sa výrazne znížili dovozy z vyspelých ekonomík. Ich súčasťou boli napríklad súčiastky pre letecký priemysel, čipy a iné sofistikované produkty. Len z Európskej únie sa vývozy tovarov do Ruska prepadli o viac ako 40 % v porovnaní s priemerným objemom v roku 2021 (graf B). Chýbajúce dovozy sa po čase premietnu do nedostatku náhradných dielov pre stroje zo „západných“ krajín, alebo potrebných aktualizácií softvérov. S výpadkom dovozov nastane pre ruské podniky potreba zreorganizovať ponukové reťazce. Podobne budú bez potrebných dovozov z vyspelých ekonomík ohrozené aj investičné projekty.

Graf A

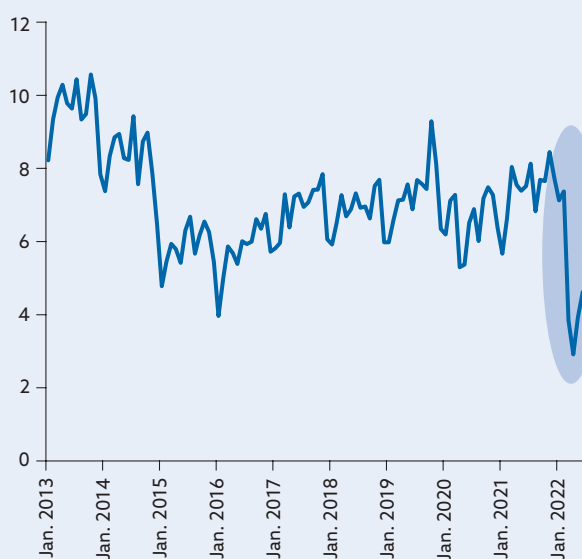
Rusko: Vývoj HDP (medziročná zmena v %)



Zdroj: Macrobond

Graf B

EÚ 27: Vývozy tovarov do Ruska (mld. EUR)

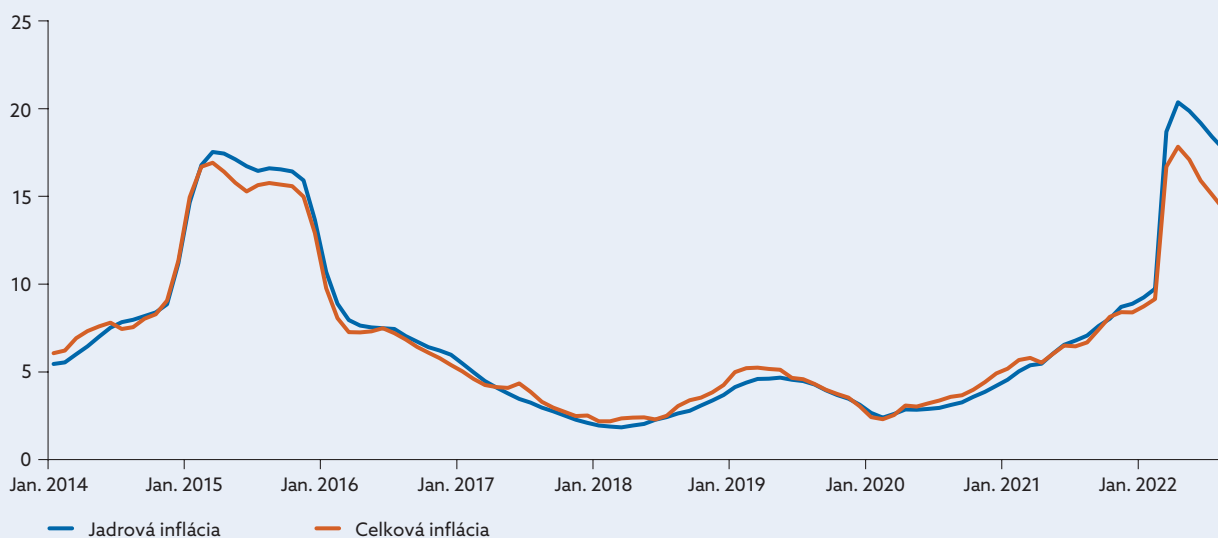


Zdroj: Macrobond

Po začiatku vojny výrazne vzrástla spotrebiteľská inflácia. Korekcia v kurzovom vývoji síce pomohla cenové tlaky zmierniť, inflácia je však aj naďalej vysoká. Jadrová inflácia (inflácia bez energií a potravín) v auguste dosahovala takmer 18 %. Dôvodom rýchleho cenového rastu je pravdepodobne aj zvýšený dopyt po tovaroch, pri ktorých sa očakáva, že sa stanú nedostupnými. Jadrová inflácia dokonca prevýšila celkovú infláciu (graf C). Tú tlmil najmä spomaľujúci sa rast cien palív. Inflácia sa síce zmierňuje, naďalej je však vysoká, rastú životné náklady, čo pravdepodobne doľahne na spotrebiteľský dopyt.

Graf C

Rusko: Spotrebiteľská inflácia (medziročná zmena v %)



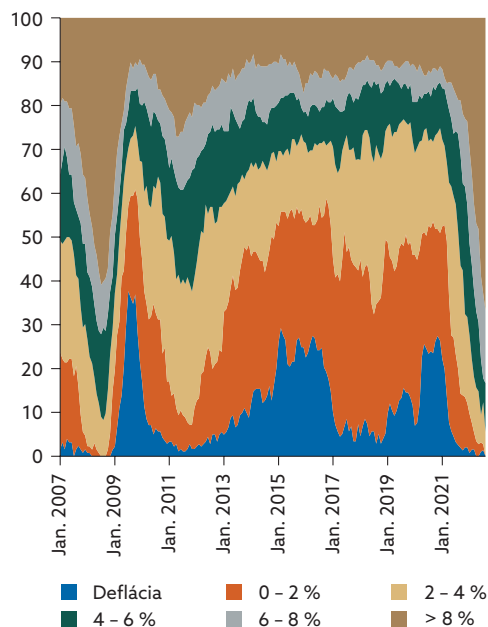
Zdroj: Macrobond

Uvalené sankcie tak postupne začínajú doliehať na ekonomiku. Dovozy sú drahšie a mnoho tovarov sa stáva nedostatkovými. Sofistikované technológie, ale aj náhradné diely sú ťažšie dostupné. Údržba strojov a výrobných zariadení bude komplikovanejšia. Vytvára to limity pre produkciu, ale aj investície, čo ovplyvní produktivitu hospodárstva. Júlová predikcia Medzinárodného menového fondu (World Economic Outlook) predpokladala, že ruská ekonomika sa v roku 2022 prepadne o 6 % a v nasledujúcom roku o 3,5 %.

Nielen v dôsledku cenového vývoja komodít sa inflácia vo svete, najmä v USA a Európe zrýchľovala. V stále väčšom počte krajín inflácia dosahuje vysoké úrovne (graf č. 5). To samozrejme vedie ku globálnemu cyklu sprísňovania menovej politiky. Viaceré centrálné banky uťahovali menovú politiku pomerne razantne, keď zvýšenie sadzieb o 1 percentuálny bod, alebo viac, nebolo výnimkou (graf č. 6). Výrazné sprísnenie menovej politiky v USA spolu s nárastom neistoty prispeli ku globálnemu zhodnoteniu USD. Voči euru kurz prelomil paritu. Pre viaceré krajiny, ktorých meny sa

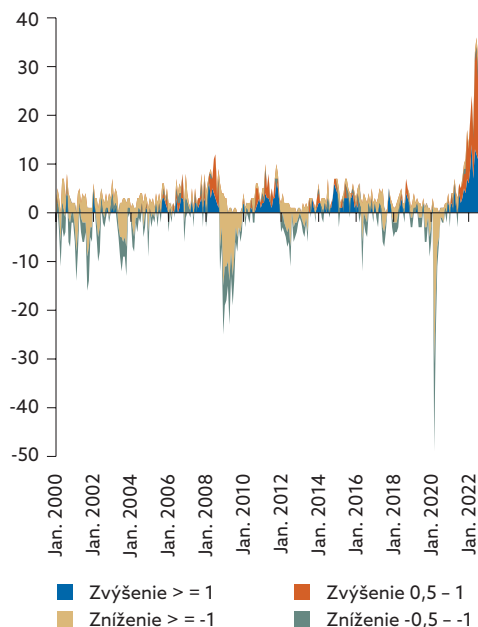
voči americkému doláru oslabili, to znamená zdraženie dovozov, ktoré sú kontrahované v USD, najmä ropy a iných surovín.

Graf 5
Podiel krajín v rámci špecifických pásiem inflácie (%)



Zdroj: Macrobond
Poznámka: Zahŕňa 187 krajín.

Graf 6
Rozhodnutia centrálnych bánk o kľúčových úrokových sadzbách (počet)



Zdroj: Macrobond
Poznámka: Zahŕňa 115 centrálnych bánk.

2.2 Aktuálny vývoj v SR

2.2.1 Spotrebiteľské ceny

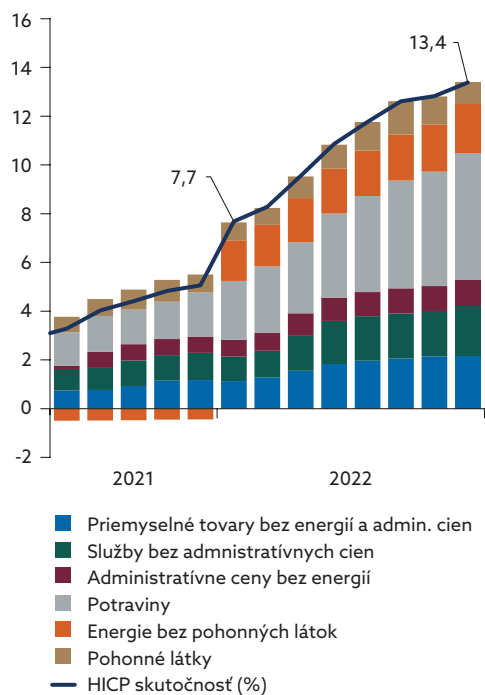
Tlaky na zvyšovanie cien naďalej prúdia z vonkajšieho prostredia, zintenzívňujú sa však aj nepriame efekty vyplývajúce z rastúcich cien vstupov a čiastočne aj domáce dopytové tlaky. Inflácia dosiahla v auguste 13,4 % (graf č. 7) a bola tak najvyššia od roku 2000. Kumuluje sa viacero faktorov, ktorých efekty budú pravdepodobne prítomné dlhšie obdobie. Okrem prenosu cien vstupov zohrávajú dôležitú úlohu v cenotvorbe aj obchodné väzby a energetická náročnosť ekonomík.

Nákladové faktory ako komodity, energie, mzdy sa postupne prejavujú v celom dodávateľskom reťazci. Firmy prispôbujú odbytové ceny rastúcim nákladom (graf č. 8), zatiaľ však nepozorujeme nadmerné zisky. Na ziskové marže firiem sme sa pozreli cez lupu makro aj mikro údajov. Firmy si udržiavali približne konštantné marže aj počas 1. polroka (box 2).

Najrýchlejšie rastú ceny potravín a prispievajú tak najvýraznejšie k inflácii. Napriek čiastočnému poklesu cien potravinárskych komodít na sveto-

vých trhoch po dosiahnutí dohody o vývoze komodít z Ukrajiny, sú tlaky na rast cien potravín enormné. Podporujú ich ostatné ceny vstupov, ako sú napríklad hnojivá, pohonné látky, energie a v neposlednom rade aj počasie.

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



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Graf 8
Ceny výrobcov a ceny tovarov pre spotrebiteľov (%)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Box 2

Zisky a ziskovosť firiem a ich cenotvorba

Čo ťahá infláciu na Slovensku do takých bezprecedentných výšok? Je možné, že firmy takpovediac zneužívajú situáciu a zvyšujú svoje zisky a ziskovosť nad rámec nárastov ich nákladov? Analýza z makro- i mikropohľadu naznačuje, že to tak nie je.

- Z makropohľadu, na základe aktuálnych dát zo slovenských národných účtov vidíme, že vývoj firemnej ziskovosti v posledných štyroch štvrtrokoch (2. štvrtrok 2021 až 2. štvrtrok 2022) netlačil rast cien vyššie v porovnaní s nákladmi, ba dokonca mal skôr tlmiaci účinok.
- Tlak na rast cien prichádza zo sektora živnostníkov.¹

¹ Položka príjmov samostatne zárobkovo činných osôb (SZČO) obsahuje aj príjmy neziskových organizácií a imputovanej domácej výroby. Na úrovni národných účtov nevieme tieto položky rozdeliť. Z ich titulu však o cenových tlakoch nemožno hovoriť, preto prisudzujeme príspevok do rastu deflátoru HDP rastu príjmov SZČO.

- Z mikropohľadu – na doplnenie celkového obrazu a pre robustnosť našich konštatovaní – prezentujeme odhad ziskových prirážok firiem podľa sektorov použitím dát priamo na firemnej úrovni. Výsledky ukazujú, že napriek turbulentným časom sa sila firiem pri stanovovaní cien nijako veľmi nezmenila, t.j. ziskové prirážky zostali konštantné a cenotvorba odzrkadľuje vývoj hraničných nákladov. Toto potvrdzuje naše tvrdenie, že firmy si profitabilitu nezvyšujú a nezdvíhajú ceny nad rámec zvyšovania svojich nákladov.

Makropohľad na ziskovosť firiem

Z makroperspektívy sa na ziskovosť firiem možno pozrieť cez rozklad deflátoru HDP z príjmovej stránky, ktorý cenovú úroveň v ekonomike v perióde t definuje ako súčet príjmov z práce, príjmov firemného sektora² a daní v pomere k HDP³:

$$\text{Deflátor HDP}_t = \frac{\text{Príjem z práce}_t}{\text{Počet pracujúcich}_t} \frac{1}{\text{Produktivita práce}_t} + \frac{\text{Príjmy firiem}_t}{\text{Reálne HDP}_t} + \frac{\text{Príjmy SZČO}_t}{\text{Reálne HDP}_t} + \frac{\text{Dane}_t}{\text{Reálne HDP}_t}.$$

Graf A ilustruje príspevok jednotlivých sčítancov z tohto definitorického vzťahu do ročnej miery rastu HDP v percentuálnych bodoch.

V posledných štvrtrokoch je príspevok ziskov firiem negatívny alebo len veľmi malý, príspevok cien práce sa drží na historicky priemerných hodnotách, no príspevok z príjmov SZČO je nadpriemerný.

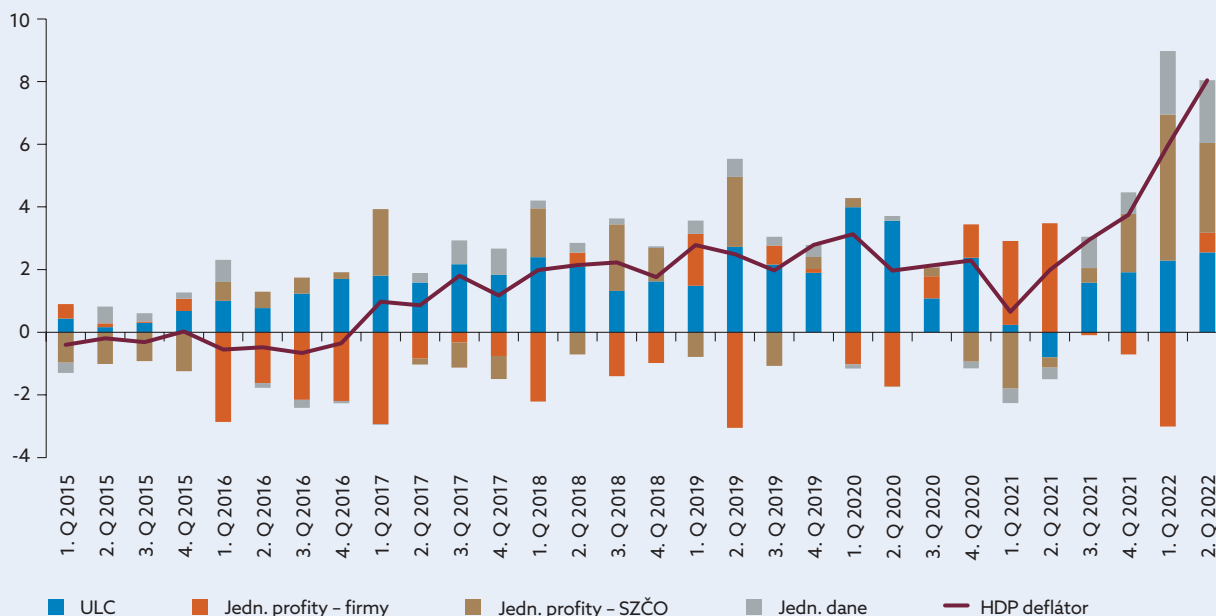
Ziskovosť veľkých firiem teda zvyšovanie cien nepodporuje, skôr brzdí a firmy situáciu nezneužívajú. Toto tvrdenie však neplatí pre zisky z oblasti samostatne zárobkovo činných osôb. Oživovanie trhu práce po pandémie na Slovensku je hnané i nárastom počtu SZČO, no i po prerátaní na jednu SZČO ich príjmy rýchlo rastú.

² Hrubý prevádzkový prebytok (vrátane hrubého zmiešaného príjmu). Táto položka obsahuje okrem príjmu firiem aj príjem samostatne zárobkovo činných osôb (SZČO), príjmy neziskových organizácií a imputované príjmy z domácej výroby domácností.

³ Pre účely štatistiky je súčet doplnený diskrepanciou, ktorej príspevok je však v našich výpočtoch irelevantný a preto ju pre zjednodušenie vynechávame.

Graf A

Domáce tlaky na rast cien podľa rozkladu deflátoru HDP (medziročná zmena v p. b.)



Zdroj: Výpočty NBS

Poznámka: ULC – jednotkové náklady práce

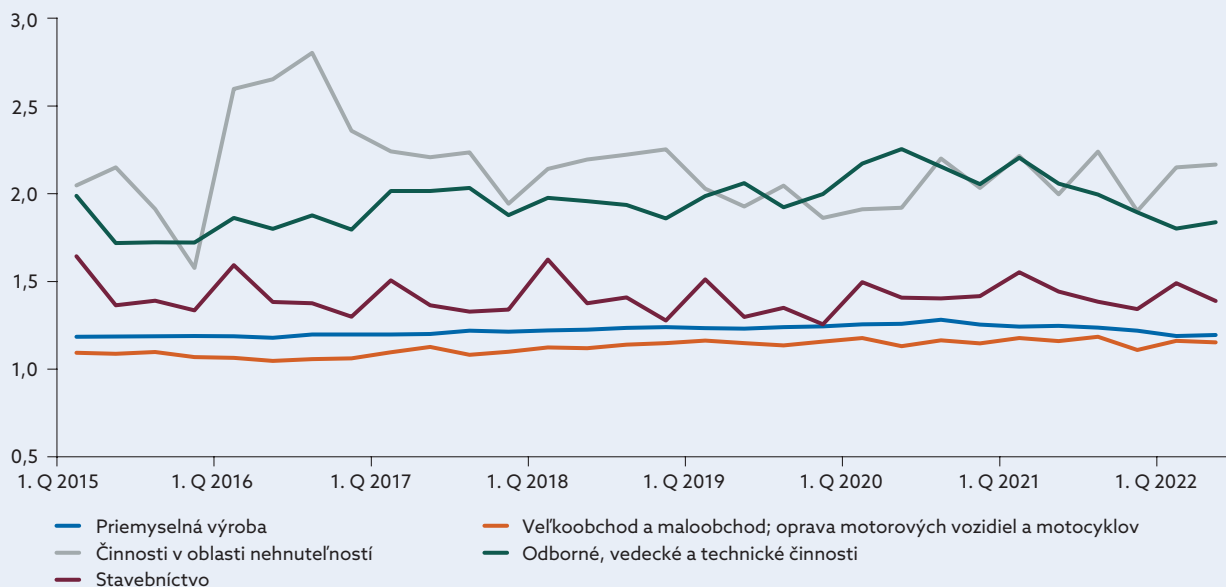
Vývoj ziskových prirážok v čase

Ziskové prirážky odhadujeme priamo na mikrofiremných dátach veľkých podnikov (viac než 20 zamestnancov). Nárast ziskových prirážok v čase by signalizoval, že firmy zvyšujú ceny viac, ako by odôvodňoval nárast ich nákladových položiek, čo by znamenalo dodatočné tlaky na rast cien. Na druhej strane pokles prirážok by znamenal, že firmy si znižujú vlastnú profitabilitu a pomáhajú brzdiť infláciu.

Hlavným záverom nášho odhadu je, že nenastala žiadna zmena v sile a dynamike stanovovania cien firiem, pričom vývoj cien kopíruje vývoj hraničných nákladov. V grafe B je znázornená dynamika prirážok v čase, pričom vývoj je stály aj v 2. štvrtroku 2022. Z našich výsledkov vyplýva, že veľké podniky nezvyšujú svoje ceny nad rámec rastu výrobných nákladov, pravdepodobne v dôsledku určitého konkurenčného tlaku.

Graf B

Vývoj ziskových prirážok vo vybraných sektoroch



Zdroj: Výpočty NBS

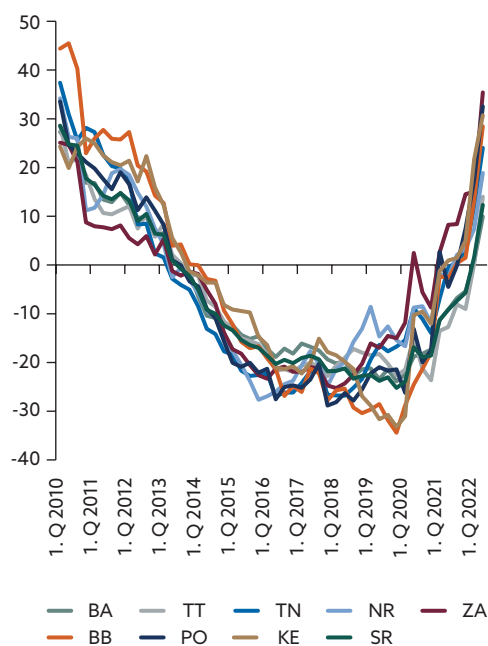
Ceny služieb poháňa vysoký rast cien energií, potravín a tovarov, k čomu sa ešte pridávajú mzdové náklady. Tie vyplývajú z nedostatku pracovnej sily. Napriek vysokej dynamike cien služieb je naďalej kľúčovým faktorom zrýchlenia čistej inflácie od otvorenia ekonomiky v 2. štvrtroku 2021 vývoj cien priemyselných tovarov bez energií. Tie dovážame čoraz drahšie z dvoch dôvodov. Prvý je ešte stále pretrvávajúci nedostatok súčiastok a materiálu a druhý predstavujú domáce vysoké ceny energií, ktoré sa prenášajú do výroby finálnych produktov. K prenosu spomínaných faktorov do konečných cien doteraz prispieval aj spotrebiteľský dopyt.

2.2.2 Ceny nehnuteľností

Vysoký rast cien nehnuteľností spôsobil zníženie dostupnosti bývania a kompozitný index naznačuje, že oslabenie dopytu na trhu nehnuteľností môže priniesť korekciu. Ponukové ceny nehnuteľností na bývanie boli v 2. štvrtroku 2022 o 6,4⁴ % vyššie oproti predchádzajúcemu štvrtroku. Medziročný rast cien dosiahol úroveň 25,5 %.

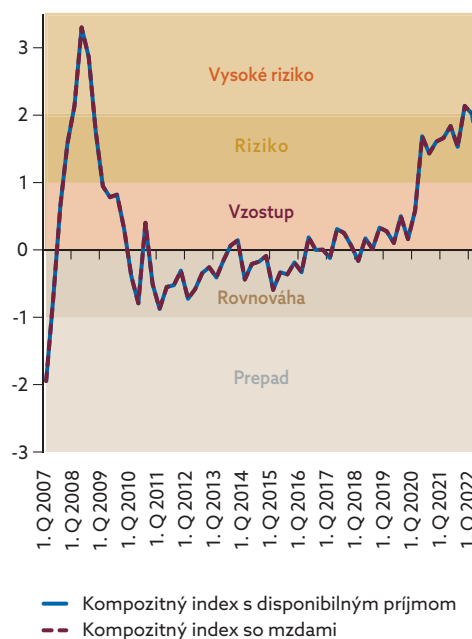
⁴ Od 1. štvrtroku 2022 prebieha výpočet cien nehnuteľností na základe údajov z databázy od spoločnosti United Classifieds. Z dôvodu lepšej interpretovateľnosti sme preto zrevidovali údaje za rok 2021 na základe nových dát. Všetky uvedené medziročné a medzištvrtročné dynamiky sú vypočítané už na revidovaných údajoch.

Graf 9
Index dostupnosti bývania (podiel HAI k jeho historickému priemeru v %)



Zdroj: NBS, NARKS, ŠÚ SR, United Classifieds

Graf 10
Kompozitný index na hodnotenie vývoja ceny bývania



Zdroj: NBS, NARKS, ŠÚ SR, United Classifieds

Index dostupnosti bývania (HAI)⁵ sa dostal na najhoršiu úroveň od roku 2011 (graf č. 9). Rozhodujúcu úlohu zohrávajú úrokové sadzby. Kým v 1. štvrťroku 2022 bola priemerná úroková sadzba poskytnutá na nové úvery na bývanie 1,04 %, v 2. štvrťroku dosiahla už 1,6 %. Index dostupnosti bývania sa priemerne pre celé Slovensko zhoršil o 10,6 bodu. Ak by v 2. štvrťroku boli rovnaké úrokové sadzby ako v 1. štvrťroku, nárast by bol polovičný (4,8 bodu).

Dostupnosť bývania meraná indexom HAI je najhoršia v Žilinskom, Prešovskom a Košickom kraji. Ako relatívne najdostupnejšie sa javia nehnuteľnosti v Bratislavskom a Trnavskom kraji, čo je dané predovšetkým výškou regionálnych miezd.

Hodnotenie súladu vývoja cien nehnuteľností so širším ekonomickým vývojom (vo forme kompozitného indexu⁶) dnes viac ako inokedy závisí

⁵ 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.

⁶ S cieľom vyhodnotenia vplyvu cien nehnuteľností na finančnú a ekonomickú stabilitu porovnáваме ich vývoj s vývojom ich základných teoretických fundamentov. Slúži 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](#).

od voľby indikátora príjmu (graf č. 10). Vzhľadom na pomerne silný rast disponibilného príjmu, najmä v dôsledku rastu príjmov živnostníkov, by náš štandardný ukazovateľ (hlavne jeho zložka pomer ceny k príjmu) naznačoval pokles rizika cenovej korekcie. Keď však berieme do úvahy dostupnosť bývania skôr z pohľadu ľudí žijúcich zo mzdy (čiže metódu, na ktorej je založený aj index dostupnosti bývania), riziko sa, naopak, zvyšuje. K rastu hodnôt indexu prispieva tiež pomer produkcie bytových budov na celkovom HDP.

Nájomné rástlo najrýchlejšie od roku 2017, ukazovateľ pomeru cien k nájomu preto pôsobí opačným smerom.

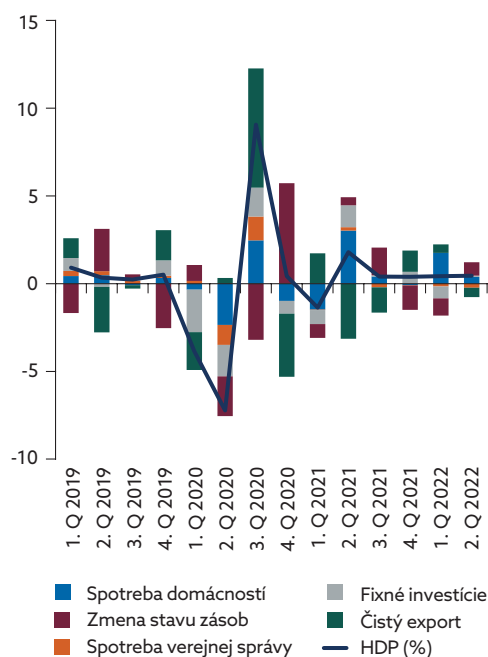
Výstavba bytových budov bola v 2. štvrťroku 2022 o 22 % vyššia ako v rovnakom období minulého roka. Počty začatých a dokončených bytov sú v medziročnom porovnaní o niečo nižšie. Medziročný rast, naopak, pokračuje v počtoch aktuálne rozostavaných bytov, ale aj v objeme vydaných stavebných povolení. Produkcia bytových budov naďalej naznačuje, že realitný trh sa ešte nachádza v rastovej fáze.

Úverové aktivity ešte v priebehu prvého polroka podporovali realitný trh. Čistý prírastok úverov na nehnuteľnosti bol vysoko nadpriemerný. Domácnosti sa snažili ešte využiť nižšiu úroveň úrokových sadzieb a načerpali výrazný objem úverov na bývanie. Rastúce úročenie, vysoká inflácia spôsobujúca prepád reálnych príjmov a ochladenie ekonomickej aktivity by mali začať postupne tmiť vysoký dopyt po nehnuteľnostiach.

2.2.3 Ekonomický rast

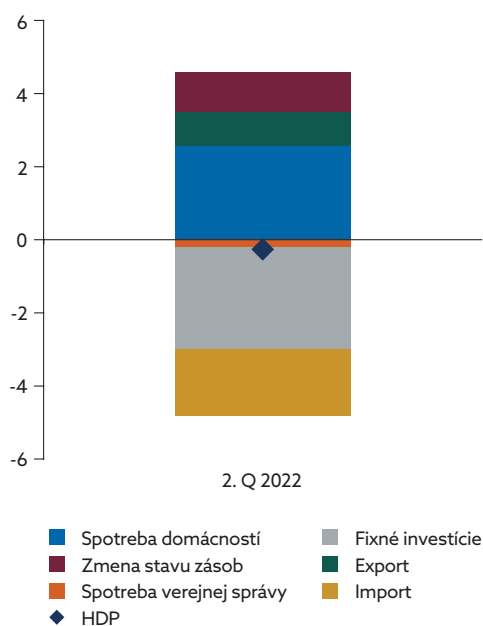
Rast ekonomiky v 2. štvrťroku 2022 o 0,5 % medzištvrtročne skončil nad očakávaniami. Ekonomika si dokázala lepšie poradiť s neistotou týkajúcou sa vojny a negatívne vplyvy na priemysel z letnej predikcie sa naplnili len čiastočne (graf č. 11). Hoci k približovaniu ekonomiky k predpandemickej úrovni pomáhali aj domácnosti, k jej dosiahnutiu stále chýba približne 0,3 % (graf č. 12). Pravdepodobnosť recesie na základe odhadov z aktuálnych dát zostáva blízka nule, riziká poklesu ekonomickej aktivity v nasledujúcom období sa však s pribúdajúcimi negatívnymi informáciami prehľbujú (box 3).

Graf 11
Vývoj HDP (medzištvrtročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Graf 12
Zložky HDP (rozdiel oproti 4. Q 2019 v %)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Poznámka: Import je zobrazený opačným znamienkom, keďže znižuje objem HDP. V skutočnosti sa však nachádza nad úrovňou 4. štvrtroka 2019.

Box 3

Monitorovanie pravdepodobnosti recesie na Slovensku

Viacere ukazovatele ekonomického vývoja už naznačujú jej oslabenie. Je preto dôležité sledovať a pravidelne vyhodnocovať možnosť recesie. Tá je definovaná ako široký a výrazný pokles reálnej hospodárskej aktivity. Na jeho vyhodnotenie používame parametrický prístup podľa vzoru Chauveta a Pigeru (2008)⁷, ktorých model pomerne presne zachytáva pojem recesie tak, ako ho používajú popredné inštitúcie na datovanie recesie, teda NBER v USA a CEPR v Európe⁸.

Model, ktorým sledujeme pravdepodobnosť recesie, zahŕňa štyri mesačné ukazovatele reálnej ekonomickej činnosti⁹ (priemyselná výroba, počet zamestnancov, tržby a mzdy). Vývoj týchto makroekonomických premenných v čase sa riadi spoločným dynamickým faktorom.

⁷ Chauvet, M. a Piger, J.: „Porovnanie výkonnosti metód datovania obchodného cyklu v reálnom čase“, Journal of Business and Economic Statistics, 2008, zv. 26, str. 42 – 49.

⁸ Predchádzajúce snahy v tomto smere s využitím slovenských dát sú opísané v analytických komentároch [Kedy sme v recesii?](#) a [Are we in a V-shaped or a W-shaped recession?](#)

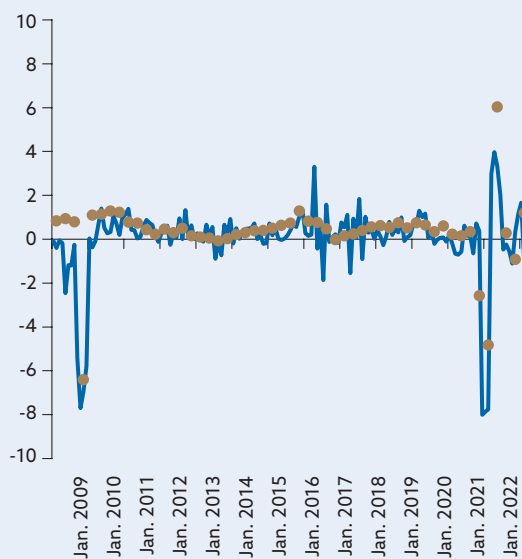
⁹ Model vhodne dopĺňa modelový aparát, ktorý máme k dispozícii a je založený na prístupe Toth (2021).

Ako vidieť z grafu A, odhadovaný mesačný spoločný faktor sa vyvíja veľmi podobne ako HDP. Použité mesačné ukazovatele sú teda vhodným indikátorom vývoja HDP.

Model sleduje zmeny režimu, čo si môžeme predstaviť ako prechod hospodárstva z obdobia expanzie do recesie a naopak. Výsledkom je možnosť odhadovať každý mesiac pravdepodobnosť recesie (graf B).

Graf A

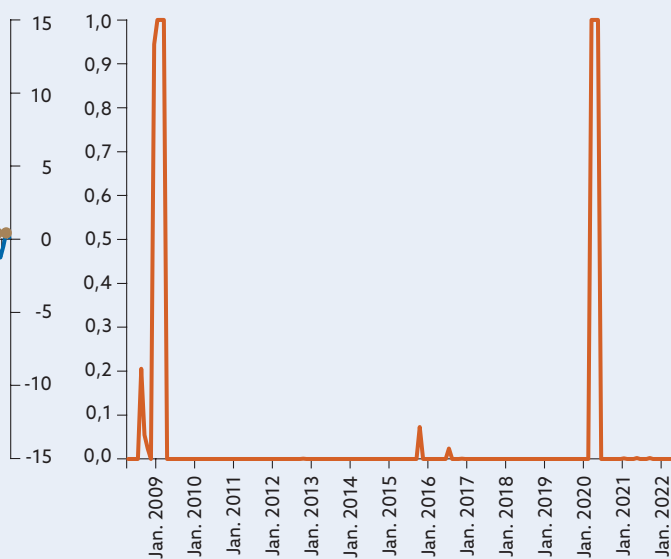
Spoločný faktor ekonomických ukazovateľov vs. reálny HDP (medzištvrtročná zmena v %)



— Spoločný faktor ● HDP (pravá os)

Graf B

Pravdepodobnosť recesie



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Zdroj: Výpočty NBS

Pravdepodobnosť recesie na Slovensku v prvom polroku 2022 bola podľa modelu blízka nule (graf B), aj keď niektoré mesačné ukazovatele vykazujú mierne negatívny vývoj začiatkom roka (tabuľka A). Ako sa uvádza v NBER a CEPR, na identifikáciu recesie je potrebný negatívny vývoj vo viacerých premenných súčasne trvajúci dlhšie obdobie. V období od apríla 2008 model identifikoval dve recesie. Prvú na prelome rokov 2008 a 2009, ktorá zodpovedá výraznému poklesu ekonomickej aktivity počas finančnej krízy. Druhou je pokles ekonomickej aktivity na začiatku pandémie od marca do mája 2020. Ich označenie za recesie sa dá považovať za opodstatnené vzhľadom na výrazný pokles viacerých makroekonomických premenných počas tohto obdobia.

Tabuľka A Vývoj mesačných ukazovateľov počas recesie a v 2022 (priemerné medzištvrtročné rasty v %)

	Zamestnanci	Priemysel- selná produkcia	Tržby celkom	Mzdy	Export	Maloob- chodné tržby	Miera nezames- tnosti	IES
Recesie¹⁾								
Recesia 1: dec. 2008 – mar. 2009	-3,8	-6,9	-11,9	-0,4	-11,5	-7,6	14,7	-18,6
Recesia 2: mar. 2020 – máj 2020	-2,8	-28,4	-21,4	-5,8	-31,5	-11,2	26,6	-30,7
Aktuálny vývoj								
Jan. – jún 2022	0,3	-1,3	0,2	-2,4	-0,8	0,9	-4,5	-0,3
Apríl – jún 2022	0,3	-0,6	0,0	-2,6	-1,4	0,4	-6,3	-0,4

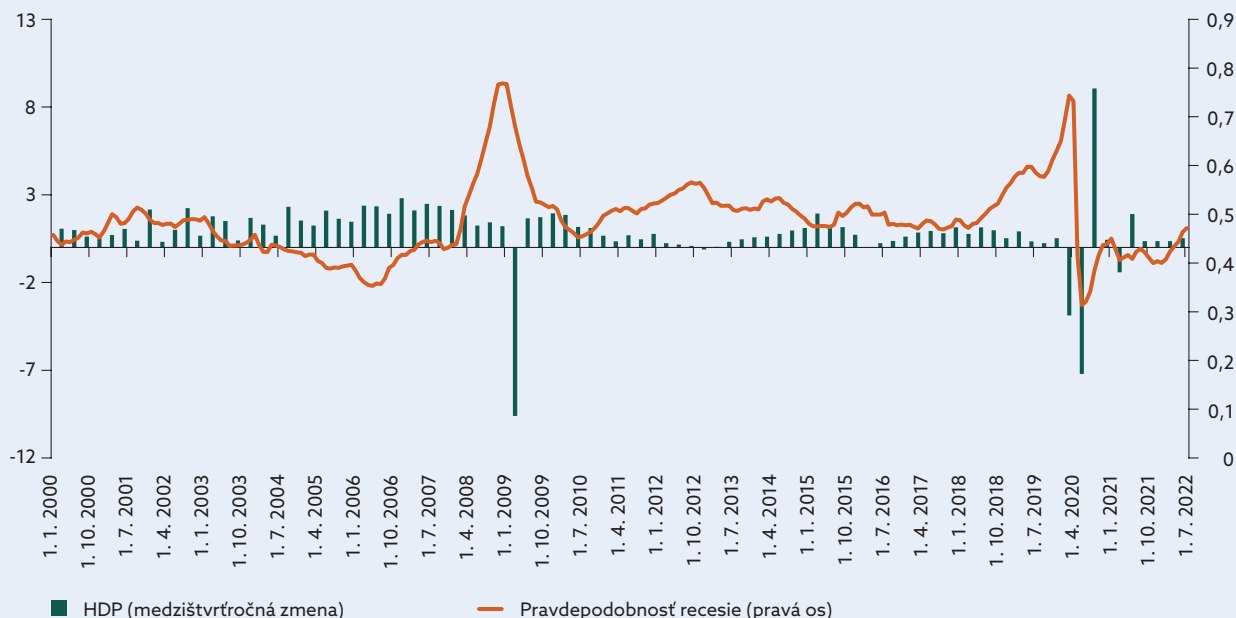
Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

1) Recesie zodpovedajú tým mesiacom, v ktorých je pravdepodobnosť recesie podľa nášho Markovovho modelu vyššia ako 80 %.

Nízku pravdepodobnosť recesie potvrdzujú aj aktualizované odhady modelu použitého v analytickom komentári Tóth (2021)⁸. Avšak postupne zvyšujúca sa pravdepodobnosť od začiatku roka naznačuje rastúce riziko možného poklesu ekonomickej aktivity v budúcnosti (graf C).

Graf C

Pravdepodobnosť recesie na Slovensku (%)



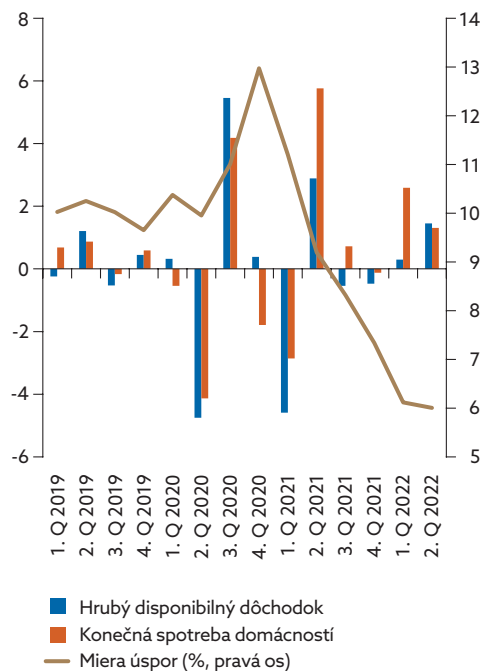
Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Domácnosti napriek rastúcej inflácii naďalej mierne zvyšovali svoju spotrebu. S príchodom jari a ústupom pandémie sa oživilo cestovanie a pokračovalo vyššie využívanie služieb. Hoci ceny naďalej ukrajovali z príjmov

domácností, k ich rastu prispeli vyššie príjmy živnostníkov a taktiež jednorazová dávka vybraným poberateľom kompenzujúca vysokú infláciu. Domácnosti si nemuseli výraznejšie siahnuť na úspory, miera úspor však zostala na nízkych úrovniach (graf č. 13).

Graf 13

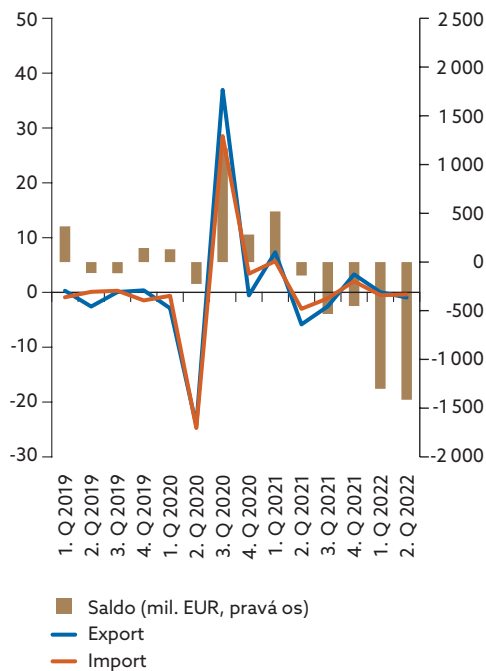
Vývoj príjmu a spotreby domácností (s. c., medzištvrtročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Graf 14

Vývoj zahraničného obchodu (s. c., medzištvrtročná zmena v %, saldo v b. c.)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Napriek negatívnym očakávaniam vývozy poklesli len mierne. Problémy s dodávkami prehĺbil konflikt na Ukrajine a lockdowny v Číne. S touto situáciou si podniky dokázali pomerne rýchlo poradiť a koncom štvrtroka už časť strát zo začiatku vojny dobehli (graf č. 14). Produkciu v niektorých sektoroch však značne ovplyvňujú vysoké ceny vstupov, ktoré nútia podniky energeticky náročnú produkciu utlmovať. Neistota týkajúca sa budúceho vývoja cien a známky klesajúceho dopytu naznačujú pokračovanie nízkych vývozov aj v blízkom období.

Súkromné podniky pokračovali v minimálnej investičnej aktivite, pričom vládne investície sa zatiaľ nerozbehli. Neistota týkajúca sa budúceho vývoja cien a dopytu znemožňuje podnikom plánovať budúce aktivity nielen v produkcii, ale aj v oblasti investícií. Stavebná produkcia dlhodobo zaostáva a s ohľadom na aktuálne ceny v stavebníctve je jej výraznejšie oživenie málo pravdepodobné. Verejné investície od začiatku roka stagnu-

jú¹⁰ a sú na podobnej úrovni ako pred rokom. Nižšie výdavky z vlastných zdrojov sú kompenzované vyššími EÚ zdrojmi. Mierny nárast v investíciách sme však vzhľadom na blížiacu sa komunálnu voľbu pozorovali v samosprávach.

Nominálne čerpanie prostriedkov z rozpočtu EÚ v 2. štvrtroku v roku 2022 medziročne vzrástlo o 5 % (graf č. 15). K oživeniu prispelo financovanie environmentálnych projektov a vzdelávanie pedagogických zamestnancov. Ekonomická oblasť, predstavujúca približne polovicu celkových výdavkov, vykázala záporný príspevok štvrtý štvrtrok za sebou. Do tejto oblasti patria finančne nákladné infraštruktúrne investície, ktoré tradične absorbujú aj najviac zdrojov zo štrukturálnej pomoci EÚ. Kým projekty nadnárodného významu európskych dopravných koridorov (TEN-T) sa vyvíjali na agregovanej úrovni pomerne dynamicky, ostatné výdavky na rýchlostné a regionálne cesty, modernizáciu vozového parku železníc a mestskej hromadnej dopravy stagnovali, čo sa v konečnom dôsledku prejavuje na negatívnom príspevku rastu.

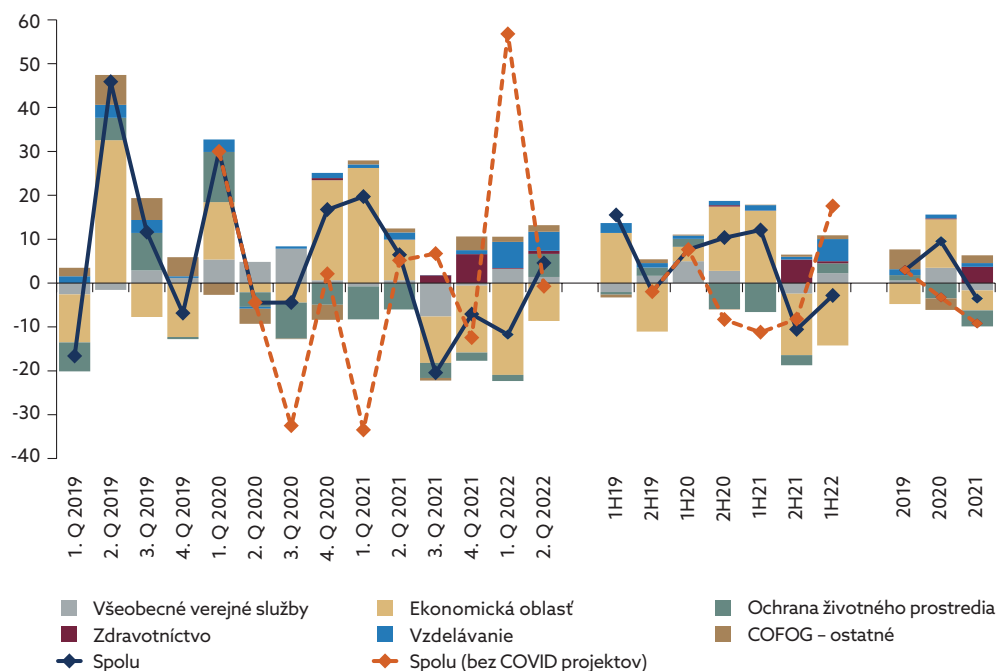
V tomto štvrtroku prispeli k čerpaniu aj projekty súvisiace s financovaním pandémie COVID-19, ako sú vyplatenie mimoriadneho príspevku zamestnancom sociálnych služieb a podpora inštitucionálnych kapacít na boj s pandemiou. Bez protipandemických projektov by čerpanie bolo približne na úrovni rovnakého obdobia predchádzajúceho roka.

Rastúca cenová hladina má vplyv aj na čerpania v reálnom vyjadrení. Prepočítaním hodnôt do stálych cien zaznamenalo čerpanie v 2. štvrtroku 3 % pokles. Medziročne sa tak síce vyčerpalo viac zdrojov, avšak pri rastúcich cenách vstupov sa pravdepodobne realizoval menší objem aktivít.

¹⁰ Za nižšími investíciami v tomto roku je, okrem iného, darovanie vojenskej techniky na Ukrajinu, ako aj medziročný pokles výdavkov v ZSSK, kde boli v minulom roku výraznejšie nákupy dopravných prostriedkov.

Graf 15

Hotovostné výdavky z prostriedkov EÚ¹⁾ (b. c., medziročná zmena v %)



Zdroj: Štátna pokladnica, IMTS 2014+, výpočty NBS

1) Očistené o transfery do finančných nástrojov.

Vysoké vyrovnania právnických osôb a vyššia DPH zo spotrebných tovarov ťahajú hotovostné daňové príjmy nahor. Agregátne údaje za odložené daňové priznania za jún potvrdili pozitívny vývoj dane z príjmu firiem za rok 2021, kam aktuálne spadajú. Tá by mala dosiahnuť výrazný medziročný rast presahujúci 20 %. Pozitívne prekvapuje aj DPH, kde vyššie ceny tovarov a služieb prinášajú medziročne výrazne vyššie daňové príjmy. V 2. štvrtroku dominovali najmä odvetvia ako veľkoobchod, maloobchod a dodávky energií.

Verejná spotreba v 2. štvrtroku opätovne rástla. Príčinou sú najmä vyššie výdavky na tovary, služby a zdravotnú starostlivosť. Vysoké ceny energií si vyberajú daň aj vo verejnom sektore. Výrazne sa zvýšili výdavky na energie v zdravotníckych zariadeniach, ŽSR, ZSSK, vo verejných vysokých školách a v obciach. Rástli tiež výdavky na materiál. Výdavky na mzdy v prvom polroku rástli podľa očakávaní mierne, no dohoda v kolektívnom vyjednávaní bude pôsobiť na výraznejší rast v druhej polovici tohto roka.

Box 4

Hodnotenie nálad v ekonomike

Nálada medzi slovenskými podnikateľmi sa zhoršuje. Dôvera v jednotlivých sektoroch sa od začiatku vojny na Ukrajine zhoršuje. Ako vyplynulo z rozhovorov s poprednými slovenskými zamestnávateľmi, naďalej čelia nielen problémom s dodávkami a vysokými cenami vstupov, prehlbujúcim sa nedostatkom kvalifikovanej pracovnej sily, ale obávajú sa najmä nákladových tlakov v dôsledku prudkého zvyšovania cien energií.

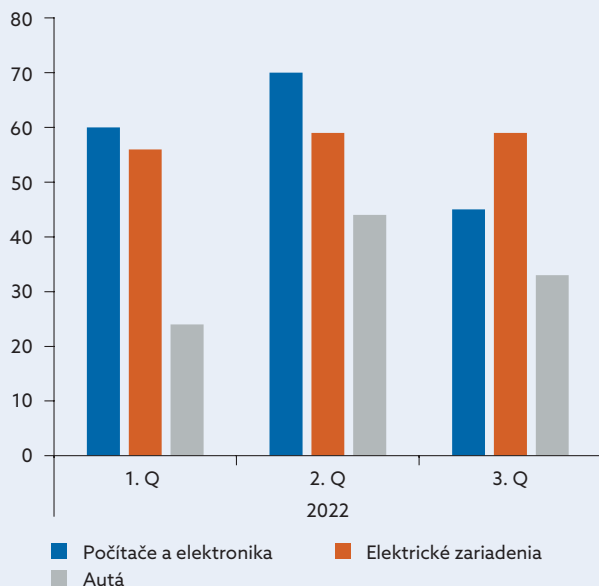
Dôveru v priemysle ovplyvňuje neistota. Mnohé výrobné spoločnosti sa, v závislosti od odvetvia, stále vyrovnávajú s negatívnymi dôsledkami pandémie. Ide predovšetkým o spoločnosti odkázané na importy vstupných surovín a materiálov (graf A), kde sa ešte stretávajú s ich nedostatkom v dôsledku narušenia plynulosti dodávok. Odráža sa to nielen v dlhších dodacích termínoch, ale prináša to aj problémy v súvislosti s údržbou alebo so zavádzaním nových technológií do výroby a s predlžujúcim sa časom investičných projektov v tejto oblasti. Na neistotu v plynulosti dodávok niektoré firmy reagovali predzásobením sa, čo im však zvyšuje náklady na dopravu i skladovanie a viaže nemalé finančné prostriedky. Očakávaná normalizácia situácie s nedostatkom vstupov sa posunuli na koniec roka 2023, resp. na rok 2024. Okrem nedostatku a rastu cien materiálu firmy čelia aj prudkému nárastu cien energií.

Vysoké ceny a nedostatok fosílnych palív ohrozujú výrobu. Niektoré podniky dokázali čiastočne preniesť vysoké ceny energií do odbytových cien. Pri zakontrahovaných zákazkách, pri ktorých nemajú možnosť flexibilne reagovať zmenou cien, vyrábajú do straty. Úplný prenos nákladov do cien výrobkov by však mohol viesť k poklesu dopytu a konkurencieschopnosti nielen na domácom, ale aj na zahraničnom trhu. Podniky preto zavádzajú úsporné opatrenia na optimalizáciu nákladov na energie. Často je to však možné iba na úkor znižovania produkcie, čo môže mať negatívny dosah tak na zamestnanosť, ako aj externých dodávateľov. Výrobu tiež obmedzuje nedostatok vhodnej pracovnej sily, vysoký dopyt je najmä po pracovníkoch so špecifickými zručnosťami. Firmy sa snažia takýchto zamestnancov získať od konkurencie.

Aj keď firmy pri investíciách ovplyvňuje najmä neistota týkajúca sa budúceho vývoja (graf B), niektoré realizujú svoje investičné plány, ktoré smerujú predovšetkým do rozširovania výrobných kapacít, či modernejších technológií. Stimulačnými faktormi, ktoré urýchlila pandémia aj súčasná situácia na energetickom trhu, sú prechod na obnoviteľné zdroje energií a proces digitalizácie s možnosťou využitia finančnej podpory prostredníctvom osobitných vládnych programov.

Graf A

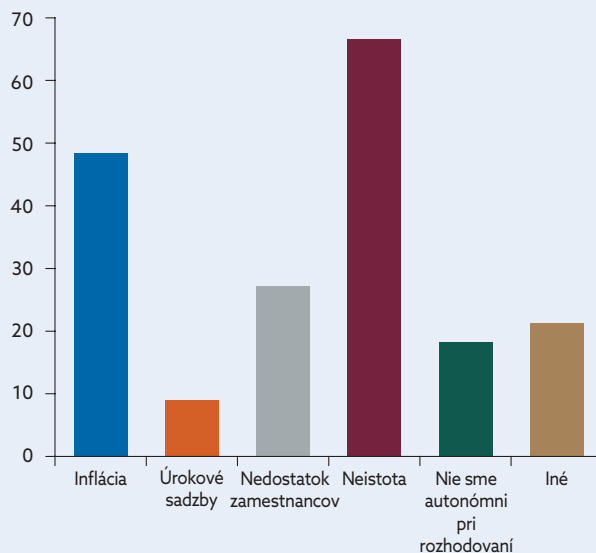
Nedostatok materiálu ako limitujúci faktor pre výrobcov využívajúcich elektronické komponenty (% respondentov)



Zdroj: EK

Graf B

Faktory ovplyvňujúce investície (% respondentov)



Zdroj: Prieskum NBS

Optimizmus v službách sa s príchodom leta zmiernil. Dôvera v službách sa po poklese začiatkom roka vyšvihla v 2. štvrťroku na lepšiu ako predpandemickú úroveň, v letných mesiacoch sa však oslabil. K poklesu dôvery výraznou mierou prispieva aj inflácia, ktorá znižuje kúpyschopnosť domácností a firmy očakávajú zmiernenie dopytu. Na poskytovanie služieb nepriaznivo vplýva aj akútny nedostatok zamestnancov, ktorý sa po pandémie ešte prehĺbil aj v dôsledku realokácie v zamestnanosti.

Obdobie pandémie vystriedalo obdobie vysokej inflácie a neistoty. Neistota spôsobuje problémy firmám pri plánovaní a stanovovaní cien. Predstavitelia všetkých sektorov sa zhodli, že nákladové tlaky v súvislosti s extrémne vysokými a nepredvídateľnými cenami energií môžu byť pre mnohých likvidačné. Preto považujú podporu zo strany štátu na udržanie svojej činnosti, ako aj na zlepšenie podnikateľského prostredia a konkurencieschopnosti za nevyhnutnú.

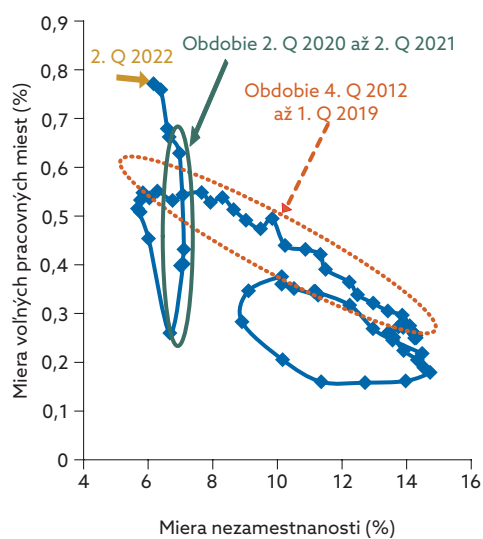
2.2.4 Trh práce

Situácia na trhu práce je podobne ako v iných krajinách naďalej optimistická a vykazuje známky prehrievania. Aj keď zamestnanosť ešte nedosiahla predpandemickú úroveň, pretrváva vysoká neobsadenosť

otvorených pracovných pozícií a firmy sú pomerne optimistické do budúcnosti.

V 2. štvrťroku indikátory signalizovali pokračovanie napätia na trhu práce. Miera nezamestnanosti sa pomaly približuje k predpandemickým hodnotám a miera voľných pracovných miest dosiahla v 2. štvrťroku historicky najvyššiu hodnotu (graf č. 16). Rovnako z odpovedí predstaviteľov v rámci prieskumov vyplýva, že nedostatok pracovnej sily je jedným z hlavných obmedzujúcich faktorov v produkcii a bráni v ďalšej expanzii. Indikátor napätia na trhu práce (graf č. 17) dosahuje vysoké hodnoty, je takmer na predpandemických úrovniach.

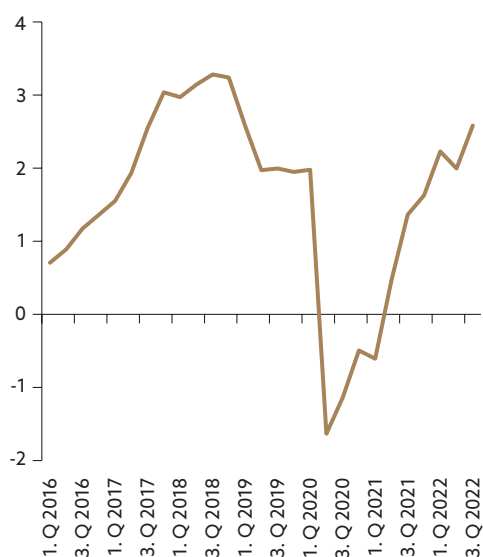
Graf 16
Beveridgeova krivka



Zdroj: ŠÚ SR, Profesia.sk, výpočty NBS

Poznámka: Beveridgeova krivka vysvetľuje vzťah medzi mierou nezamestnanosti a mierou voľných pracovných miest

Graf 17
Indikátor napätia na trhu práce

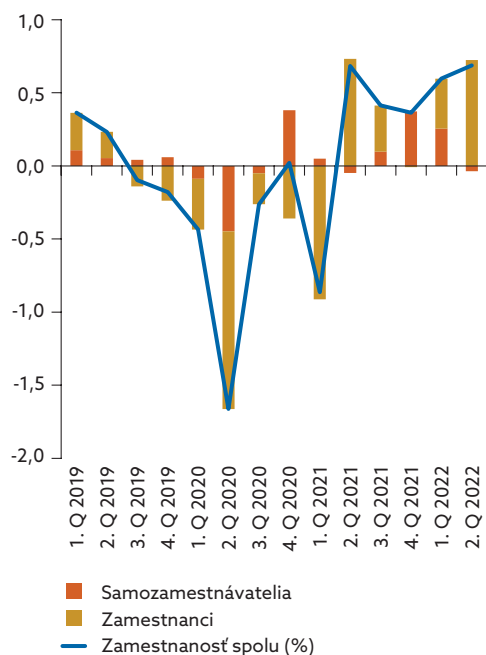


Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

V 2. štvrťroku si našlo zamestnanie 16-tisíc ľudí (graf č. 18). Približne polovica z tohto počtu boli utečenci z Ukrajiny (graf č. 19), ktorí zaplnili dlhodobovo voľné pracovné miesta. K celkovému rastu najviac prispelo zamestnávanie v sektore obchodu a služieb, kde po ukončení pandemických opatrení narástol dopyt.

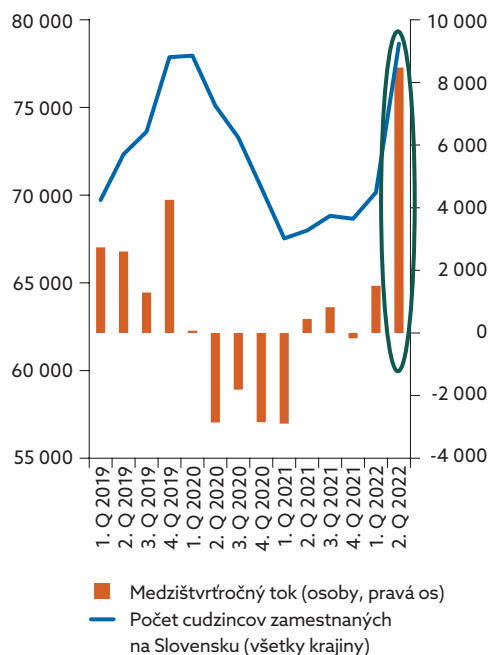
Dobrá vývoj na trhu práce viedol aj k nárastu počtu ekonomicky aktívneho obyvateľstva, keď sa z neaktivity do pracovného procesu vracali hlavne ľudia, ktorí boli odradení alebo zostávali doma z rodinných dôvodov. Počet ekonomicky aktívnych ľudí tak prekročil predpandemicкую úroveň.

Graf 18
Vývoj zamestnanosti
(medzištvrtročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

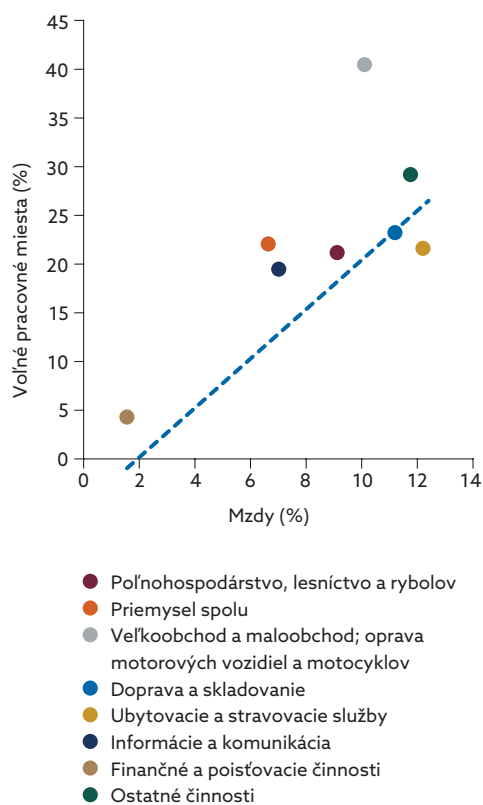
Graf 19
Počet zamestnaných cudzincov
(osoby)



Zdroj: ÚPSVAR, výpočty NBS

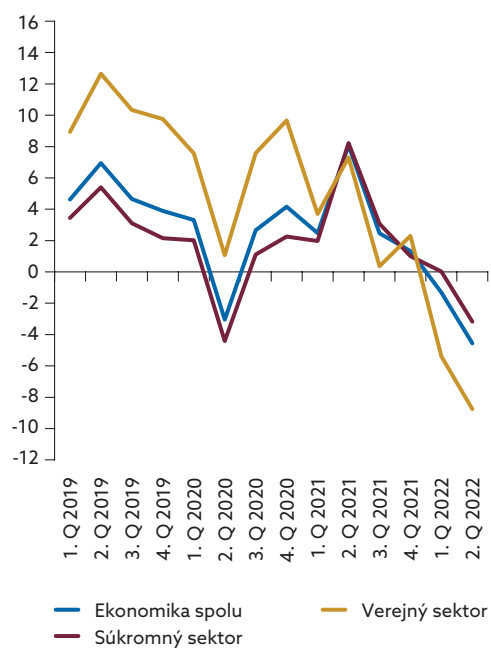
Mzdy mierne spomalili svoju medziročnú dynamiku a v reálnom vyjadrení pomerne prudko poklesli. V niektorých odvetviach, kde dopyt po pracovnej sile za posledný rok rástol, dosahuje rast aj dvojciferné hodnoty (graf č. 20). Medzi tieto odvetvia patria obchod, ubytovacie služby, doprava a oblasť rekreácie a kultúry. Zamestnanci vo verejnom sektore mali dohodnutý veľmi nízky rast miezd pre tento rok, čo sa naplnilo a ich nominálne mzdy rastú len mierne. Vysoká inflácia im preto výrazne znižuje kúpyschopnosť (graf č. 21). Zlepšenie by malo nastať v nasledujúcom období, keď sa vláda dohodla na výraznejšej valorizácii v budúcom roku.

Graf 20
Mzdy a počet voľných pracovných miest (medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Graf 21
Reálne mzdy (medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR

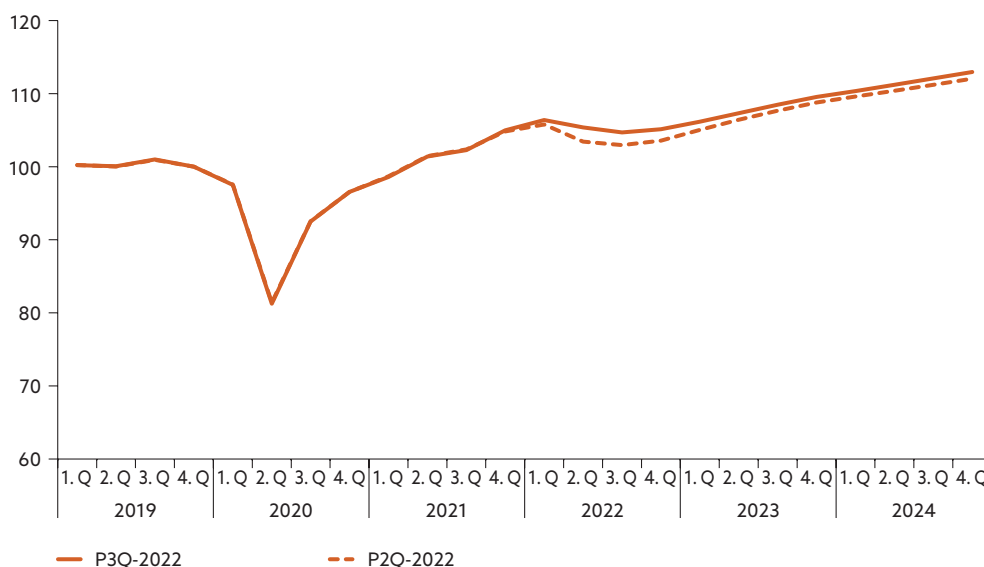
3 Strednodobá predikcia

3.1 Globálny výhľad a technické predpoklady predikcie¹¹

Aktuálny výhľad zahraničného dopytu po slovenských produktoch sa oproti letnej predikcii zlepšuje, no stále očakávame permanentný pokles kvôli vojne na Ukrajine. Index zahraničného dopytu (graf č. 22) 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 očakávaný objem slovenského obchodu so zahraničím znižuje permanentne. Hlavným dôvodom je výpadok obchodu najmä s Ruskom, ktorý sa nepodarí úplne vykompenzovať. Na konci strednodobého horizontu očakávame úroveň zahraničného dopytu vyššiu oproti letu o 0,8 %, no oproti našej zimnej predikcii v 2021 je to stále pokles o takmer 3 %.

Graf 22

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



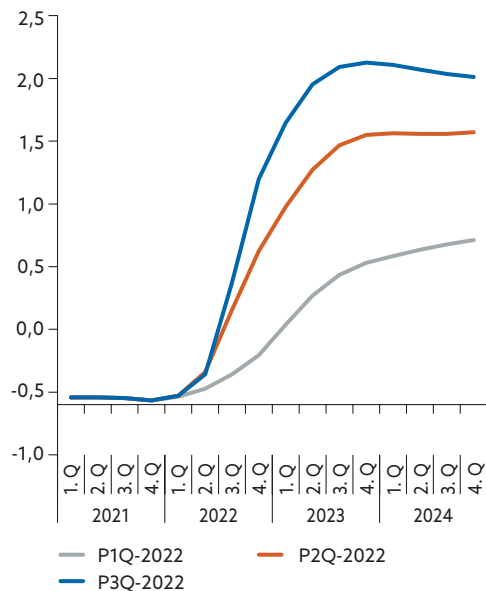
Zdroj: Výpočty NBS

Oproti minulej predikcii očakávame nižšie úrovne cien ropy v USD, ktoré by počnúc 3. štvrtkom tohto roka mali klesať až do konca roka 2024. No vzhľadom na slabší kurz eura očakávame v celom horizonte predikcie vyššie ceny ropy v eurách ako v letnej predikcii.

¹¹ Technické predpoklady strednodobej prognózy vychádzajú z *Makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu – september 2022*.

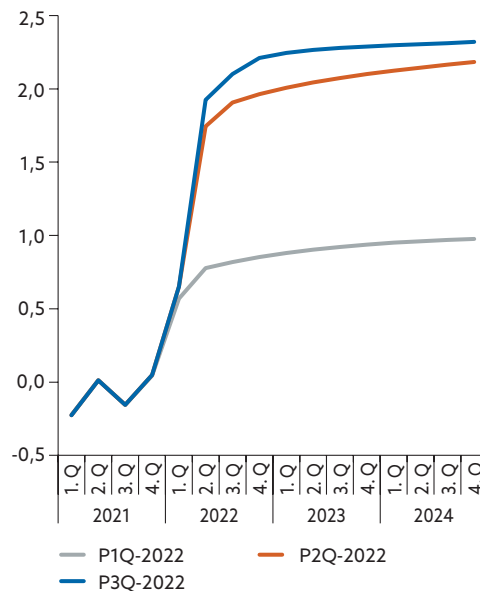
Spríšňovanie menovej politiky v dôsledku vyššej inflácie a prehodnotenie trhových očakávaní vývoja úrokových sadzieb nahor spôsobili ďalší nárast krátkych i dlhodobých trhových úrokových sadzieb (grafy č. 23 a 24).

Graf 23
3-mesačný Euribor dlhopisov



Zdroj: EK, výpočty NBS

Graf 24
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	P3Q-2022				Zmena oproti P2Q-2022		
		2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Rast zahraničného dopytu Slovenska	10,7	3,5	2,4	3,5	1,5	-0,6	-0,1	
Výmenný kurz USD/EUR ¹⁾²⁾ (úroveň)	1,18	1,05	0,99	0,99	-2,3	-5,6	-5,6	
Cena ropy v USD ¹⁾²⁾ (úroveň)	71,1	105,5	90,5	82,9	-0,3	-3,1	-1,7	
Cena ropy v USD ¹⁾	71,3	48,4	-14,2	-8,4	-0,4	-2,5	1,4	
Cena ropy v EUR ¹⁾	65,7	67,6	-9,6	-8,4	3,2	0,4	1,4	
Ceny neenergetických komodít	42,1	7,1	-9,8	-1,2	-7,2	-4,9	5,1	
EURIBOR – 3M (% p. a.)	-0,5	0,2	2,0	2,1	0,2	0,6	0,5	
Výnos 10-ročného štátneho dlhopisu SR (%)	-0,1	1,7	2,3	2,3	0,2	0,2	0,2	

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, o ktorých uvažujeme:

- vojna na Ukrajine bude pokračovať, nepredpokladá sa skoré ukončenie vojny ani zrušenie sankcií,

- 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,
- žiadne extrémne studené zimné počasie, ktoré by spôsobilo dopyt po plyne nad rámec spotreby v minulosti,
- ponukové faktory sa prejavujú v intenzívnejšom raste cien energií, ktoré by však v budúcnosti mali poklesnúť.

3.2 Makroekonomická predikcia SR

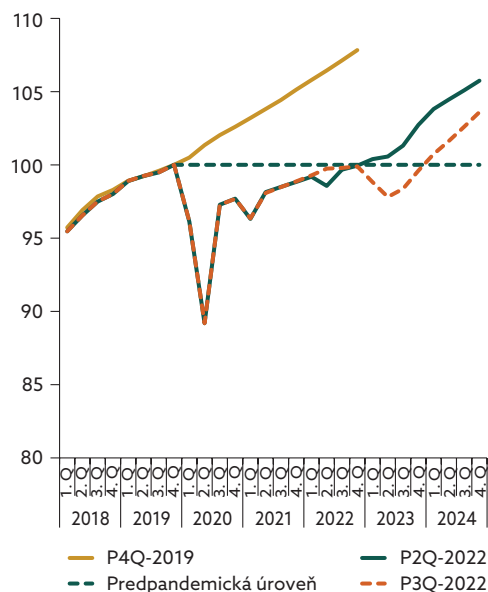
3.2.1 Ekonomický rast

Oproti letnej predikcii predpokladáme výrazné zhoršenie ekonomickej situácie vyplývajúce z prehodnotenia inflácie (graf č. 25). Naplňajú sa riziká vyššieho a trvácnejšieho prenosu vysokých cien vstupov do spotrebiteľských cien a ďalší proinflačný impulz prináša energetická kríza. Súčasná vysoká úroveň cien energií sa od januára preleje do regulovaných cien energií pre domácnosti, pričom celková cenová hladina by sa mohla zvýšiť v budúcom roku o viac ako 18 %.

Vývoj ekonomiky bude v najbližšom období nepriaznivo ovplyvňovať pokles súkromnej spotreby (graf č. 26). Export zostane vplyvom energetickej krízy v Európe, vojnového konfliktu a nedostatku komponentov naďalej utlmený a s jeho oživením sa uvažuje až v budúcom roku. Negatívny vývoj môžu čiastočne kompenzovať iba investície financované z eurofondov.

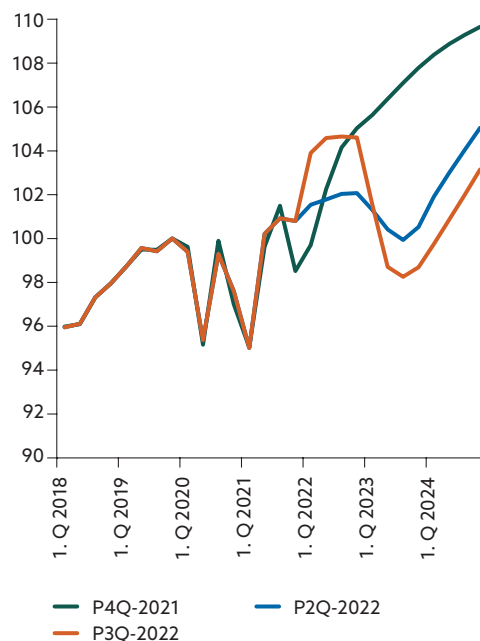
Vyšší rast cien uberie z kúpyschopnosti domácností, čo spôsobí pokles spotrebiteľského dopytu, a stiahne tak ekonomiku do recesie v budúcom roku. Zatiaľ čo prvý polrok tohto roka sa ešte niesol v optimistickej nálade spotrebiteľov, výhľad ekonomiky sa vplyvom energetickej krízy výrazne zhoršil. Zrýchľujúci rast cien bude čoraz viac odkrajať z príjmov domácností. Pokles reálnych príjmov kumulatívne za roky 2022 a 2023 dosiahne viac ako 11 %. Takýto nepriaznivý vývoj príjmov sme ešte na Slovensku nezaznamenali. V nasledujúcom období sa preto očakáva prepád spotrebiteľského dopytu. Zlepšenie situácie sa očakáva s odznením vysokej inflácie v roku 2024.

Graf 25
Predikcia vývoja ekonomiky (index,
4. Q 2019 = 100)



Zdroj: Výpočty NBS

Graf 26
Úroveň súkromnej spotreby (index,
4. Q 2019 = 100)



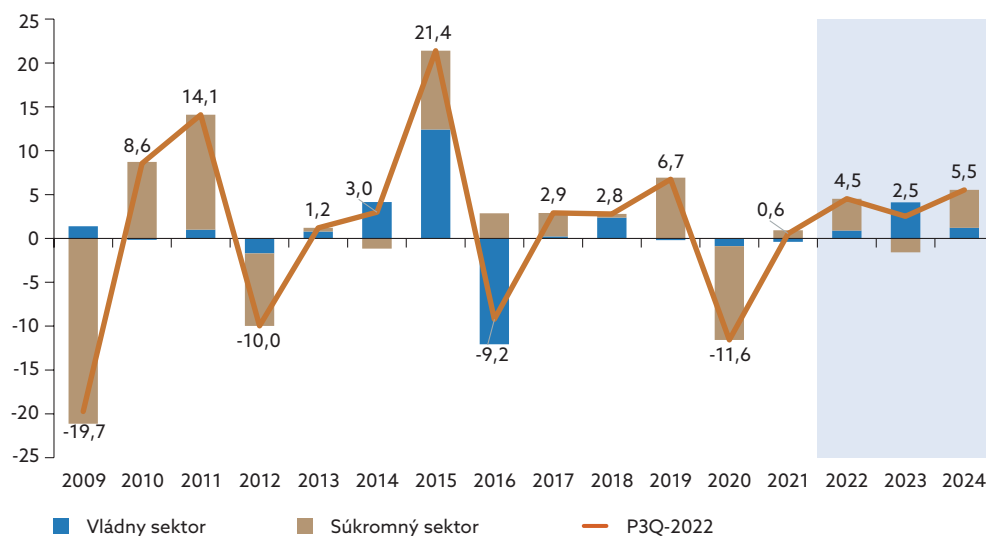
Zdroj: Výpočty NBS

Na vývoz doľahne v najbližších mesiacoch globálne spomalenie ekonomickej aktivity. Energetická kríza, vojna na Ukrajine a lockdowny v Číne obmedzujú globálny obchod. Veľkou prekážkou exportérov ešte stále zostáva nedostatok komponentov, normalizácia sa predpokladá až v budúcom roku. Stratené trhové podiely z minulosti sa pravdepodobne našej ekonomike nepodarí získať späť. Vplyv energetickej krízy by mal byť limitovaný, nepredpokladá sa odstavenie priemyslu v Európe. Preto by sa mal zahraničný dopyt po našich výrobkoch a službách opätovne obnoviť v nasledujúcom roku.

Pretrvávajúca neistota doľahne na investície, ktoré prehodnocujeme smerom nadol. Investície zaostávajú ako jediný komponent za predpandemickou úrovňou a iba v roku 2024 sa dostanú tesne nad ňu (graf č. 27). Bude to však najmä vďaka vyšším vládnym investíciám. Firmy budú ešte aj v budúcom roku opatrné s investíciami. Obmedzovať ich bude neistota, sprísňovanie menovej politiky aj nedostatok kvalifikovanej pracovnej sily. Dlhoočakávané zrýchlenie čerpania eurofondov (graf č. 28) by malo podporiť investičnú aktivitu v nasledujúcich rokoch, najmä však v roku 2023, kedy sa končí lehota na dočerpanie prostriedkov z 3. programového obdobia.

Graf 27

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



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Čistá finančná pozícia Slovenska, príjmy z rozpočtu EÚ očistené o odvody, by vďaka dočerpávaniu 3. programového obdobia (3PO) mala kulminovať v roku 2023 a dosiahnuť 2,4 % HDP (graf č. 28).

Eurofondy najmä vďaka 3PO by mali stimulovať dopyt a podporiť ekonomiku oslabenú vysokou infláciou. Kým v aktuálnom roku sa očakáva relatívne mierny rast výdavkov, v nasledujúcom období by mali medziročne vzrásť až o 1 p. b. HDP a dosiahnuť celkovú úroveň prostriedkov zo spoločného rozpočtu 3,6 % HDP. Nosným kanálom by mali byť investície verejnej správy do projektov verejnej infraštruktúry v doprave a životnom prostredí. Na konci horizontu predikcie sa očakáva pokles čerpania. Úroveň celkových, ako aj samotných kapitálových výdavkov financovaných z rozpočtu EÚ by však mala ostať na nadpriemernej úrovni vzhľadom na očakávané investície z Plánu obnovy.

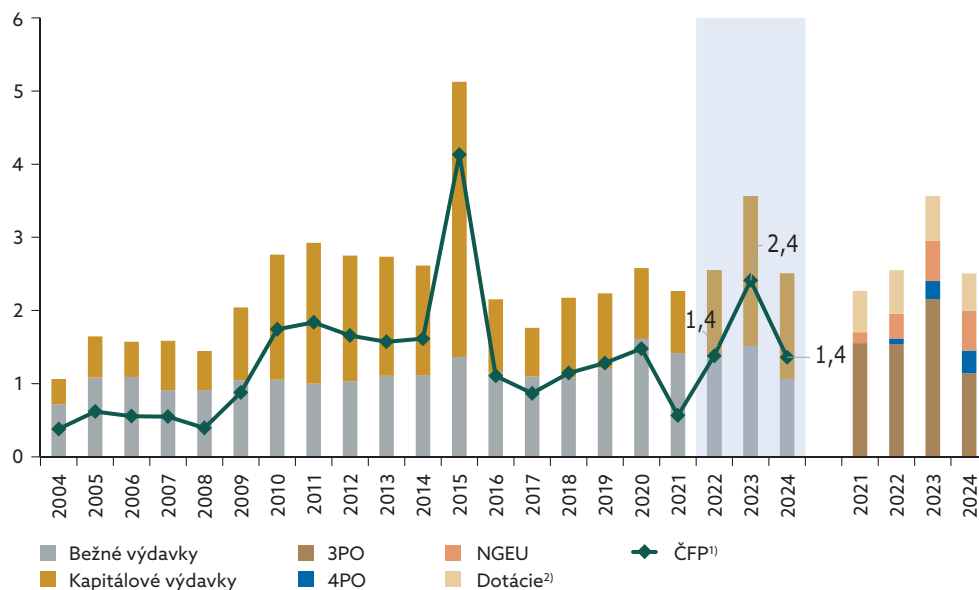
Slabé čerpanie 3PO¹² zvyšuje riziko nevyčerpania časti alokácie v stanovenom období. Aktuálne očakávame, že 5 % celkových zdrojov sa nestihne vyčerpať¹³ a mali by byť trvalou stratou eurofondov pre Slovensko.

¹² Aktuálne je vyčerpaných 55 % a do vymedzeného obdobia ostáva vyčerpať viac ako 6 mld. eur.

¹³ V predpoklade je zohľadnený prevod časti prostriedkov do fondov na podporu malých a stredných podnikov, tzv. finančné nástroje.

Graf 28

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



Zdroj: NBS

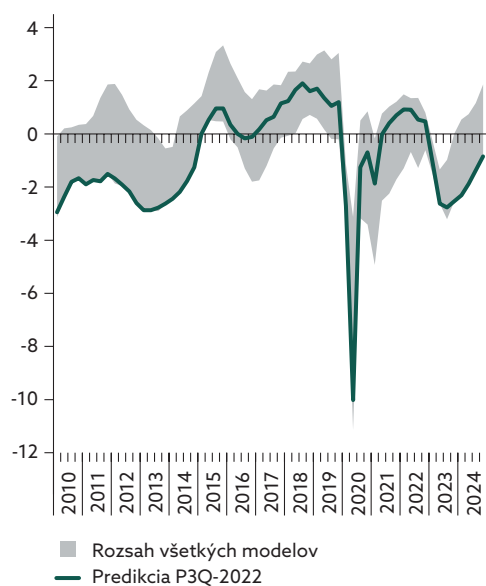
1) Očistené o odmenu za výber vlastných zdrojov EÚ (clo)

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).

Ekonomika vykazovala v priebehu prvého polroka znaky prehrievania sa. Vyššia nákladová inflácia zatiaľ výraznejšie neubrala zo spotrebiteľského správania sa a domácnosti zvyšovali svoju spotrebu aj v 2. štvrtroku. Pokračujúci spotrebiteľský apetit domácností, podporený trhom práce, tak v súčasnosti prispieva k rastu dopytovej inflácie. Od druhého polroka 2022 sa očakáva obrat. Ani očakávané zrýchlenie miezd nedokáže pokryť vysokú infláciu. Pokles reálnych príjmov a zhoršenie vyhliadok na trhu práce by mali začať tmiť spotrebiteľský dopyt s najvýraznejším negatívnym vplyvom v roku 2023. To by spolu so spomalením zahraničnej ekonomiky malo viesť k obratu v cyklickej pozícii a ekonomika by mala produkovať pod svoje kapacitné schopnosti (graf č. 29). Očakávania dlhodobo vyššej inflácie by mali limitovať priestor na citeľnejšie zlepšenie spotrebiteľských nálad aj v dlhšom horizonte. Očakáva sa, že návrat ekonomiky do rovnováhy by mohol nastať až ku koncu roka 2024 (graf č. 30).

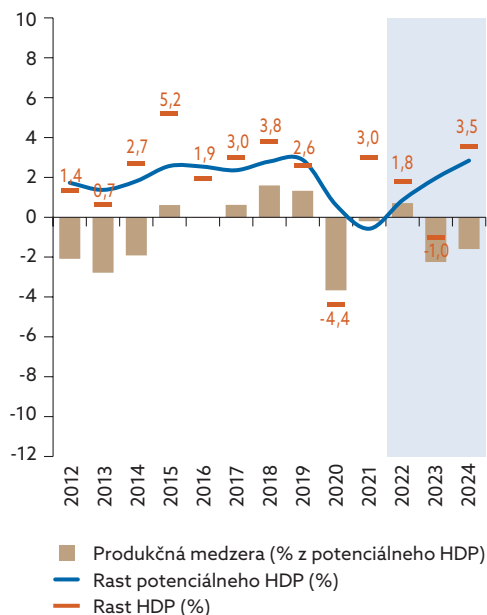
Graf 29
Odhad produkčnej medzery (%)



Zdroj: Výpočty NBS

Poznámka: Sivé pásmo predstavuje min. a 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 3. Q 2022) a DFM (Dynamický faktorový model).

Graf 30
Vývoj HDP a produkčnej medzery (%)

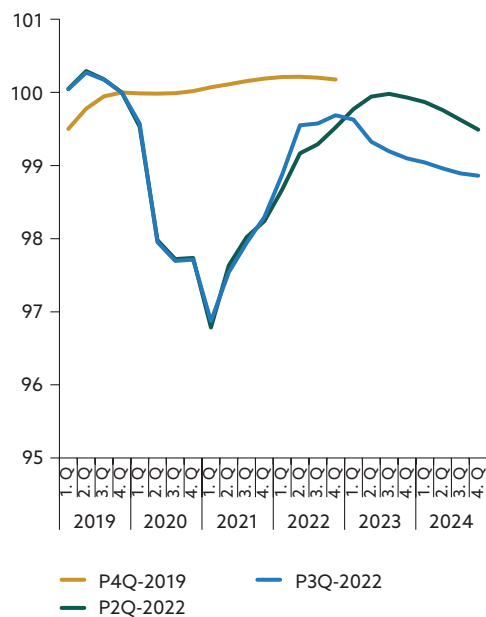


Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

3.2.2 Trh práce

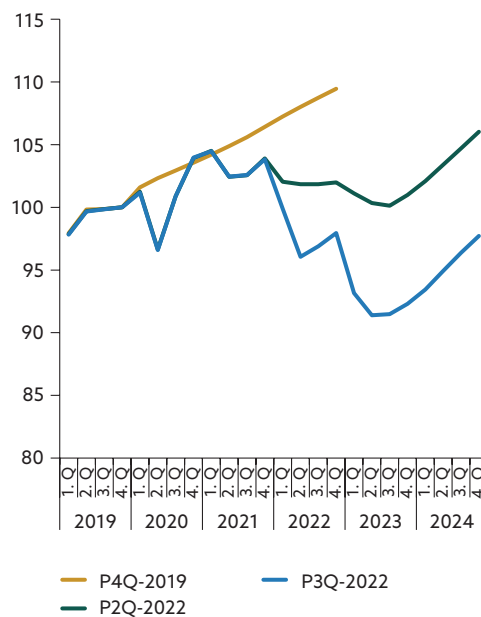
Horšia ekonomická situácia doľahne aj na zamestnanosť. Počet nezamestnaných by sa mal zvýšiť v horizonte predikcie približne o 15-tisíc. Od budúceho roku očakávame postupný pokles zamestnanosti (graf č. 31). Prepád spotrebiteľského dopytu sa prejaví predovšetkým v nižšom dopyte po službách. V sektore služieb tak bude dochádzať k uvoľňovaniu pracovníkov. Okrem toho sa prehĺbi nedostatok kvalifikovanej pracovnej sily v priemysle. Nedostatok kvalifikovanej pracovnej sily ďalej prehĺbi starnutie obyvateľstva. Pri absencii riadenej migrácie sa tak bude celková zamestnanosť znižovať. Ešte negatívnejší vývoj by mal zmierňovať nárast participácie.

Graf 31
Vývoj zamestnanosti (index,
4. Q 2019 = 100)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Graf 32
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 sa zrýchli, infláciu však nepokryje a domácnostiam sa v budúcom roku výraznejšie zníži kúpna sila. Firmy aj verejná správa si budú musieť poradiť okrem nárastu cien vstupov aj so zvýšenými požiadavkami na mzdy. Vysoké inflačné očakávania a zvyšujúce sa životné náklady pre domácnosti budú podporovať mzdové požiadavky. Vo verejnej správe sa podarilo dohodnúť na valorizácii plátov v budúcom roku. Napriek tomu sa predpokladá prepád reálnych príjmov zamestnancov verejnej správy. Lepšie na tom budú zamestnanci v súkromnom sektore, avšak aj tým poklesnú reálne príjmy. Čaká nás tak obdobie pokračujúceho poklesu kúpyschopnosti. Po odznení cenového nárastu sa predpokladá v roku 2024 návrat k rastu reálnych príjmov (graf č. 32), pričom úlohu zohrá prevažujúca spätná indexácia.

Tabuľka 3 Mzdy (medziročná zmena v %)

	2020	2021	2022	2023	2024
Nominálna produktivita práce	-0,2	6,1	7,7	13,3	7,8
Mzda, ekonomika SR	3,8	5,9	8,2	11,6	9,0
Reálna mzda, ekonomika SR	1,8	2,7	-3,8	-3,9	4,3
Mzda, súkromný sektor	2,2	6,4	9,2	12,2	10,1
Reálna mzda, súkromný sektor	0,3	3,1	-2,9	-3,4	5,3
Mzda, verejná správa, školstvo, zdravotníctvo	8,9	4,3	5,1	9,5	5,4
Reálna mzda, verejná správa, školstvo, zdravotníctvo	6,8	1,1	-6,5	-5,7	0,8

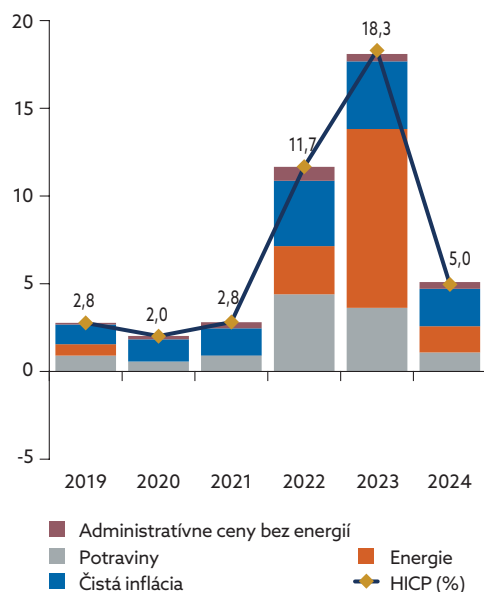
Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

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

Nákladové faktory naďalej ťahajú infláciu nahor nahor (graf č. 33). Oproti letnej predikcii prehodnocujeme rast cien v horizonte predikcie kumulatívne o 10 %. V minulých predikciách sme značne podhodnocovali ďalší vývoj cien, pretože predpoklady o energetickej kríze boli optimistické. Teraz odhadujeme, že nákladové faktory, najmä ceny energií, sa budú ešte dlhšie obdobie premietat' do spotrebiteľských cien. Postupne s končiacimi sa zmluvami s výhodnejšími cenami energií sa budú firmám ešte určité obdobie zvyšovať náklady, ktoré budú vytvárať proinflačné prostredie v celom dodávateľskom reťazci. Energie sa totiž stali dôležitejšou položkou v nákladovej štruktúre firiem, ktoré sa premietajú ďalej do odbytových cien.

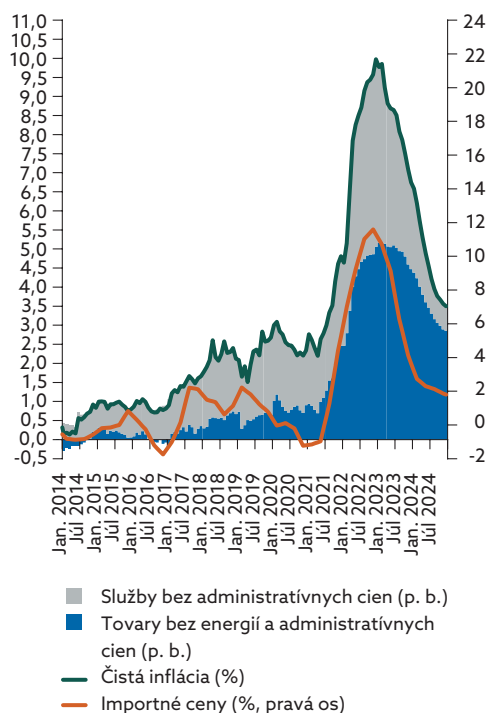
Trhové ceny energií výrazne zvyšujú ceny tovarov a služieb (graf č. 34). V službách vidíme priame efekty drahších cien potravín, vyššie ceny energií a nárast miezd. Ceny tovarov rastú, pretože sa zvyšujú domáce výrobné ceny a dovážame drahšie zo zahraničia.

Graf 33
Štruktúra HICP inflácie (medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Graf 34
Dovozné ceny a štruktúra čistej inflácie (medziročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Box 5

Ako sa ceny výrobcov v EÚ premietajú do cien priemyselných tovarov

Ceny energií a ich vplyv na celkovú cenovú hladinu sa stali najdôležitejšou témou po ústupe pandémie. V cenových rozhodnutiach výrobcov a následne v spotrebiteľských cenách naprieč krajinami sa premietali rôzne faktory: nedostatok surovín a komponentov v dôsledku narušenia dodávateľsko-odberateľských vzťahov, odložený a nesaturovaný spotrebiteľský dopyt, mzdové tlaky, odložené náklady nekryté tržbami počas pandémie, rast cien širokého spektra komodít a v neposlednom rade ceny energií, ktoré začali výrazne rásť už na konci roka 2021.

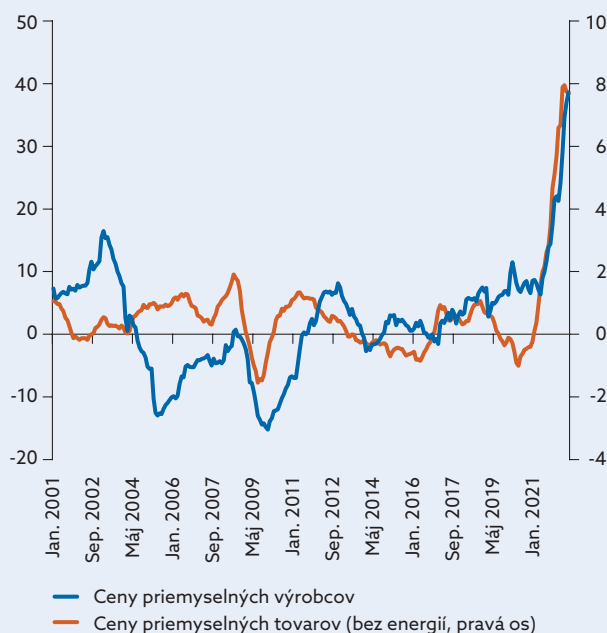
V poslednom období sme vždy predpovedali nižšiu infláciu, ako bola skutočnosť. Preto sme sa rozhodli analyticky pozrieť na prípadné dodatočné inflačné tlaky, ktoré sme mohli v našich prepočtoch zanedbať pri jednoduchom prebratí technických predpokladov o dovozných cenách.

Takmer celú prvú polovicu roku 2022 ceny priemyselných výrobcov, ale aj priemyselných tovarov bez energií bezprecedentne rástli (graf A). Prvýkrát sme náš kontrolný prepočet uskutočnili na konci roka 2021. Vo februári sa medzi už vtedy existujúce cenové tlaky zaradil

aj dodatočný rast cien energií vyvolaný ruskou agresiou. Všetky hodnoty, ktoré za prvý polrok 2022 pribudli, sú v historickom porovnaní outliermi. Dostali sme tým zaujímavú príležitosť uskutočniť odhad ešte raz, s údajmi za prvé dva štvrtroky a porovnať, ako sa výsledky pod vplyvom nových údajov zmenili.

Graf A

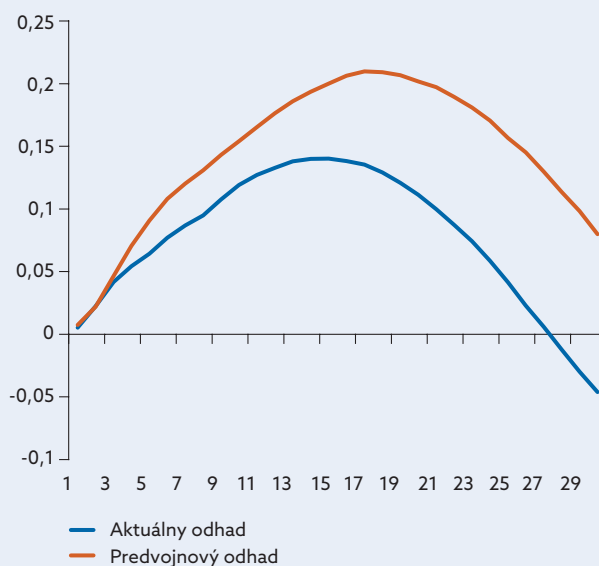
Vývoj cien priemyselných výrobcov a cien priemyselných tovarov (medziročná zmena v %)



Zdroj: Eurostat, výpočty NBS

Graf B

Reakcia cien priemyselných tovarov na zahraničný cenový šok

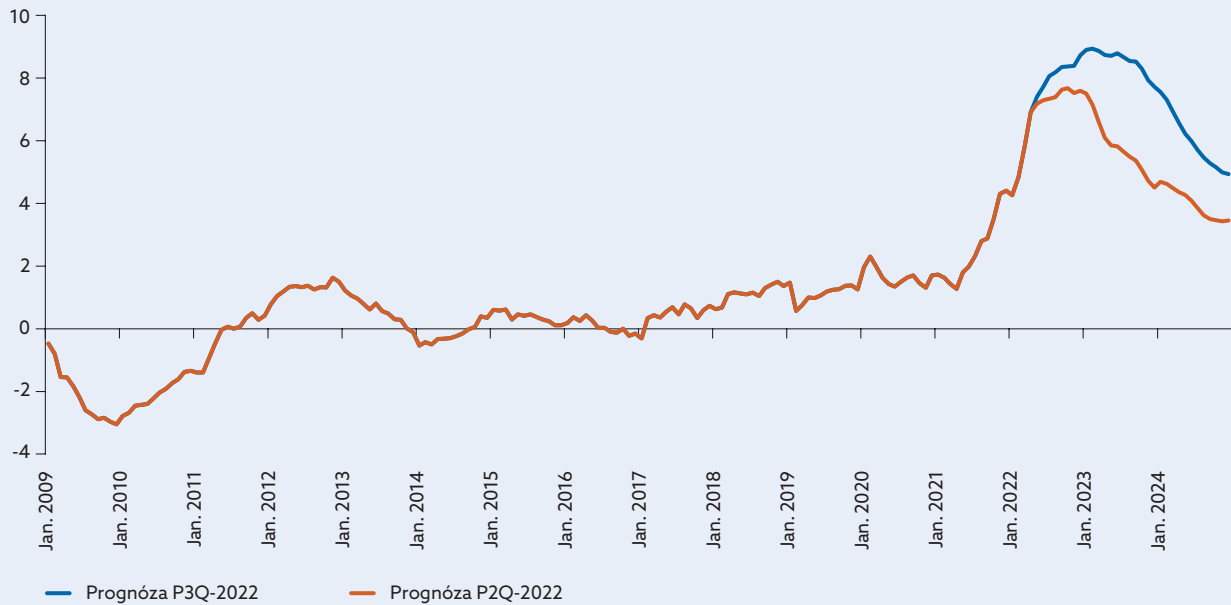


Zdroj: Výpočty NBS

Modelový odhad naznačuje, že existuje riziko vyššieho a dlhšie trvajúceho rastu cien priemyselných tovarov a následne spotrebiteľských cien v ďalšom období (graf B). Ak berieme do úvahy, že externý šok do cien sa začal približne na jeseň roku 2021, vrchol by sme v raste cien priemyselných tovarov podľa predvojnového odhadu registrovali až na jar 2023. Novšie výsledky naznačili, že rast cien vstupov môže ešte intenzívnejšie prispieť k rastu cien tovarov a pravdepodobne sa ceny budú prispôsobovať dlhšie obdobie. Na základe tohto odhadu sme upravili predikciu cien tovarov na vyššie úrovne (graf C).

Graf C

Rozdiel medzi starou a novou predikciou cien priemyselných tovarov bez energií (medziročná zmena v %)

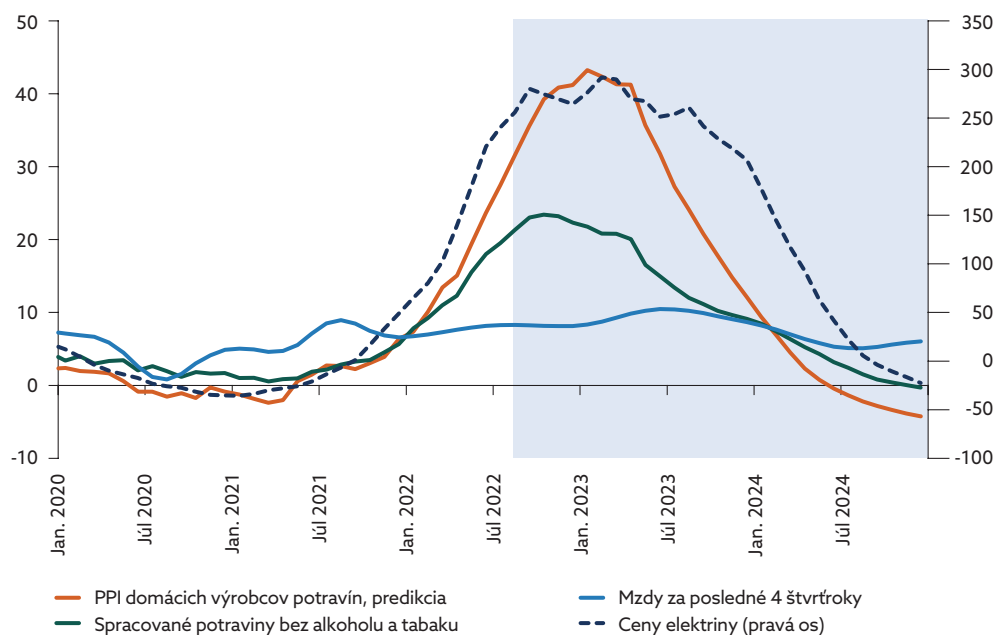


Zdroj: Výpočty NBS

Pri potravinách nás čaká ešte pár mesiacov zdražovania (graf č. 35). Trhové ceny agrokomodít sa znížili po uvoľnení vývozov poľnohospodárskych komodít z Ukrajiny, avšak zvýšené ceny vstupov predstavujú výrazný náklad, ktorý sa bude ešte premietiť v konečných spotrebiteľských cenách. Slabšia úroda v Európe v dôsledku sucha prináša ešte dodatočné náklady pre farmárov a spracovateľov.

Graf 35

Nákladové faktory a ceny spracovaných potravín (medziročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

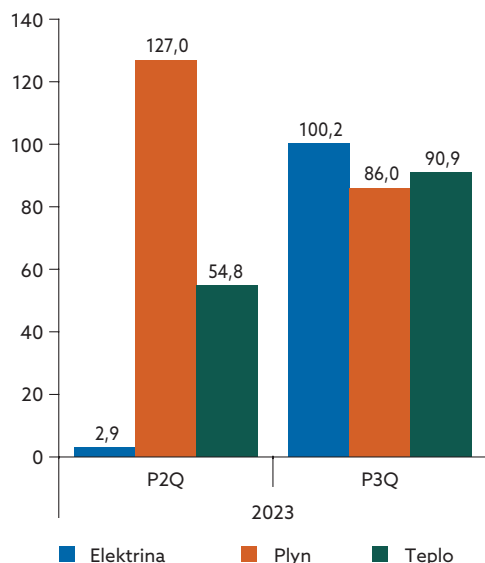
Najväčšia časť prehodnotenia inflácie pochádza zo zmeny predpokladov o regulovaných cenách energií (graf č. 36). V porovnaní s letnou predikciou zvyšujeme odhad rastu cien elektriny a tepla, čiastočne je to kompenzované nižším odhadom zvýšenia ceny plynu. Stále panuje veľká neistota pri konečnom stanovení regulovaných cien energií a prípadnom schválení vládnych opatrení na zamedzenie skokového rastu regulovaných cien energií, preto sme museli pristúpiť k stanoveniu niektorých predpokladov pre nasledujúce roky (graf č. 37).

V oblasti ceny plynu sme zobrali do úvahy avizované kontrakty (4-ročné, resp. 1-ročné), ktoré mali byť ponúkané domácnostiam zo strany SPP. V našom odhade pracujeme s predpokladom, že 40 % domácností sa rozhodne pre dlhšie kontrakty, tretina domácností podpíše 1-ročný kontrakt a zvyšok bude mať regulovanú cenu založenú na trhovách cenách.

Pri cenách elektrickej energie sme zobrali do úvahy Memorandum medzi vládou a Slovenskými elektrárňami o fixnej cene silovej zložky pre budúci rok, ale len pre 85 % spotreby domácností. Zvyšných 15 % by malo mať cenu silovej zložky založenú na trhovách cenách. Keďže trhovú cenu elektrickej energie zostali naďalej vysoké, ostatné komponenty konečnej ceny elektrickej energie (približne 60 % podiel) sa výrazne zvyšujú.

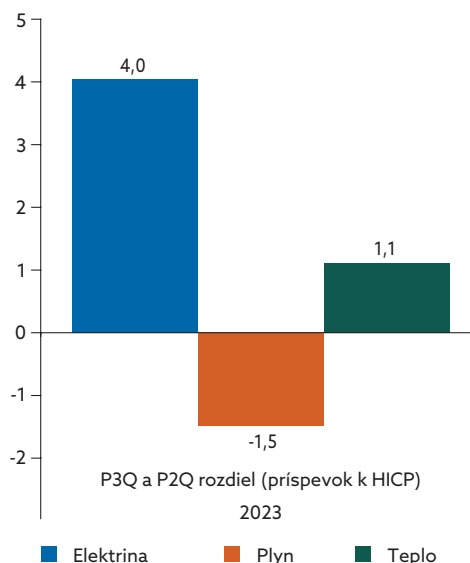
Ceny tepla by mali vzrásť takmer na dvojnásobok. Zodpovedá to približne polovičnému podielu plynu ako komodity pre teplárne.

Graf 36
Regulované ceny energií (medziročná zmena v %)



Zdroj: Výpočty NBS

Graf 37
Zmeny v regulovaných cenách energií (p. b.)



Zdroj: Výpočty NBS

Tabuľka 4 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	11,7	18,3	5,0
Potraviny	3,6	3,1	2,2	2,9	15,3	12,3	3,7
Priemyselné tovary bez energií	0,2	0,3	1,7	2,4	6,8	8,0	5,6
Energie	8,3	2,3	0,0	0,1	18,2	67,4	9,9
Služby	5,3	2,5	3,1	4,3	9,4	7,2	3,2
Čistá inflácia	1,8	1,0	2,5	3,2	8,1	8,4	4,6

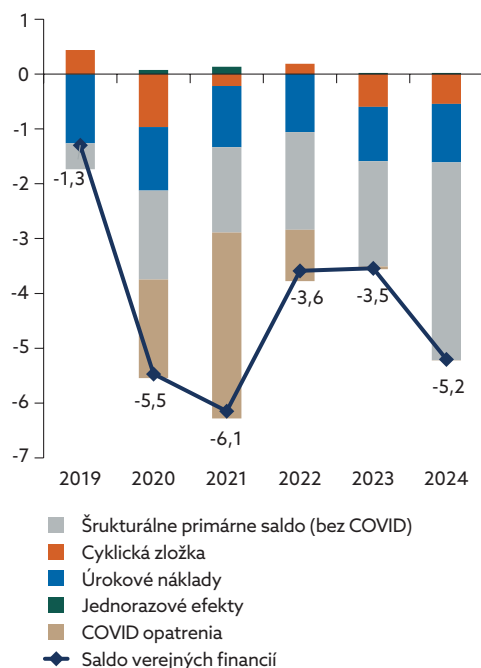
Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

3.3 Prognoza vývoja verejných financií

Deficit verejných financií by mal dosiahnuť v roku 2022 úroveň 3,6 % HDP, čo predstavuje medziročné zlepšenie o 2,5 p. b. HDP (graf č. 38). Zlepšenie hospodárenia je spôsobené najmä nižšou potrebou financovania výdavkov v súvislosti s pandémiou a pokračujúcim zlepšením cyklickej pozície ekonomiky. Vyššia inflácia v tomto roku prinesie vyšší rast príjmov zo spotreby (najmä DPH), pričom dynamický rast miezd a zamestnanosti bude prinášať vyššie výnosy z daní a odvodov. Tento pozitívny vývoj príjmov je však vyvážený výdavkovými opatreniami na podporu rodiny (najmä vyššie detské prídavky, daňový bonus a tzv. krúžkovné), ktoré pozitívny efekt vyšších príjmov kompenzujú.

Expanzívne fiškálne opatrenia, dôsledky nárastu cien energií, tovarov či valorizácia plátov zamestnancov verejnej správy sa prejavia postupne na zhoršovaní hospodárenia verejného sektora. Vysoká inflácia sa prejaví na valorizácii starobných dôchodkov, ale aj vo výdavkoch na energie, tovary, služby, výdavky na zdravotníctvo, či potrebné dokončenie rozbehnutých a naplánovaných investičných projektov. Dodatočné fiškálne náklady sú však iba čiastočne kompenzované pokračujúcim rastom daňových príjmov, preto spôsobia zhoršenie deficitu až na úroveň 5,2 % HDP v roku 2024 (graf č. 38).

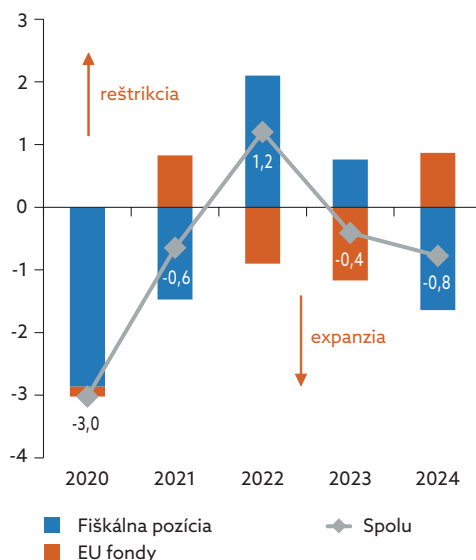
Graf 38
Rozklad salda verejných financií
(% HDP)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

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

Graf 39
Fiškálna pozícia (p. b. HDP)



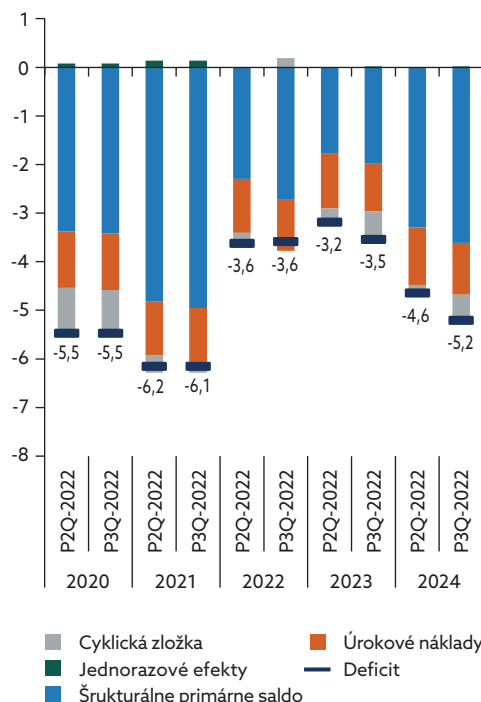
Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

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

Deficit na rok 2022 ostáva medzi prognózami nezmenený (graf č. 40).

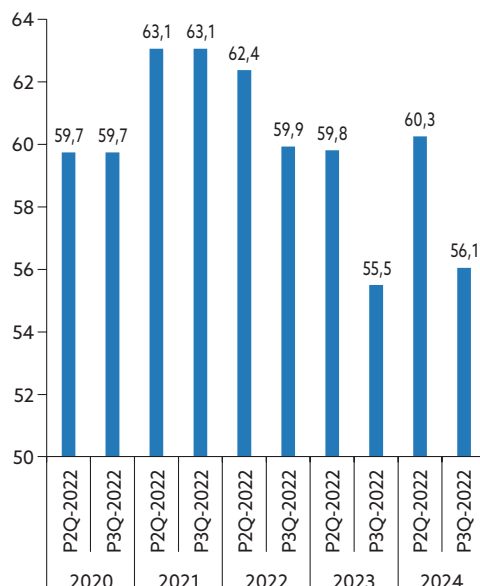
Positívna revízia daňových príjmov (najmä DPH), vyššie očakávané dividendy do štátneho rozpočtu a nižšie výdavky na investície sú tak odčerpávané zvýšením sociálnych výdavkov na podporu rodiny (daňový bonus), poisťného plateného štátom, vyššími výdavkami na mzdy vo verejnej správe a tiež na tovary a služby. V ďalších rokoch je zhoršenie deficitu spôsobené najmä prijatím legislatívy a vyššou očakávanou valorizáciou sociálnych výdavkov. Dodatočné daňové príjmy z DPH a daní a odvodov z trhu práce tento negatívny efekt čiastočne kompenzujú, no nie v plnej miere.

Graf 40
Porovnanie deficitu a jeho
dekompozície (% HDP, príspevky
v p. b.)



Zdroj: Výpočty NBS

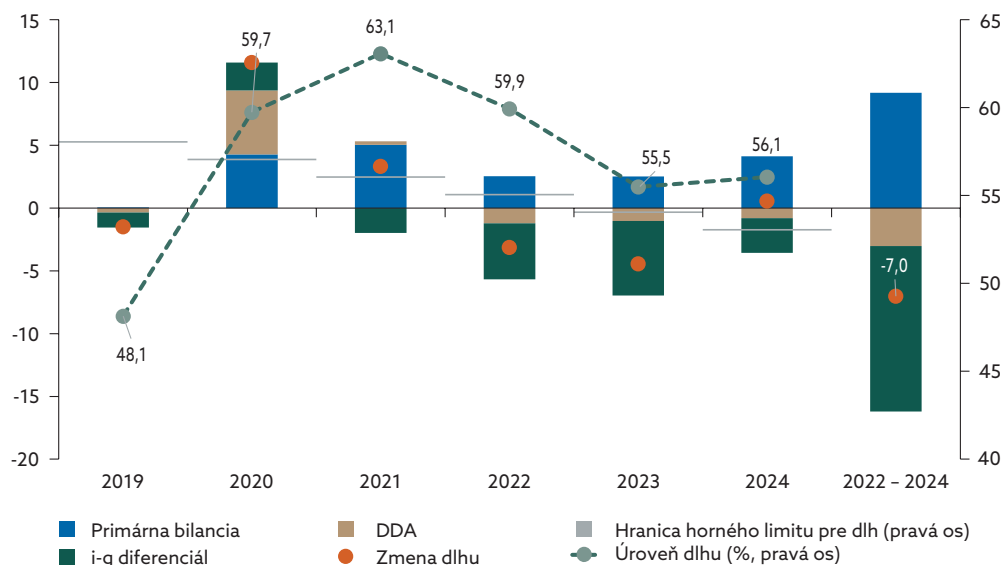
Graf 41
Porovnanie verejného dlhu (% HDP)



Zdroj: Výpočty NBS

Verejný dlh by mal postupne klesnúť výraznejšie pod hranicu 60 % (graf č. 41). Deficitné hospodárenie verejného rozpočtu bude naďalej prispievať k verejnému zadĺženiu. V aktuálnom roku by mal byť dlh ovplyvnený aj odlevom vkladov v Štátnej pokladnici subjektov nezaradených do verejného sektora, ktoré v roku 2021 výrazne prispeli k zvýšeniu zadĺženia. Pôsobenie vyššieho nominálneho rastu HDP najmä vplyvom cenového vývoja by sa však malo prejavovať na poklese relatívneho zadĺženia. V roku 2023 by mal dlh klesnúť až na 55,5 % HDP. Trend postupného znižovania dlhu by mal byť prerušený na konci horizontu pri výraznejšom zhoršení hospodárenia verejného sektora (graf č. 42).

Graf 42
Dlh verejnej správy (p. b. HDP, % HDP)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

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

3.4 Riziká prognózy

Riziká predikcie sú v reálnej ekonomike vychýlené smerom nadol. Pravdepodobnosť recesie v budúcom roku je podľa modelového odhadu 78 %.¹⁴ Energetická kríza spôsobila skokové zvýšenie cien energií, ktoré sú zakomponované v základnom scenári. Avšak pre zahraničný dopyt, ako aj pre slovenskú ekonomiku bude dôležité, či okrem tohto cenového šoku nepríde aj k nedostatku energetických komodít, a tým aj k pozastaveniu časti výrobného sektora (box 6). Toto by mohlo nastať v prípade, ak by prestal úplne prúdiť plyn z Ruska a zároveň by EÚ nedokázala ušetriť časť spotreby plynu a nahradiť chýbajúci plyn z iných zdrojov.

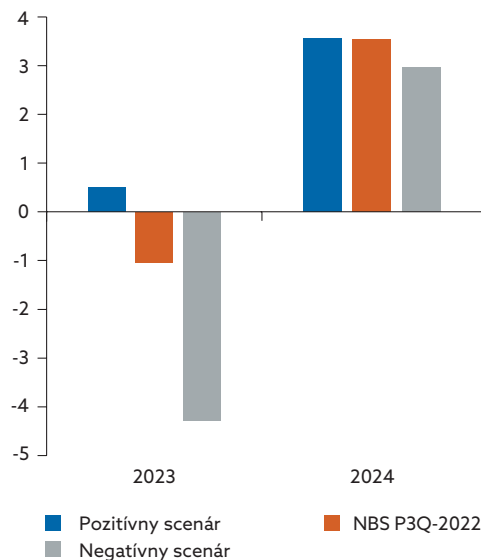
Zároveň veľké riziko pre predikciu predstavuje (ne)prijatie vládných opatrení na zamedzenie skokovitého zdraženia cien energií pre domácnosti a tiež pre firmy. Ak by sa takéto opatrenia prijali, inflácia by bola v budúcom roku nižšia, prepád reálnych príjmov slabší a spotrebiteľský dopyt a celkovo ekonomika by nemuseli utrpieť také vysoké škody, ako sú v základnom scenári.

Pri teoretickom predpoklade, že by vláda dokázala prijať opatrenia a všetky regulované ceny energií (plynu, tepla a elektrickej energie) pre domác-

¹⁴ DSGE model PREMISE.

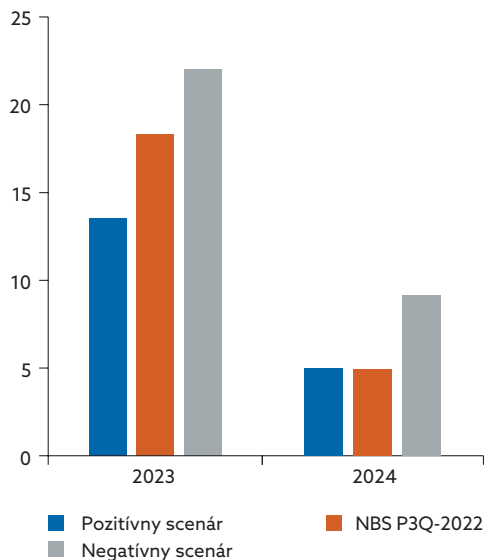
nosti by v budúcom roku vzrástli o 50 %, ekonomika by neskĺzla do recesie. Zabránil by v tom menší prepád spotrebiteľského dopytu v dôsledku nižšieho rastu cien.

Graf 43
HDP (medziročná zmena v %)



Zdroj: Výpočty NBS

Graf 44
Inflácia HICP (medziročná zmena v %)



Zdroj: Výpočty NBS

Na druhej strane existuje riziko, že aj opatrenia, ktoré máme zahrnuté v základnom scenári (kontrakty na plyn a dohodnutá cena silovej zložky elektrickej energie), nemusia byť implementované a v tom prípade by inflácia mohla dosiahnuť viac ako 35 %.¹⁵ Celoeurópske riešenie energetickej krízy so zastropovaním trhových cien energií by mohlo pomôcť firmám, aj domácnostiam vyrovnať sa s rastom nákladov. Inflácia by tak mohla byť miernejšia a aj ekonomika by nemusela spadnúť do recesie v budúcom roku.

Box 6

Rizikový scenár

Neistota prameniaca z vojny na Ukrajine, či už týkajúca sa samotnej vojny, alebo jej dosahov, zostáva veľmi veľká a predstavuje vážne riziko pre ekonomický výhľad Slovenska i celej eurozóny. Toto riziko zahŕňa možné výpadky plynu a ďalšie zvyšovanie komoditných cien, hlavne elektriny a opäť plynu. Rizikový scenár je postavený na predpoklade odpojenia dodávok plynu

¹⁵ V tomto prípade by len na základe trhových cien vzrástli spotrebiteľské ceny plynu o 200 %, elektrickej energie o 400 % a ceny plynu o 90 %. Celkový príspevok do inflácie by predstavoval 27 p. b.

a ropy z Ruska do eurozóny a narušenia plynových dodávok v rámci Európy počas zimy. Tabuľka A prezentuje predpoklady, relatívne k základnému scenáru P3Q-2022, ktoré odzrkadľujú scenár zhoršujúceho sa konfliktu a jeho dôsledkov.

Tabuľka A Definícia rizikového scenára					
	Intenzita napätia	Obchod	Ceny komodít	Neistota	Financie
Rizikový scenár	<ul style="list-style-type: none"> dlhší a intenzívnejší konflikt zasahujúci až do roka 2023 	<ul style="list-style-type: none"> väčšie narušenia obchodných vzťahov vrátane bojkotu ruských produktov 	<ul style="list-style-type: none"> úplná strata importov plynu z Ruska, žiadne koordinované zníženie spotreby plynu a žiadna substitúcia z iných zdrojov pri nízkej solidarite v rámci EÚ; postupná náhrada od 3. štvrťroka 2023; tuhá zima 	<ul style="list-style-type: none"> zvýšená miera neistoty doma i v zahraničí v 3. štvrťroku 2022 (prídely plynu, pretrvávajúci konflikt) a vyššia volatilita na finančných trhoch 	<ul style="list-style-type: none"> zvýšenie bankových nákladov na financovanie z dôvodu zvýšenej neistoty
	<ul style="list-style-type: none"> dotatočné sankcie uvalené do roka 2024 	<ul style="list-style-type: none"> značné narušenia globálnych dodávateľsko-odberateľských vzťahov 	<ul style="list-style-type: none"> 90 % zastavenie ruskej ropy od 4. štvrťroka 2022, 10 % sa bude naďalej obchodovať na svetových trhoch; vysoká miera nahraditeľnosti ropy v EÚ z iných krajín, t. j. 20 % ruskej ropy nebude nahraditeľných 	<ul style="list-style-type: none"> vysoká volatilita na finančných trhoch vplývajúca na dôveru 	<ul style="list-style-type: none"> možné straty pre nižšiu ekonomickú aktivitu a z toho dôvodu vyššie bankové náklady hodnotenia rizík, ktoré povedú k vyšším úverovým sadzbám
	<ul style="list-style-type: none"> silný prúd utečencov až do roka 2023, menšia miera návratu do vlasti 	<ul style="list-style-type: none"> rozsiahle obmedzenia výroby z dôvodu odstrihnutia sa od ruských energetických importov 	<ul style="list-style-type: none"> pokles exportov obilnín a vyššie ceny energií zvýšia ceny obilnín ešte vyššie 		
	<ul style="list-style-type: none"> neprestávajúce geopolitické napätia až do roka 2024 				

Zdroj: NBS

Tabuľka B Predpoklady rizikový scenár vs. základná predikcia P3Q-2022						
	Rizikový scenár			Odchýlka oproti P3Q-2022		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Zahraničný dopyt ¹⁾	3,4 %	0,1 %	2,2 %	-0,2 %	-2,3 %	-1,3 %
Cena ropy za barel v USD	120,0	139,4	113,0	13,8 %	54,0 %	36,4 %
Cena plynu v EUR/MW ²⁾	41,7	177,3	149,8	25,2 %	53,2 %	53,2 %
Index cien agro-komodít ¹⁾	43,8 %	24,4 %	0,8 %	6,3 %	23,7 %	2,6 %

Zdroj: Výpočty NBS

1) Ročná miera rastu v %, odchýlka oproti P3Q-2022 je jednoduchý rozdiel mier rastu.

2) Komoditná cena na výpočet regulovanej ceny pre domácnosti.

Kritickým bodom rizikového scenára je v prvom rade predpoklad rozsiahlych obmedzení výroby z dôvodu zastavenia energetických importov z Ruska, hlavne zemného plynu od 4. štvrťroka 2022 a v druhom rade absencia substitučných možností v krátkom horizonte (4 štvrťroky) a koordinovanej odpovede v eurozóne a EÚ. V rizikovom scenári teda pracujeme s predpokladom, že nahradenie plynu z iných zdrojov sa podarí až v dlhšom horizonte počnúc 4. štvrťrokom 2023.

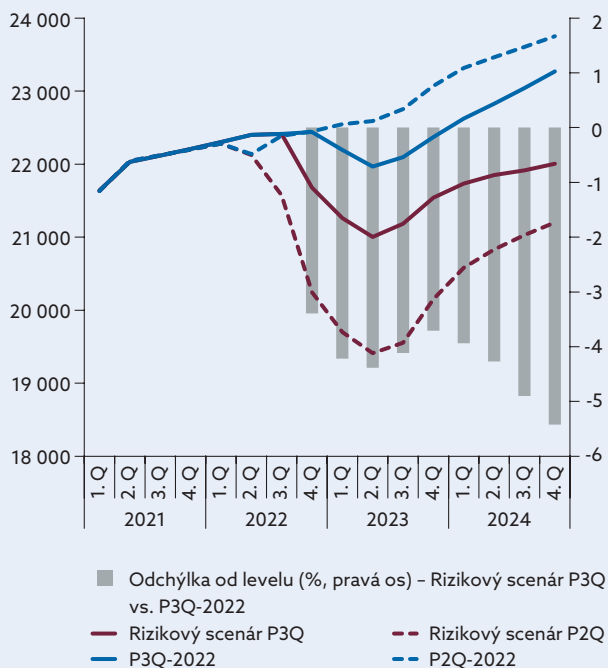
Pri úplnom zastavení importov plynu na Slovensko z Ruska očakávame, že približne štvrtina našej ročnej spotreby plynu bude subvencovaná v rámci solidarity EÚ. Berúc do úvahy stav zásob na Slovensku v čase našich prepočtov, ktoré boli na úrovni približne 70 % našej priemernej ročnej spotreby plynu v rokoch 2014 až 2021, odhadujeme priamy efekt výpadku plynu na úrovni -2,9 % kumulovane v priebehu štyroch štvrťrokov začínajúc 4. štvrťrokom 2022.¹⁶ Pri zohľadnení stavu plynových zásob počítame s tým, že nie všetok plyn zo zásobníkov sa vie aj reálne použiť, pretože časť z neho treba ponechať na udržanie tlaku. Z tohto titulu počítame konzervatívne s tým, že zásobníky musia zostať naplnené na 20 %.

Náš odhad výpadku plynu od začiatku 4. štvrťroka 2022 vo výške -2,9 % však ešte nezohľadňuje možné vedľajšie účinky výpadku výroby na ekonomiku z titulu zníženého dopytu po pracovnej sile, vyššej nezamestnanosti, nižších príjmov, nižšej spotreby a nižších objemov investícií. Zohľadnením týchto faktorov odhadujeme celkový efekt výpadku produkcie z dôvodu odstávky ruského plynu na -3,3 % HDP počas štyroch štvrťrokov od 3. štvrťroka 2022. Treba podotknúť, že tento odhad považujeme za dolnú hranicu, keďže situácia s diverzifikáciou zdrojov plynu sa stále zlepšuje a pri udržaní funkčnosti dodávok v rámci Európy by plyn z iných zdrojov na Slovensko mohol zostať prúdiť.

Ku koncu roka 2024 očakávame pri splnení všetkých predpokladov rizikového scenára prepád HDP na úrovni približne -5,5 % oproti základnému scenáru P3Q-2022. Prepád v prvej polovici roka 2023 je nasledovaný zlepšením ekonomickej situácie, ktoré je však oproti základnej predikcii P3Q-2022 tlmené vyššou infláciou a jej negatívnym vplyvom na ekonomiku.

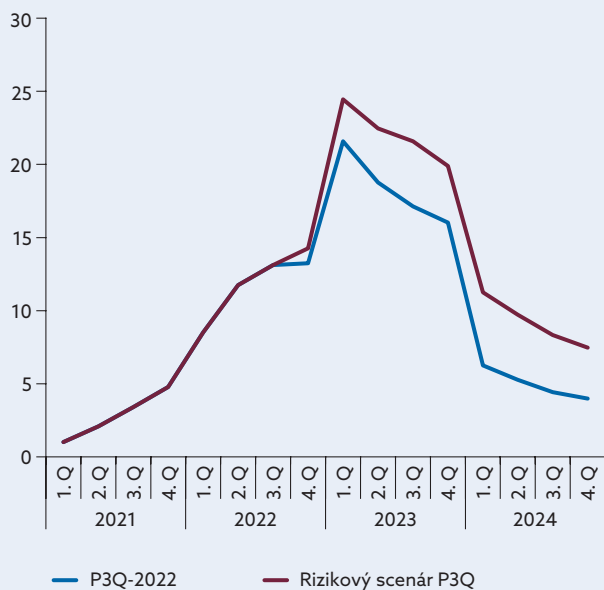
¹⁶ Vplyv výpadku 75 % ročnej spotreby plynu odhadujeme na kumulovaný prepád HDP vo výške 10 % medzi 4. štvrťrokom 2022 a 3. štvrťrokom 2023.

Graf A
Úroveň HDP



Zdroj: Výpočty NBS

Graf B
HICP inflácia (medziročná zmena v %)



Zdroj: Výpočty NBS

V rizikovom scenári môže inflácia vyskočiť až na priemernú hodnotu 22 % v roku 2023, keď by inflácia na Slovensku mala kulminovať.¹⁷ Rizikový scenár predstavuje pre Slovensko scenár silnej recesie a vysokých úrovní inflácie. Jej dosahom utrpí súkromná spotreba, ktorá sa však zhorší aj pre straty v príjmoch kvôli vyššej miere nezamestnanosti v rokoch 2023 a 2024.

Tabuľka C P3Q-2022 vs. rizikový scenár (medziročná zmena v %)

	P3Q-2022			Rizikový scenár		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
HDP	1,8	-1,0	3,5	0,9	-4,3	3,0
Súkromná spotreba	5,2	-4,9	2,1	4,7	-6,6	0,5
Verejná spotreba	-1,9	-4,4	1,6	-2,0	-4,5	0,3
Fixné investície	4,5	2,5	5,5	4,0	-1,5	4,9
Vývoz tovaru a služieb	-1,1	3,5	6,7	-2,6	-1,8	8,4
Miera nezamestnanosti	6,2	6,7	6,8	6,3	8,1	8,5
Mzdy	8,0	10,8	9,1	8,2	11,5	11,8
Inflácia HICP	11,7	18,3	5,0	11,9	22,0	9,2
Zahraničný dopyt	3,5	2,4	3,5	3,4	0,1	2,2

Zdroj: Výpočty NBS

¹⁷ V rizikovom scenári uvažujeme o vládných opatreniach na tlmenie rastu regulovaných cien energií rovnako ako v základnom scenári.

3.5 Porovnanie s inými inštitúciami

Aktuálna predikcia je v porovnaní s ostatnými inštitúciami pomerne pesimistická. Základný rozdiel spočíva v odhade budúceho vývoja cien. Naša predikcia inflácie je najvyššia, pretože zohľadňuje len medializované opatrenia vlády na potlačenie rastu regulovaných cien energií pre domácnosti v budúcom roku. Zároveň tiež očakávame, že vyššia inflácia bude s nami dlhší čas. Očakávaný vývoj cien tak tlmí reálne príjmy, a tým i spotrebiteľský dopyt.

Tabuľka 5 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.)	1,8	1,9	1,9	2,6	2,3	-1,0	0,6	2,7	5,0	3,4	3,5	1,7	-	3,8	-
Súkromná spotreba (s. c.)	5,2	4,6	1,9	-	1,7	-4,9	-3,7	1,9	-	0,5	2,1	2,0	-	-	-
Vládna spotreba (s. c.)	-1,9	-1,5	-1,7	-	-0,2	-4,4	-0,7	0,2	-	0,1	1,6	0,0	-	-	-
Tvorba hrubého fixného kapitálu (s. c.)	4,5	5,4	10,8	-	13,9	2,5	16,3	13,4	-	15,0	5,5	-6,4	-	-	-
Export tovarov a služieb (s. c.)	-1,1	-1,6	2,9	2,6	1,0	3,5	1,7	7,4	5,5	4,3	6,7	7,6	-	5,3	-
Import tovarov a služieb (s. c.)	-0,3	-0,9	3,4	3,9	1,7	0,9	2,4	7,6	6,3	4,3	6,1	5,5	-	3,9	-
Index HICP ¹⁾	11,7	11,6	10,5	8,4	10,8	18,3	13,5	8,2	4,1	10,1	5,0	3,6	-	2,0	-
Zamestnanosť (ESA 2010)	1,8	1,9	1,9	-	-	-0,1	0,2	0,6	-	-	-0,4	0,7	-	-	-
Miera nezamestnanosti (miera v %)	6,2	6,1	6,7	6,4	6,7	6,7	6,1	6,3	6,2	6,4	6,8	5,6	-	5,9	-
Priemerná nominálna mzda	8,2	8,3	-	-	-	11,6	10,4	-	-	-	9,0	7,5	-	-	-
Nominálne kompenzácie na zamestnanca	7,6	6,9	7,8	-	6,5	11,5	10,3	7,0	-	7,0	9,2	7,7	-	-	-
Deficit verejnej správy (% HDP)	-3,6	-5,1	-3,6	-5,4	-4,5	-3,5	-2,4	-2,6	-3,1	-2,4	-5,2	-2,3	-	-2,5	-
Dlh verejnej správy (% HDP)	59,9	61,6	61,7	61,4	62,7	55,5	58,0	58,3	58,1	59,6	56,1	58,2	-	56,4	-
Bežný účet platobnej bilancie (% HDP)	-7,9	-5,1	-4,3	-5,0	-4,7	-3,3	-4,7	-4,1	-4,8	-4,3	-2,5	-4,0	-	-3,4	-

Zdroj: NBS, IFP, EK, MMF, OECD

1) MMF: index CPI

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

Európska komisia – European Economic Forecast (jarná predikcia – máj 2022), HDP a HICP sú z aktuálnejšej (ale menej podrobnej) letnej predikcie – júl 2022

Medzinárodný menový fond – World Economic Outlook (apríl 2022)

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

Tabuľka 6 Strednodobá predikcia (P3Q-2022) základných makroekonomických ukazovateľov

Ukazovateľ	Jednotka	Skutočnosť	P3Q-2022			Zmena oproti P2Q-2022		
		2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Cenový vývoj								
Inflácia meraná HICP	medziročný rast v %	2,8	11,7	18,3	5,0	1,3	7,2	2,7
Inflácia meraná CPI	medziročný rast v %	3,2	12,3	16,1	4,6	1,5	6,3	2,2
Deflátor HDP	medziročný rast v %	2,4	7,7	14,3	3,8	1,7	8,4	1,5
Ekonomická aktivita								
Hrubý domáci produkt	medziročný rast v %, s. c.	3,0	1,8	-1,0	3,5	0,4	-2,9	0,0
Súkromná spotreba	medziročný rast v %, s. c.	1,4	5,2	-4,9	2,1	2,6	-3,6	-0,8
Konečná spotreba verejnej správy	medziročný rast v %, s. c.	1,9	-1,9	-4,4	1,6	1,3	-4,7	-0,4
Tvorba hrubého fixného kapitálu	medziročný rast v %, s. c.	0,6	4,5	2,5	5,5	-2,1	-4,4	1,7
Vývoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	10,2	-1,1	3,5	6,7	-0,7	-1,7	0,0
Dovoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	11,1	-0,3	0,9	6,1	-0,7	-2,2	0,0
Čistý vývoz	mil. EUR v s. c.	2 154	1 471	3 664	4 453	21,2	398,0	424,6
Produkčná medzera	% z potenciálneho produktu	-0,2	0,7	-2,2	-1,6	1,4	-1,3	-1,1
Hrubý domáci produkt	mil. EUR v b. c.	97 123	106 440	120 425	129 383	1 993,5	7 644,6	9 973,5
Trh práce								
Zamestnanosť	tis. osôb, ESA 2010	2 385	2 428	2 425	2 416	6,5	-14,3	-18,1
Zamestnanosť	medziročný rast v %, ESA 2010	-0,6	1,8	-0,1	-0,4	0,3	-0,8	-0,2
Počet nezamestnaných	tis. osôb, VZPS ¹⁾	188	174	187	189	-9,1	4,3	8,6
Miera nezamestnanosti	%	6,8	6,2	6,7	6,8	-0,3	0,2	0,3
Odhad NAIRU ²⁾	%	6,8	6,5	6,4	6,4	0,1	0,1	0,1
Produktivita práce ³⁾	medziročný rast v %	3,6	0,0	-0,9	3,9	0,1	-2,1	0,2
Neinflačné mzdy (nominálna produktivita) ⁴⁾	medziročný rast v %	6,1	7,7	13,3	7,8	1,8	6,1	1,7
Nominálne kompenzácie na zamestnanca	medziročný rast v %, ESA 2010	5,9	7,6	11,5	9,2	-0,4	1,9	3,5
Nominálne mzdy ⁵⁾	medziročný rast v %	5,9	8,2	11,6	9,0	0,1	2,0	3,4
Reálne mzdy ⁶⁾	medziročný rast v %	2,7	-3,8	-3,9	4,3	-1,3	-3,6	1,2
Domácnosti a neziskové inštitúcie slúžiace domácnostiam								
Disponibilný dôchodok	medziročný rast v %, s. c.	-1,2	1,3	-5,3	3,3	1,2	-3,9	0,3
Miera úspor ⁷⁾	% z disponibilného dôchodku	8,8	5,7	5,3	6,4	-0,6	-0,8	0,2
Sektor verejnej správy⁸⁾								
Celkové príjmy	% HDP	40,7	40,7	40,2	38,9	-0,5	-1,8	-1,5
Celkové výdavky	% HDP	46,8	44,3	43,7	44,1	-0,5	-1,4	-0,9
Saldo verejných financií ⁹⁾	% HDP	-6,1	-3,6	-3,5	-5,2	0,0	-0,4	-0,6
Cyklický komponent	% trendového HDP	-0,2	0,2	-0,6	-0,5	0,4	-0,3	-0,4
Štrukturálne saldo	% trendového HDP	-6,1	-3,8	-3,0	-4,7	-0,4	-0,1	-0,2
Cyklicky očistené primárne saldo	% trendového HDP	-4,8	-2,7	-2,0	-3,6	-0,4	-0,2	-0,3
Fiškálna pozícia ¹⁰⁾	medziročná zmena v p. b.	-1,5	2,1	0,8	-1,6	-0,3	0,2	-0,1
Hrubý dlh	% HDP	63,1	59,9	55,5	56,1	-2,5	-4,3	-4,2

Tabuľka 6 Strednodobá predikcia (P3Q-2022) základných makroekonomických ukazovateľov (pokračovanie)

Ukazovateľ	Jednotka	Skutočnosť	P3Q-2022				Zmena oproti P2Q-2022		
		2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024	
Platobná bilancia									
Bilancia tovarov	% HDP	0,7	-5,4	-1,3	-0,3	-2,3	-1,2	-0,9	
Bežný účet	% HDP	-2,0	-7,9	-3,3	-2,5	-2,4	-1,1	-0,8	
Externé prostredie a technické predpoklady									
Rast zahraničného dopytu Slovenska	medziročný rast v %	10,7	3,5	2,4	3,5	1,4	-0,5	-0,1	
Výmenný kurz USD/EUR ^{(1) (2)}	úroveň	1,18	1,05	0,99	0,99	-2,3	-5,6	-5,6	
Cena ropy v USD ^{(1) (2)}	úroveň	71,1	105,5	90,5	82,9	-0,3	-3,1	-1,7	
Cena ropy v USD ⁽¹⁾	medziročný rast v %	71,3	48,4	-14,2	-8,4	-0,4	-2,5	1,4	
Cena ropy v EUR ⁽¹⁾	medziročný rast v %	65,2	67,8	-9,5	-8,4	3,4	0,5	1,4	
Ceny neenergetických komodít v USD	medziročný rast v %	42,1	7,1	-9,8	-1,2	-7,3	-4,9	5,1	
EURIBOR – 3M	% p. a.	-0,5	0,2	2,0	2,1	0,2	0,7	0,5	
Výnos 10-ročného štátneho dlhopisu SR	%	-0,1	1,7	2,3	2,3	0,1	0,2	0,1	

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>