

Aktuálny a očakávaný makroekonomický vývoj v SR

Zdroj: Makro predikcia NBS, RRZ a IFP (MF SR)



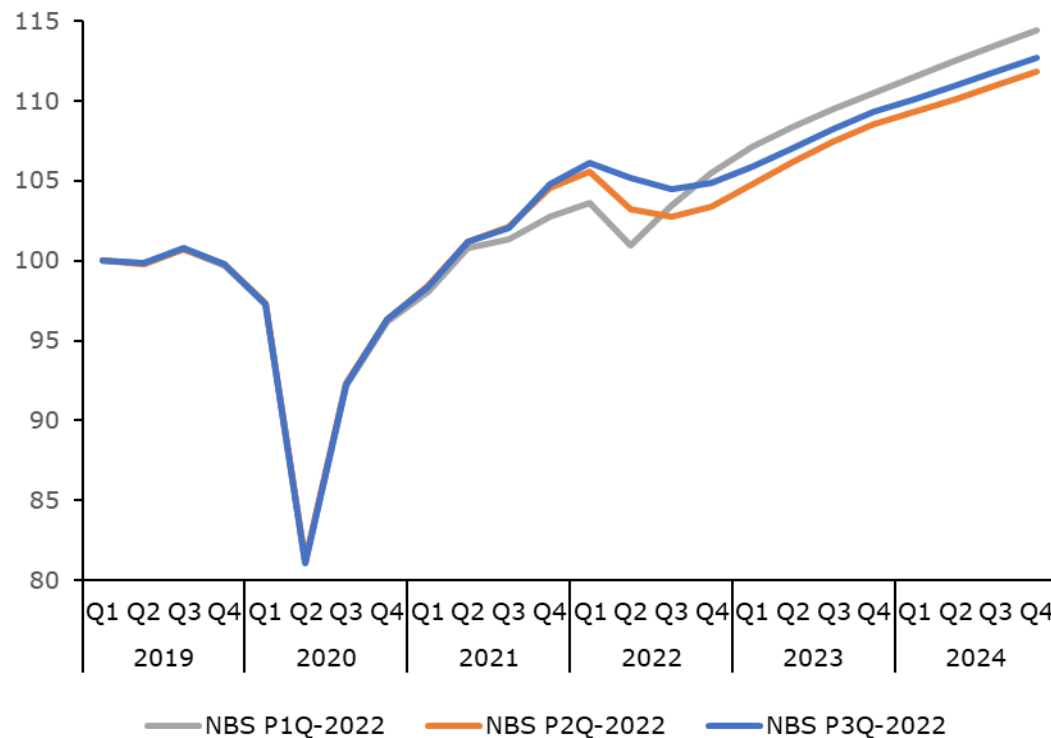
Makroekonomický vývoj a hospodárske politiky na Slovensku

Ján Tóth

Aké sú najdôležitejšie všeobecné exogénne predpoklady pre zostavenie prognózy rastu HDP na Slovensku ?

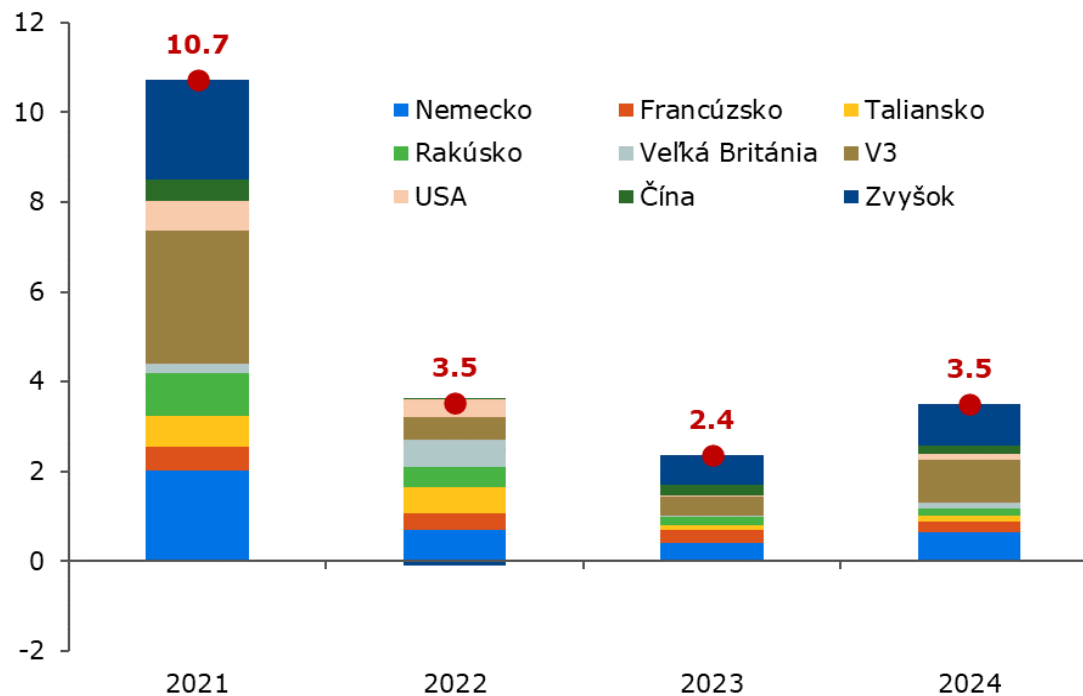
- 1) Zahraničný dopyt
- 2) Ropa (ceny energií)
- 3) Menové podmienky - kurz (stimul/brzda pre ekonomiku, ceny energií) a úroky

Zahranický dopyt po slovenskom exporte
(index, 1Q2019 = 100)



Zdroj: ECB, NBS

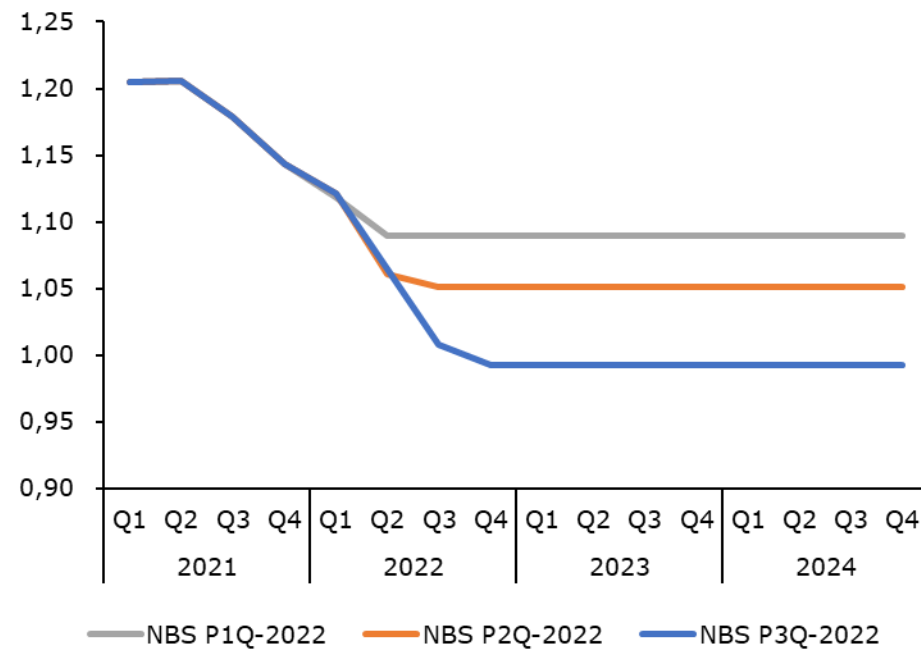
Rast zahraničného dopytu z pohľadu teritoriálnej štruktúry
najvýznamnejších obchodných partnerov (váha min. 3 %)



Zdroj: ECB, NBS

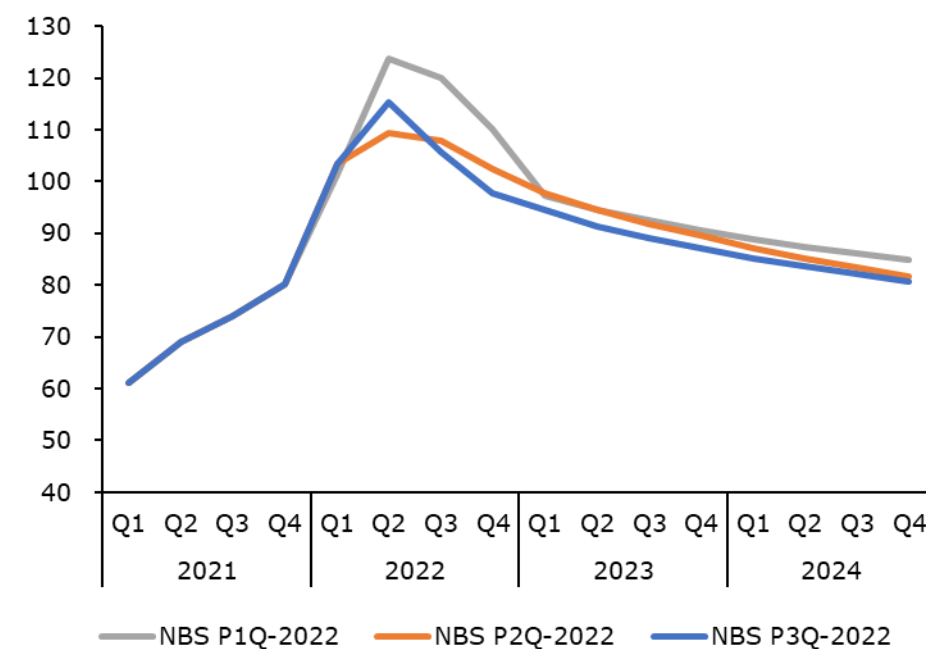
- **Bilaterálny výmenný kurz pod paritou** na úrovni 0,992 USD/EUR, v porovnaní s P2Q-2022 depreciačia o takmer 6 %
- **Cena ropy** by sa mala budúci rok pohybovať v priemere pod 100 USD/barel, do 2024 postupný pokles na 80 USD/barel

Výmenný kurz USD/EUR



Zdroj: ECB

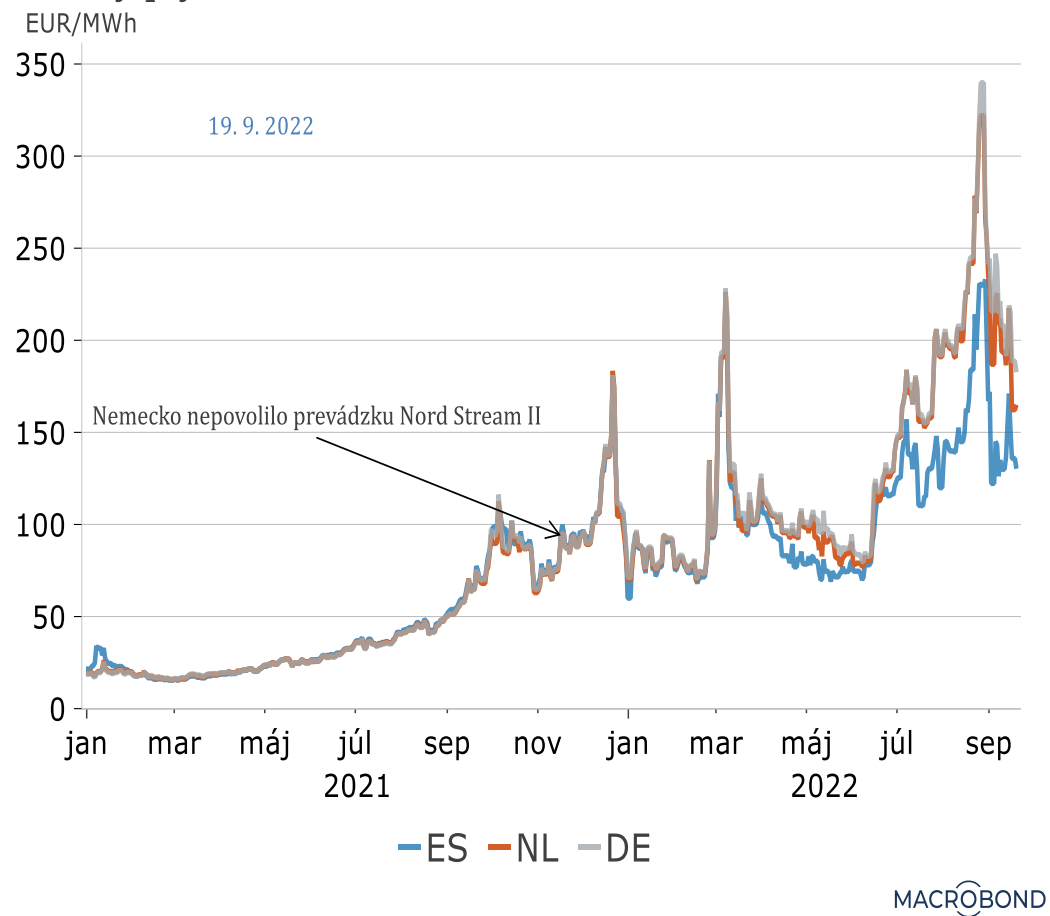
Cena ropy (USD/barel)



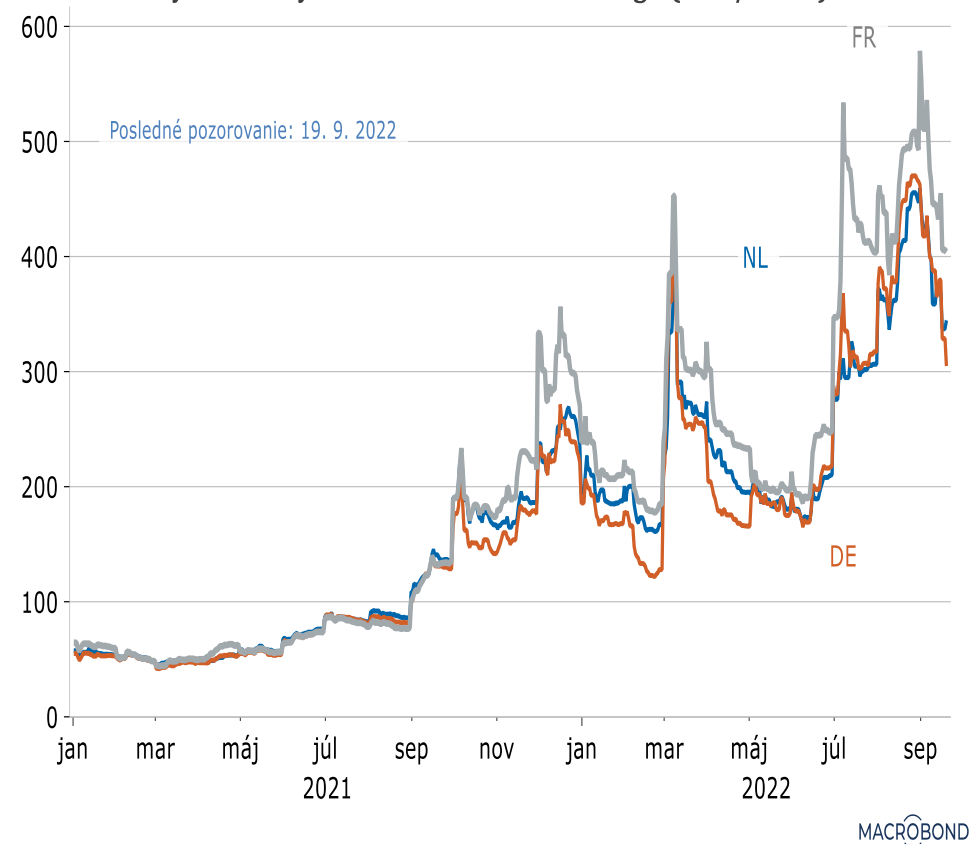
Zdroj: ECB

Ceny elektriny a plynu stále vysoké a volatilné

Zemný plyn - futures



Futures ceny elektriny Intercontinental Exchange (EUR/MWh)



Sú aj dobré správy - ceny kovov

(Rusko významným svetovým exportérom)

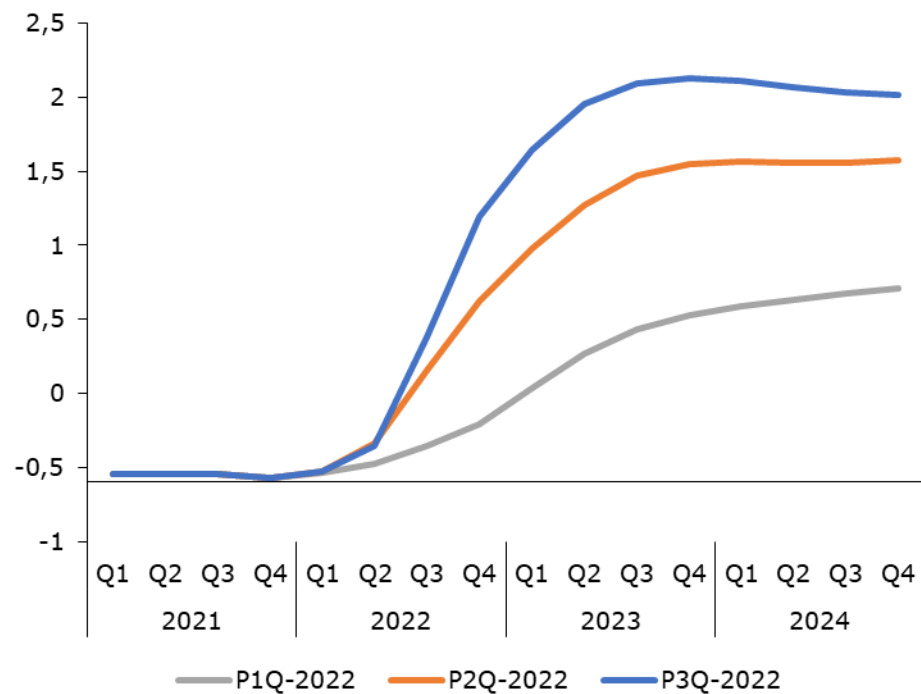


- **Ceny kovov zaznamenali výraznú korekciu**, po ktorej by postupne malo postupne dôjsť aj k odzneniu polovodičovej / čipovej krízy
- Oproti júnovej prognóze ide o pozitívne prekvapenie, ktoré zrejme odzrkadľuje úspešnú geografickú i komoditnú diverzifikáciu v obchodných reťazcoch

Predpoklady predikcie – úrokové sadzby

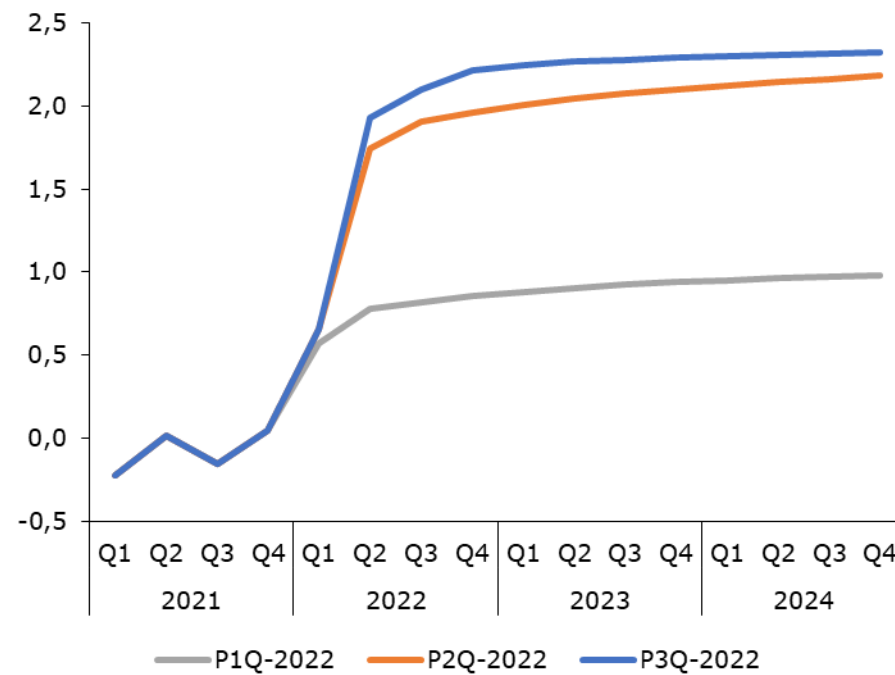
- Ďalší nárast krátkodobých sadzieb, ↑ o 40 b.b. ku koncu 2024
- Dlhodobé úrokové sadzby mierne ↑ o 10 b.b. ku koncu 2024

3-mesačný Euribor



Zdroj: ECB

Výnosy 10-ročných vládných dlhopisov



Zdroj: ECB

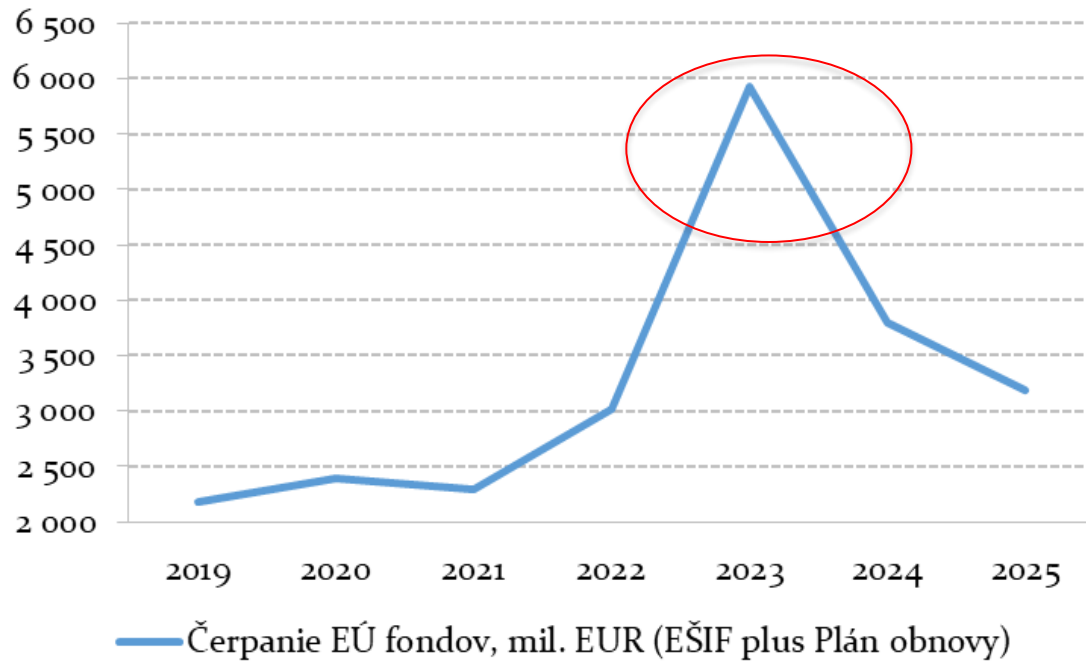
Hlavné predpoklady prognózy RRZ

(vojnový konflikt, externé prostredie, eurofondy)

- **Vojnový konflikt na UA naďalej na celom horizonte prognózy - rýchlejšie ukončenie ?**
- Vonkajší dopyt – posledná ECB prognóza zo septembra expertne zhoršená (Eurozóna budúci rok rast len 0,5 % namiesto 0,9 % predpoklad ECB vs 3 % rast v aktuálnom roku)
- Úzke hrdlá v svetových obchodných reťazcoch **mierne poľavili**, no budú prítomné do konca roka 2023
- **Ceny plynu, elektriny a tepla pre domácnosti na rok 2023 podľa zatiaľ zverejnených cenových schém resp. most likely, nie podľa starých regulačných vzorcov**
- SK zásobníky plynu dostatočne naplnené na preklopenie zimy 2022/2023, Európa bude mať potrebných 10 % dodávok od RU,
- ECB bude v reakcii na vývoj inflácie v eurozóne a jej prognózu zvyšovať úrokové sadzby k 2,25 % (vrchol v 1H23)
- Zhoršené čerpanie Fondu obnovy, ale končiace **bežné eurofondy budú tlačiť ekonomiku hore**
- **Zahrnuté šetrenie v rozpočte na úrovni 0,5% HDP ročne kvôli výdavkovým limitom, nie však dlhová brzda** (vyrovnaný rozpočet 2024)
- **Volvo** - merateľný vplyv **až od roku 2025**

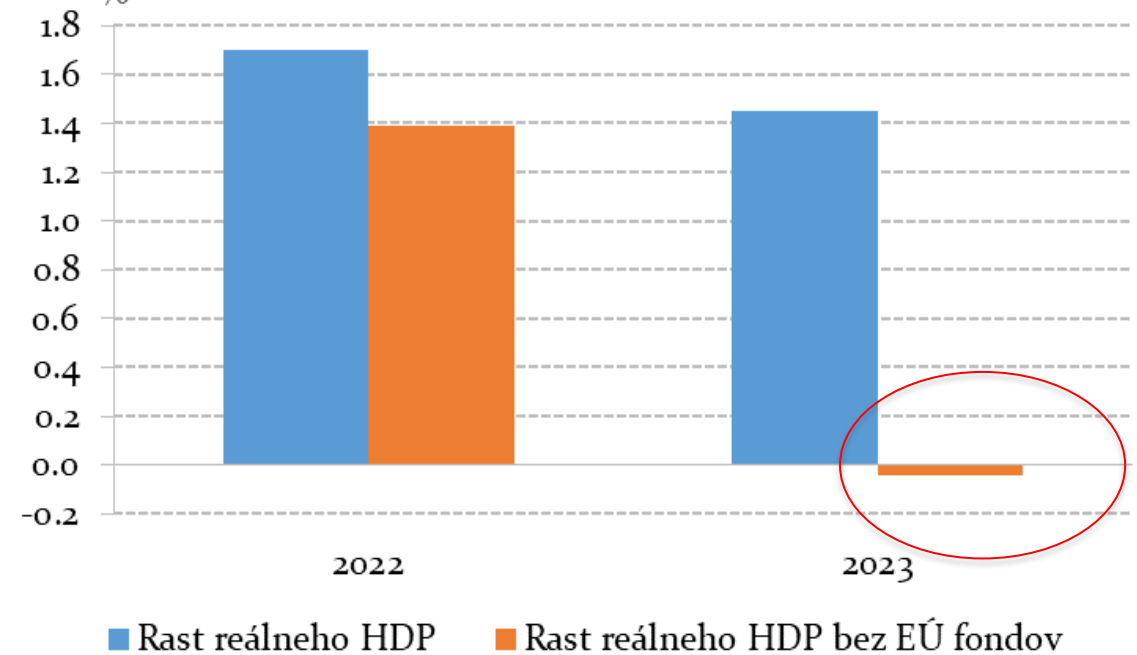
Eurofondy – hlavný rastový impulz pre 2023 (RRZ)

Prílev Eurofondov (mil. eur)



Zdroj: RRZ

Bez vplyvu EÚ fondov by ekonomika budúci rok nemusela rásť

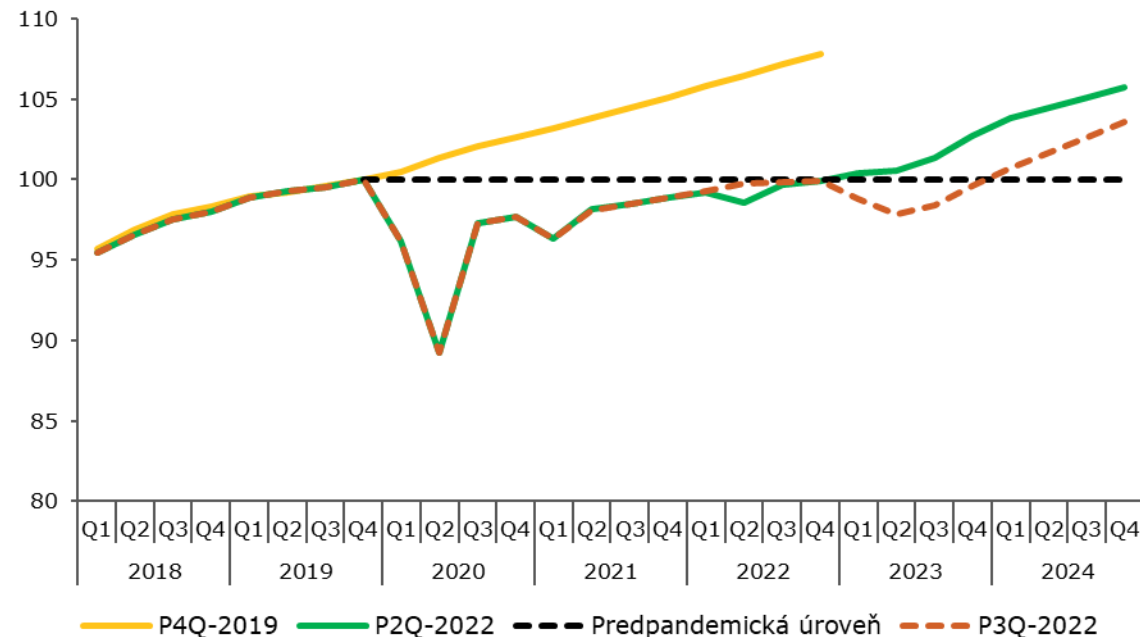


Zdroj: RRZ

- **Vývoj v najbližšom období by mal byť výrazne horší** – vyšší rast cien uberie z kúpyschopnosti domácností, ktoré následne znížia svoju spotrebu a siahnu tak ekonomiku do recesie v budúcom roku. Export by mal ostať naďalej utlmený vplyvom energetickej krízy a vojnového konfliktu.
- **Dosiahnutie predkrízovej úrovne sa posunie na koniec budúceho roka**
- Zatiaľ čo exporty by sa mohli oživiť už v budúcom roku, zlepšenie situácie v spotrebiteľskom dopyte sa očakáva až s odznením vysokej inflácie v roku 2024

	2021	2022	2023	2024
HDP (medziročný rast v %)	3,0	1,8	-1,0	3,5
Revízia (p. b.)	-	0,4	-2,9	0,0

Vývoj HDP (index, 4Q2019 = 100)



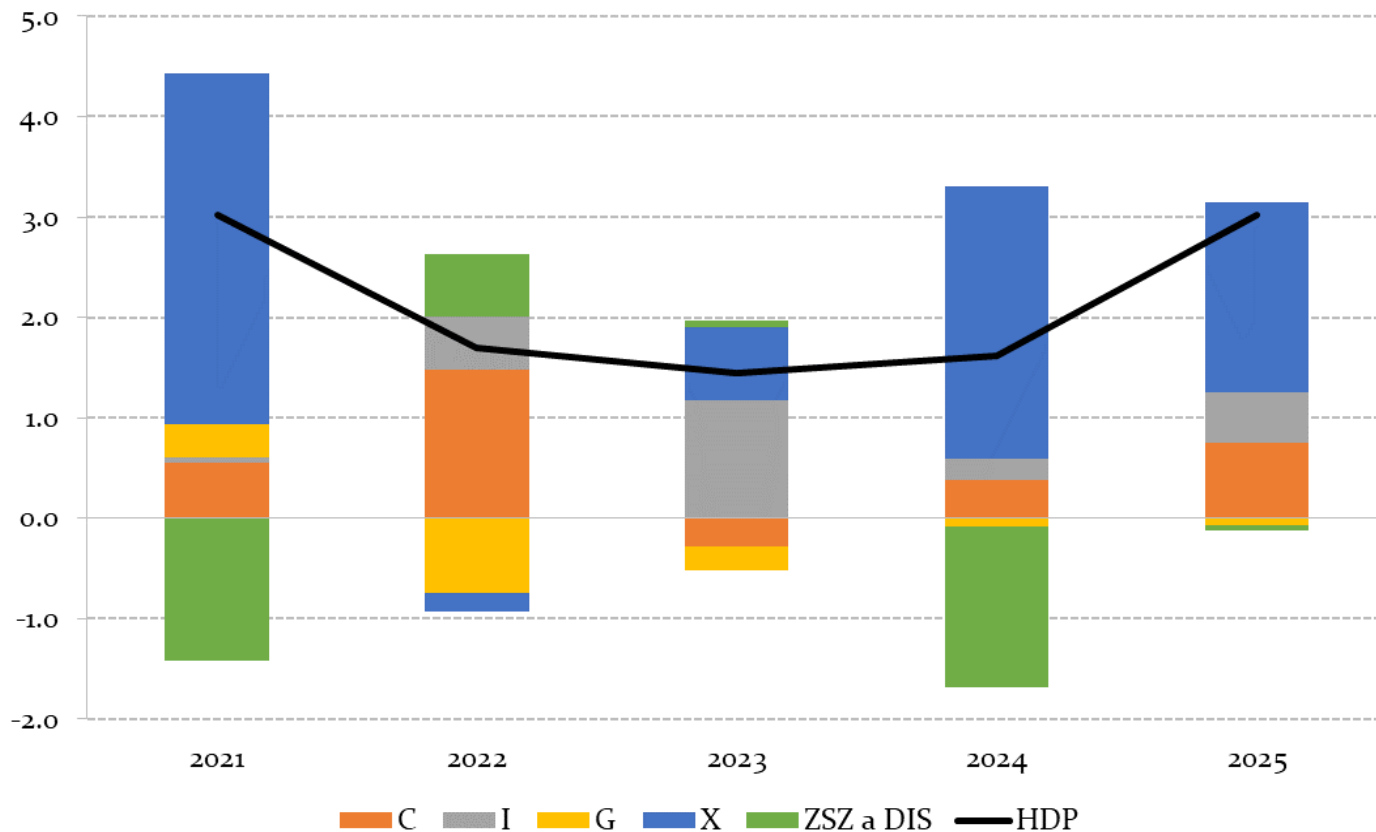
Zdroj: NBS

Z akých zložiek sa skladá HDP ?

Ak je export veľkosťou 80% HDP, znamená to, že export rozhoduje o 80% našej ekonomiky ?

Ako je lepšie merať rast, ročne alebo medzištvrtročne ?

Príspevky k rastu (v p.b., bez dovozu)



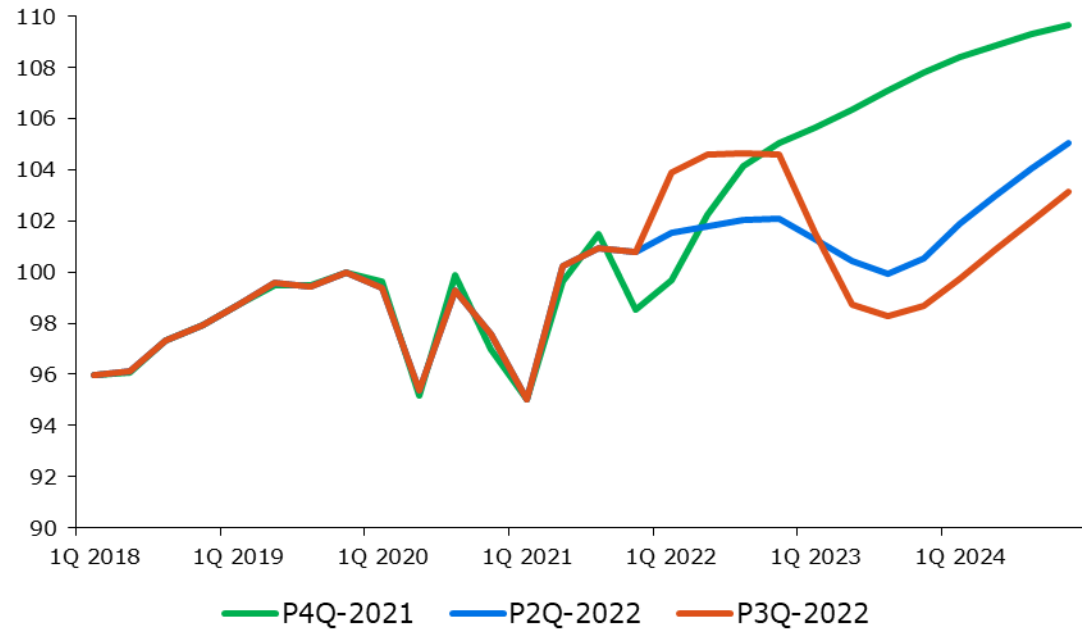
- Spotreba domácností (C): post-covid efekt v 2022, mierny pokles kvôli cenám energií (inflácii), následne len postupné oživenie; Investície (I): verejné inv. boom v2023, potom útlm, ale neskôr sa prebudia súkromné investície
- Vládna spotreba (G): post-covidový efekt, menej reálnych nákupov
- Export (X): rozbeh počas druhej fázy covidu, v tomto roku útlm kvôli úzkym hrdlám a inflácii v EÚ, nadýchne sa až od polovice budúceho roka

Zdroj: RRZ

Súkromná spotreba

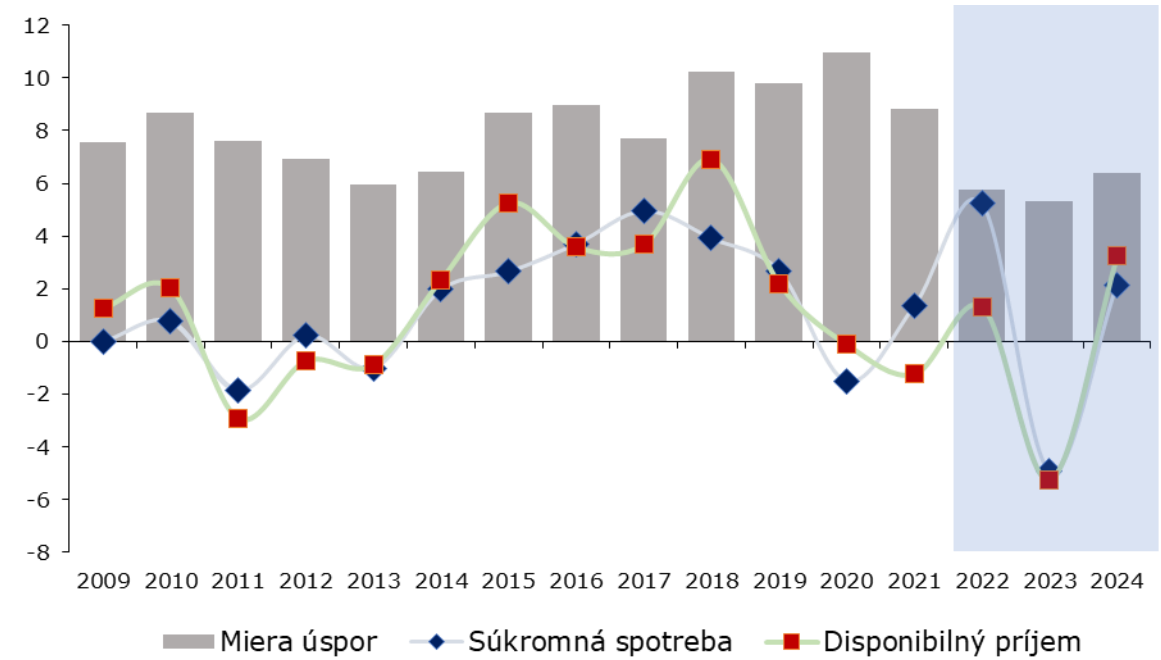
- **Zrýchľujúci sa rast cien bude čoraz viac ukrajovať z príjmov domácností.** Zatiaľ čo prvý polrok sa niesol v optimistickej nálade, výhľad ekonomiky sa vplyvom energetickej krízy výrazne zhoršil. Kumulatívny pokles reálnych príjmov, aký sme ešte nemali, spôsobí značný prepád spotrebiteľského dopytu v budúcom roku.
- **Obnovenie spotreby sa očakáva až v roku 2024 po odznení vysokej inflácie**

Súkromná spotreba
(index, 4Q2019 = 100)



Zdroj: NBS

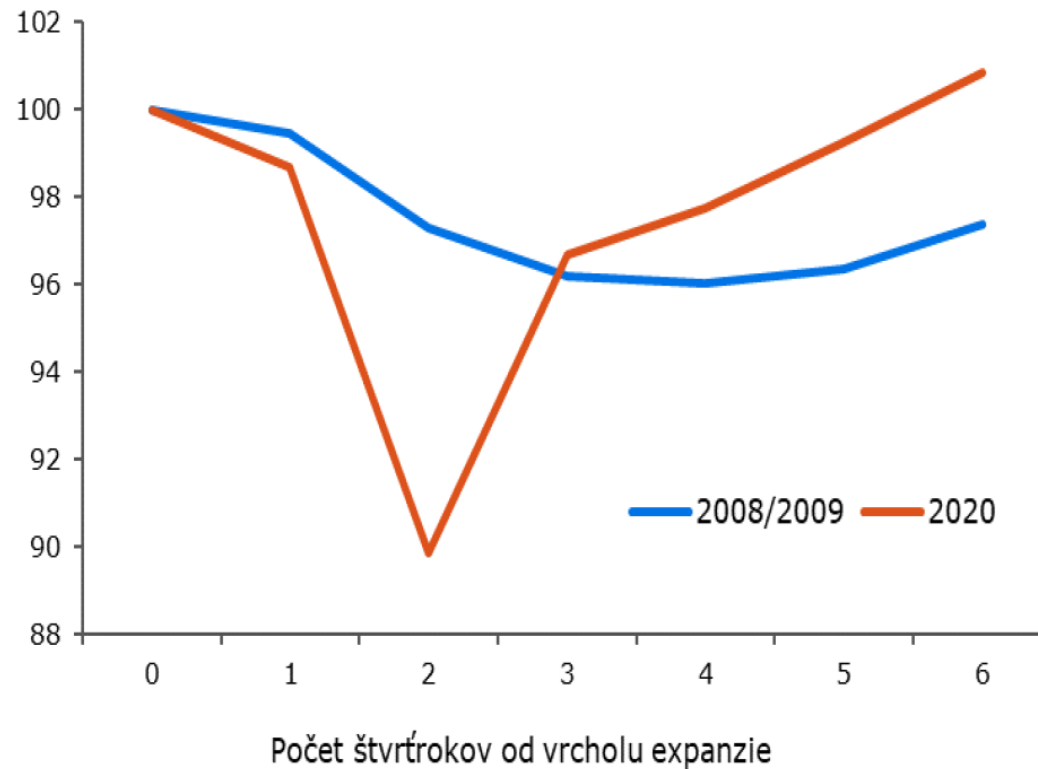
Vývoj príjmov, spotreby (medziročná zmena v %, s. c.)
a miery úspor domácností (%)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

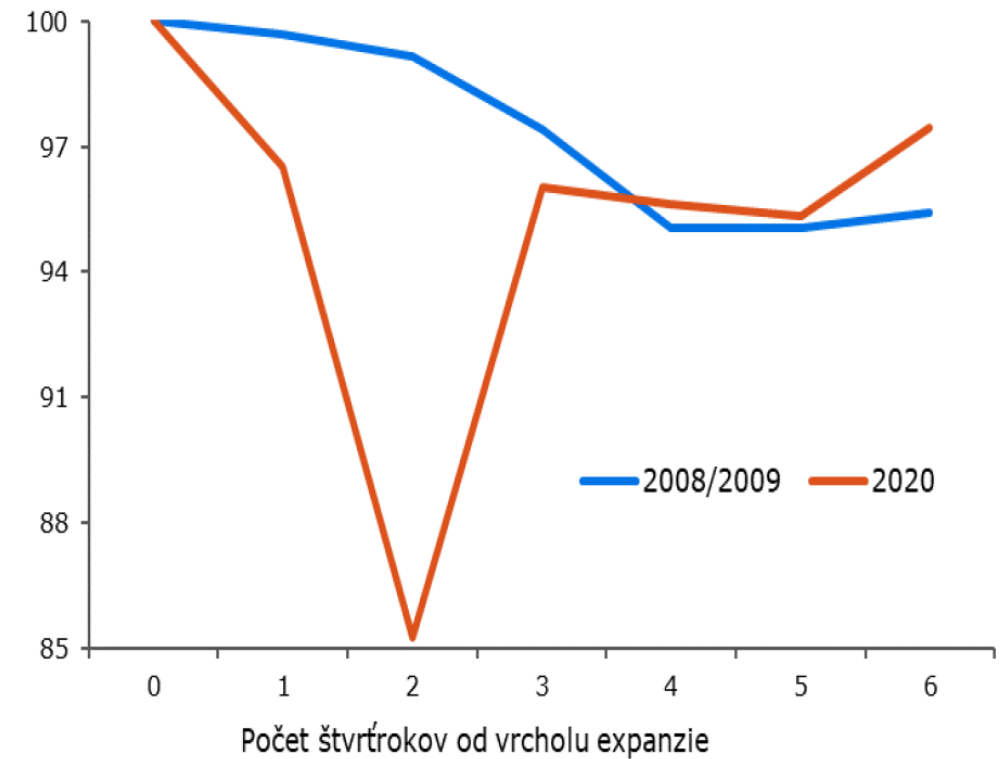
Otázka – čo je za rozdielnosťou vývoja voči predchádzajúcej kríze

Graf 5 USA: Vývoj HDP od vrcholu expanzie - porovnanie krízy 2008/2009 a "koronakrízy" (vrchol expanzie = 100)



Zdroj: Macrobond

Graf 7 EA: Vývoj HDP od vrcholu expanzie - porovnanie krízy 2008/2009 a "koronakrízy" (vrchol expanzie = 100)

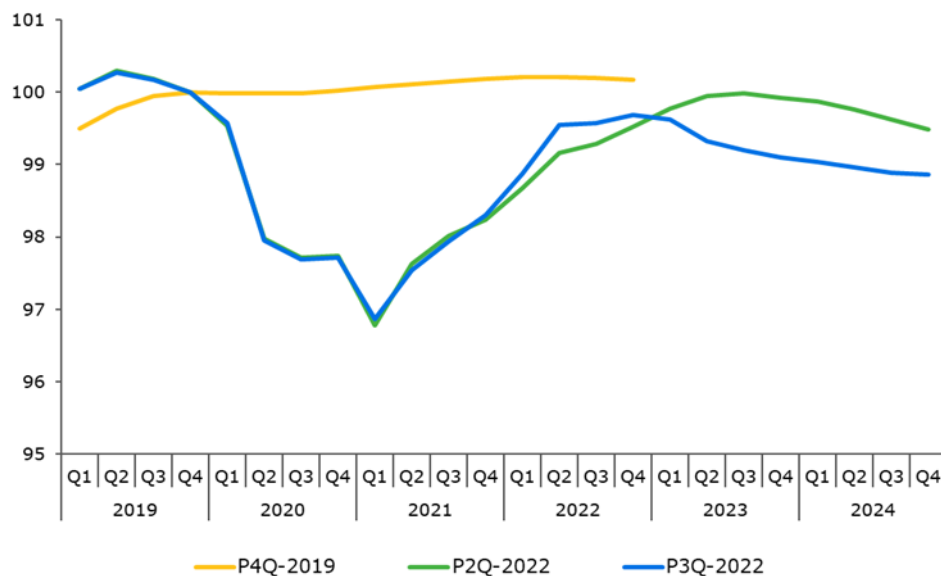


Zdroj: Macrobond

- **Zamestnanosť** v 1H2022 pozitívny vývoj
- Recesia v budúcom roku spôsobí pokles zamestnanosti
- Na konci horizontu predikcie negatívny vplyv starnutia populácie
- **Zvýši sa počet nezamestnaných a miera nezamestnanosti vzrastie na 6,8 % v roku 2024**

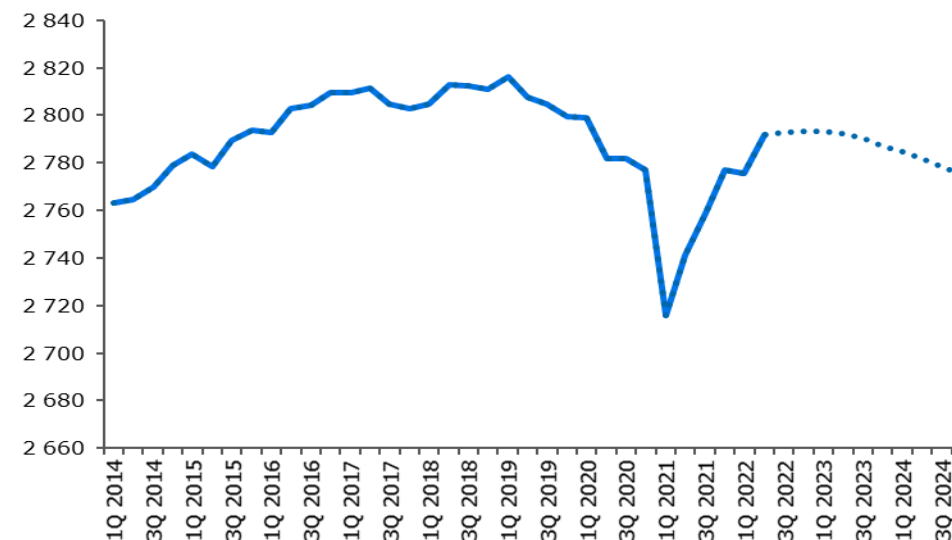
	2021	2022	2023	2024
Zamestnanosť (medziročný rast v %, ESA 2010)	-0,6	1,8	-0,1	-0,4
Revízia (p. b.)	-	0,3	-0,8	-0,2

Vývoj zamestnanosti (%)



Zdroj: NBS

Vývoj ekonomicky aktívneho obyvateľstva (úroveň, v tis. osôb)



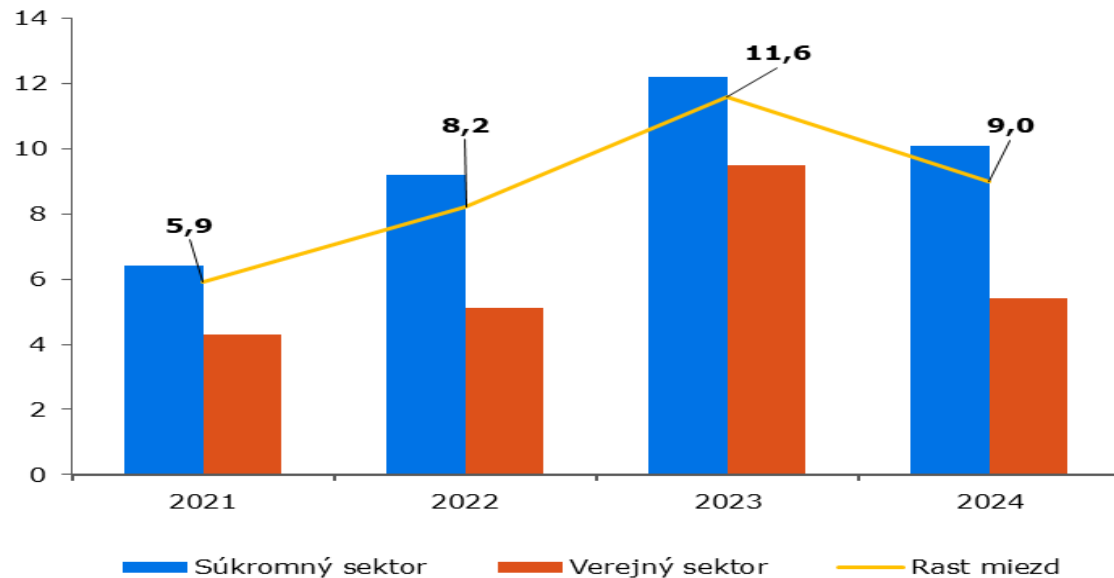
Zdroj: SÚ SR, NBS

Mzdy a náklady práce

- Inflácia bude cez kolektívne vyjednávania tlačiť na vyššie mzdy, čo sa prejaví najmä v rokoch 2023 a 2024
- Rast nominálnych miezd však nepokryje vysoký rast cien – pokles reálnych miezd v rokoch 2022 a 2023
- V súkromnom sektore sa predpokladá o niečo lepšia príjmová situácia ako vo verejnom sektore

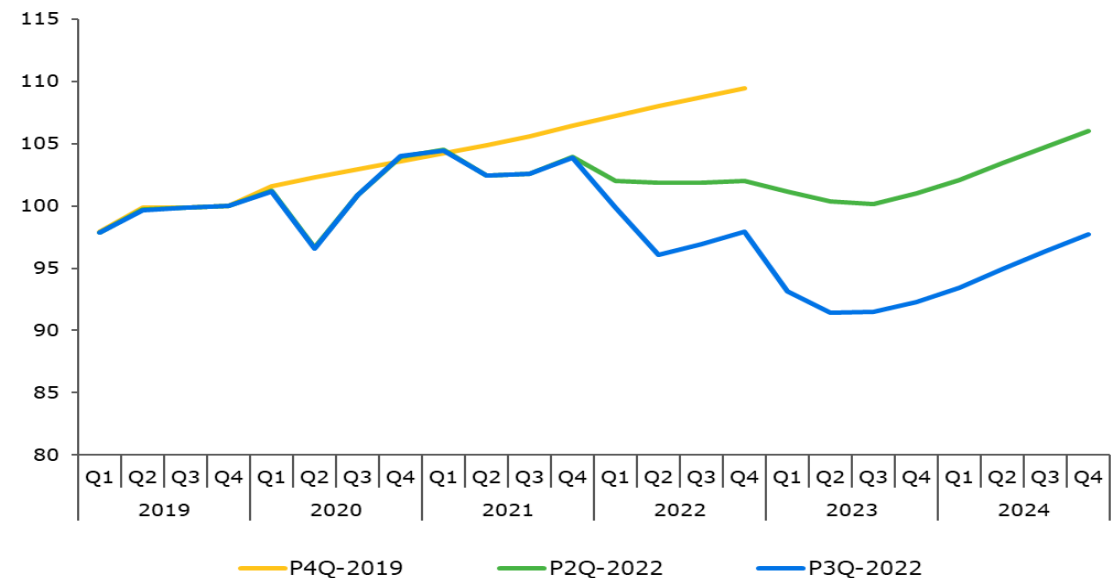
	2021	2022	2023	2024
Priemerná mzda na zamestnanca (medziročný rast v %)	5,9	8,2	11,6	9,0
Revízia (p. b.)	-	0,1	2,0	3,4

Vývoj miezd, súkromný a verejný sektor (medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Vývoj reálnych kompenzácií na zamestnanca (index, 4Q2019 = 100)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Trh práce stále napnutý (RRZ)

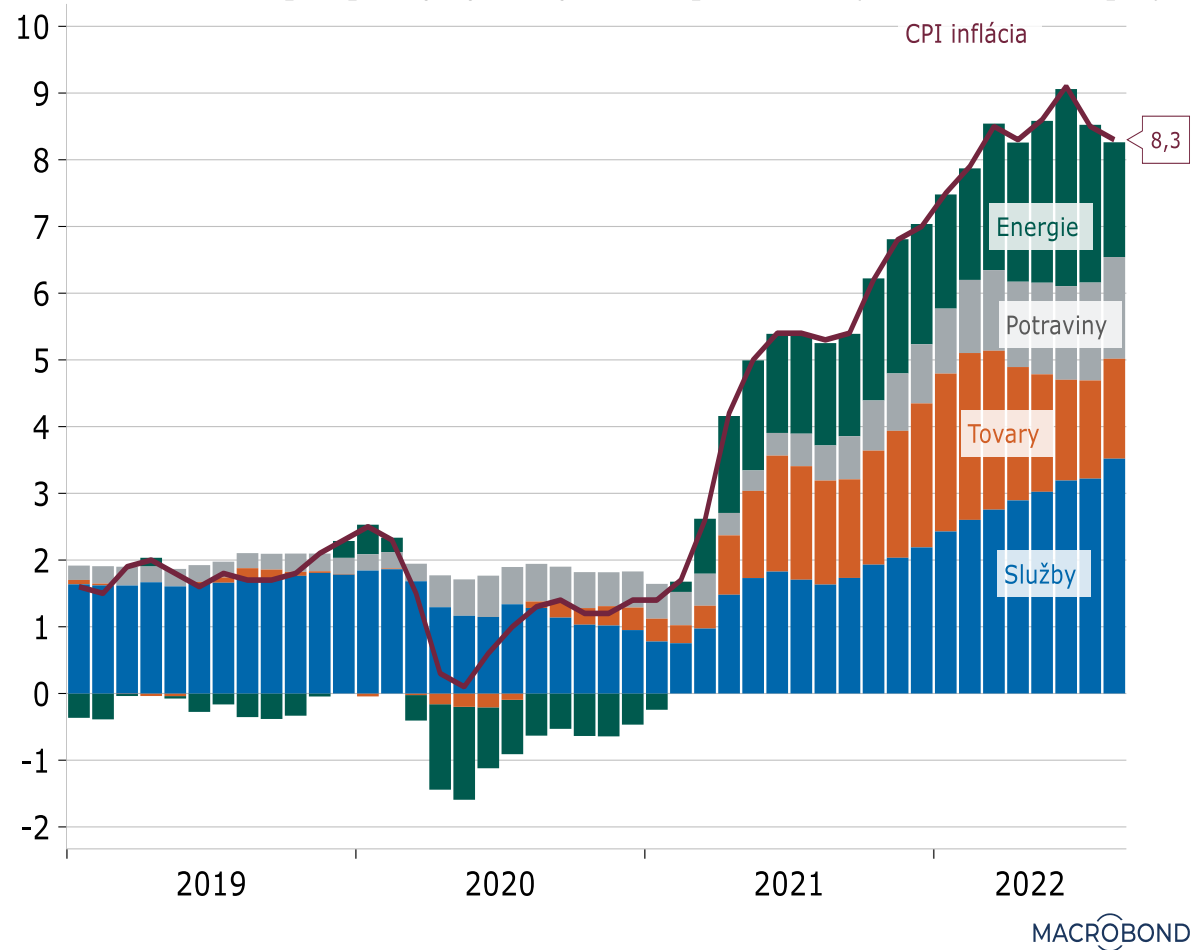
Rast v %	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Nominálna produktivita	4.1	-0.2	6.1	8.4	13.2	6.6	8.1
Nominálna priemerná mzda	7.8	3.8	6.9	9.0	11.6	8.4	7.7
Verejný sektor	13.4	8.6	6.7	6.4	14.2	4.6	6.6
Súkromný sektor	6.3	2.2	6.7	9.7	10.9	9.5	8.0

Zdroj: RRZ

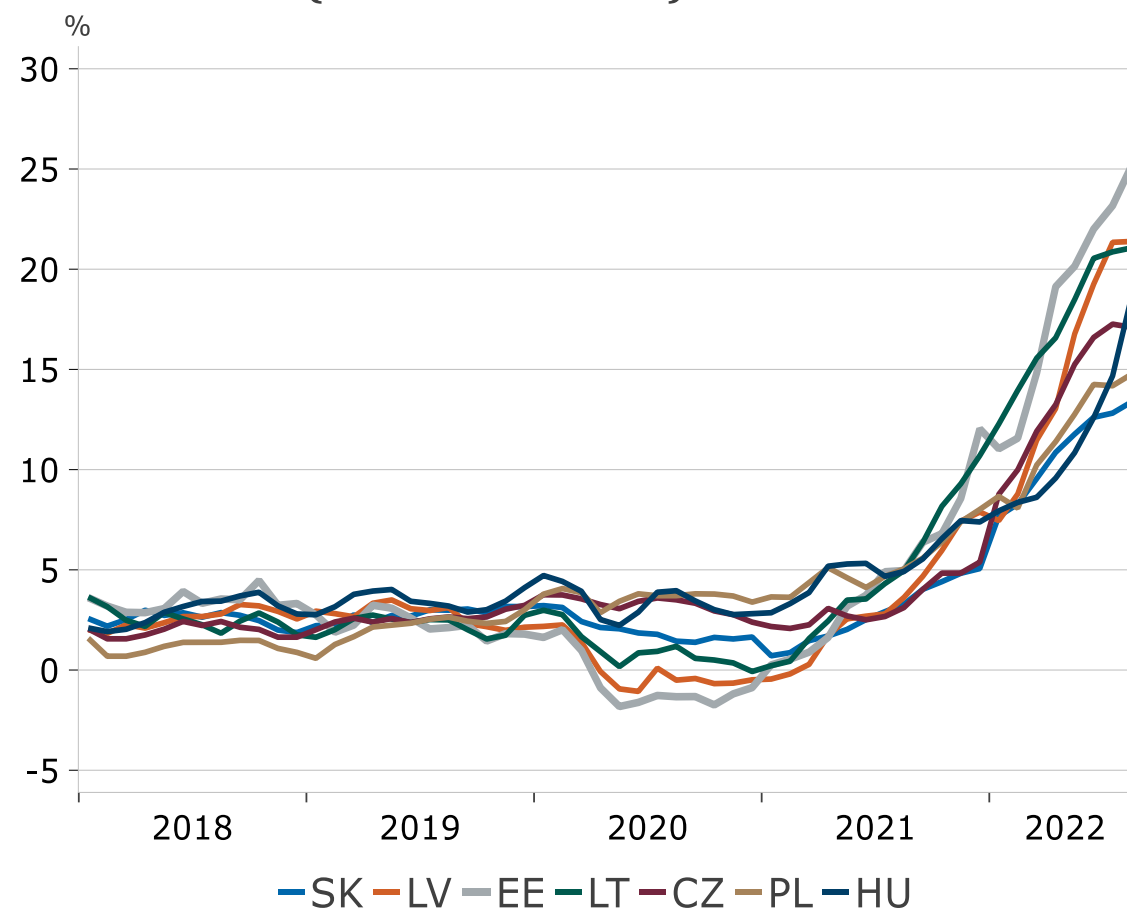
Aká inflácia je najzaujímavejšia z pohľadu menovej politiky ? Ktoré ceny nezávisia od domácej kúpyschopnosti ?

Inflácia v USA už spomaľuje, v Európe ešte bod obratu neprišiel

US: CPI inflácia a príspevky vybraných komponentov (medziročne %, p.b)



HICP inflácia (medziročne v %)



Tabuľka 4 Vývoj jednotlivých zložiek inflácie (medziročná zmena v %)

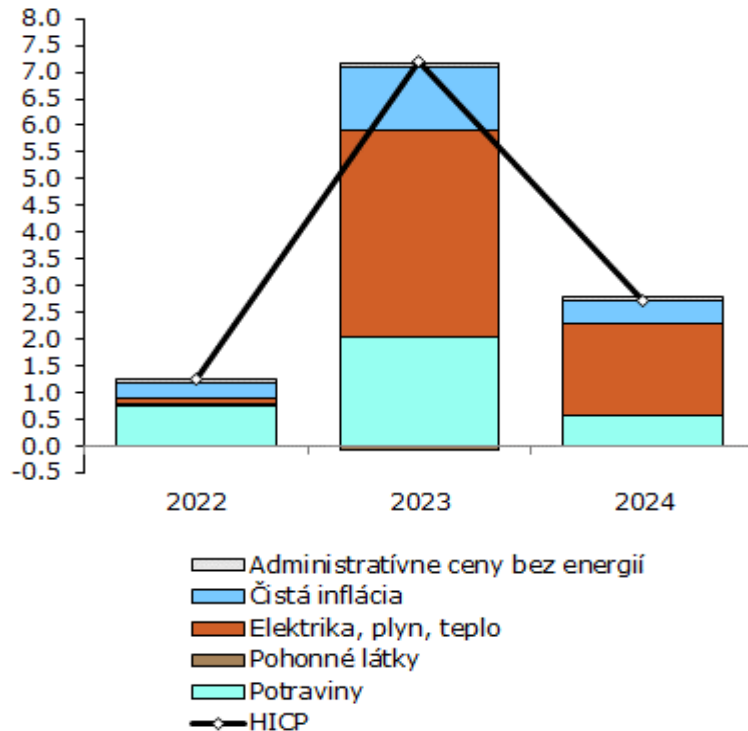
	Priemer 2004 – 2008 (predkrízové obdobie)	Priemer 2010 – 2014 (pokrízové euro obdobie)	2020	2021	2022	2023	2024
HICP	4,1	2,0	2,0	2,8	11,7	18,3	5,0
Potraviny	3,6	3,1	2,2	2,9	15,3	12,3	3,7
Priemyselné tovary bez energií	0,2	0,3	1,7	2,4	6,8	8,0	5,6
Energie	8,3	2,3	0,0	0,1	18,2	67,4	9,9
Služby	5,3	2,5	3,1	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

Inflácia – pohľad NBS

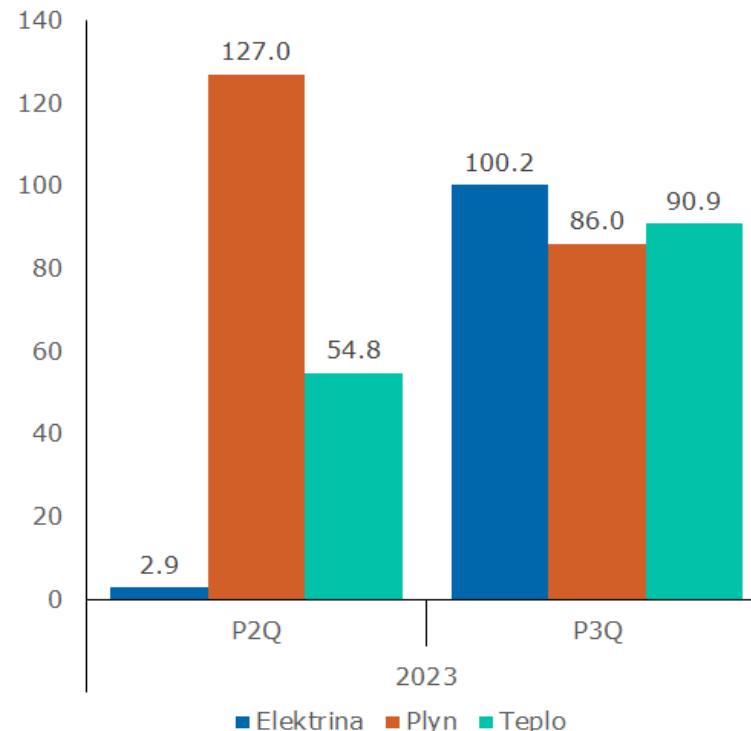
- Rast cien v roku 2022 takmer 12 %, rýchlo rastú všetky základné zložky
- Najmä energetické komodity a potraviny tlačia k výrazne vyššej inflácii v 2023 (18 %)
- Riziko predikcie – zvýšenie cien plynu a elektriny – miera opatrení s cieľom zmierniť vplyv cien komodít na trhu
- Plyn a elektrina pre domácnosti by bez opatrení narástli dvoj-, resp. štvornásobne oproti predošlému roku

P3Q oproti P2Q (rozdiel príspevkov v p. b.)



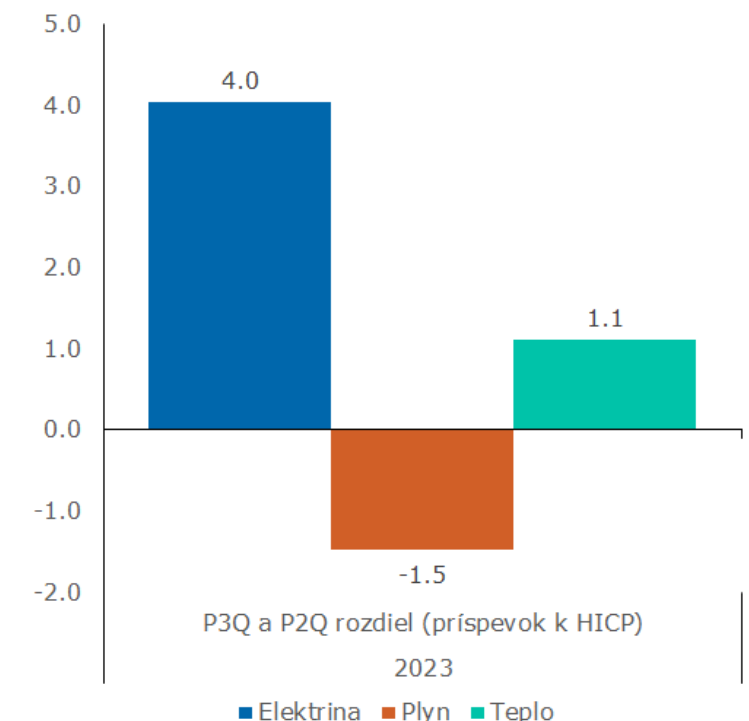
Zdroj: NBS

P3Q a P2Q – regulované ceny energií (v %)



Zdroj: NBS

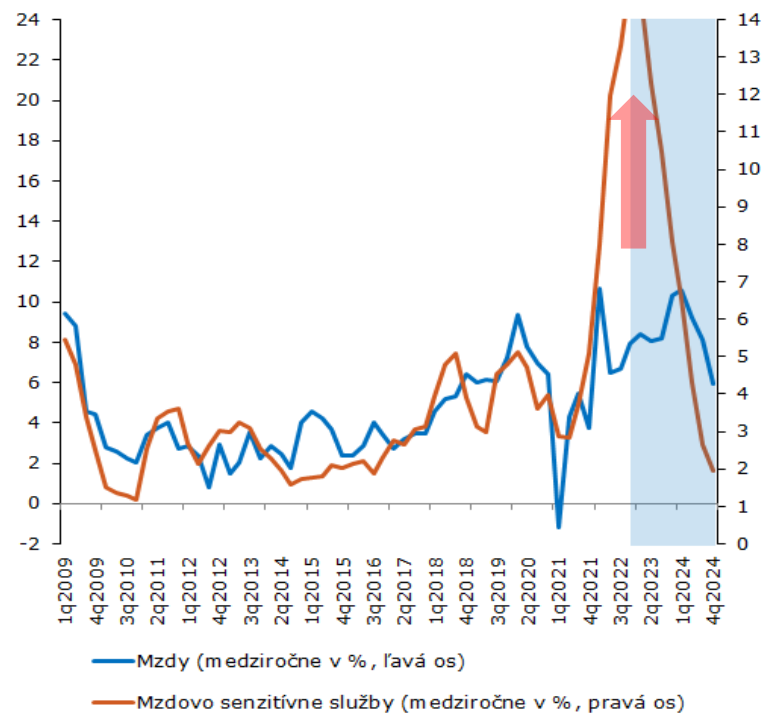
P3Q oproti P2Q – regulované ceny energií (rozdiel príspevkov k HICP v p. b.)



Zdroj: NBS

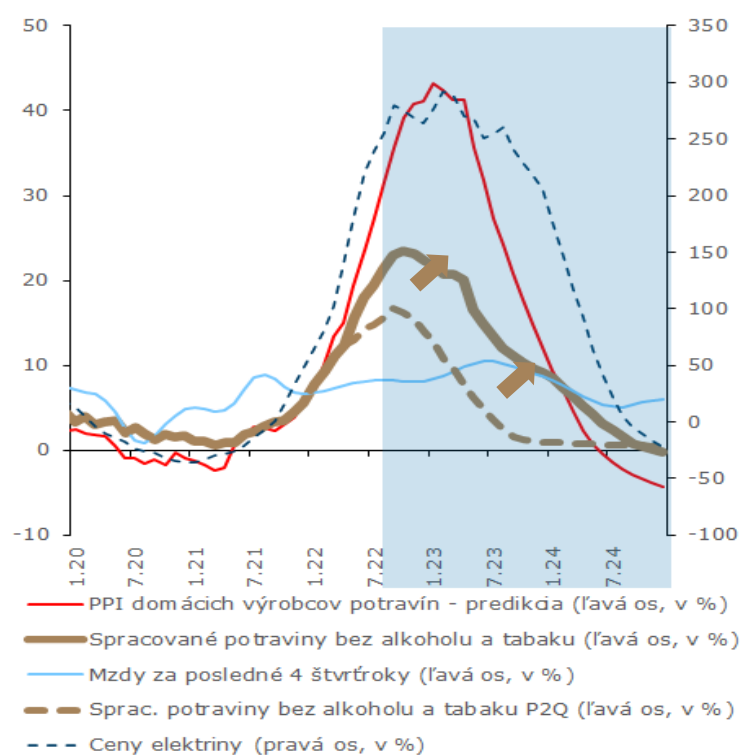
- „Mzdovo a dopytovo“ senzitivne služby (1/2 neregulovaných služieb) odtrhnuté od vývoja miezd (otvorenie ekonomiky, energie)
- Ceny energií by mali pôsobiť na vyššiu infláciu dlhšie
- Extrémne trhové ceny elektriny sa premietnu do pomalšieho spomaľovania cien priemyselných tovarov
- Vysoké ceny priemyselných výrobcov a energie – vyšší rast cien potravín oproti letnej predikcii

Ceny služieb a mzdy (medziročná zmena v %)



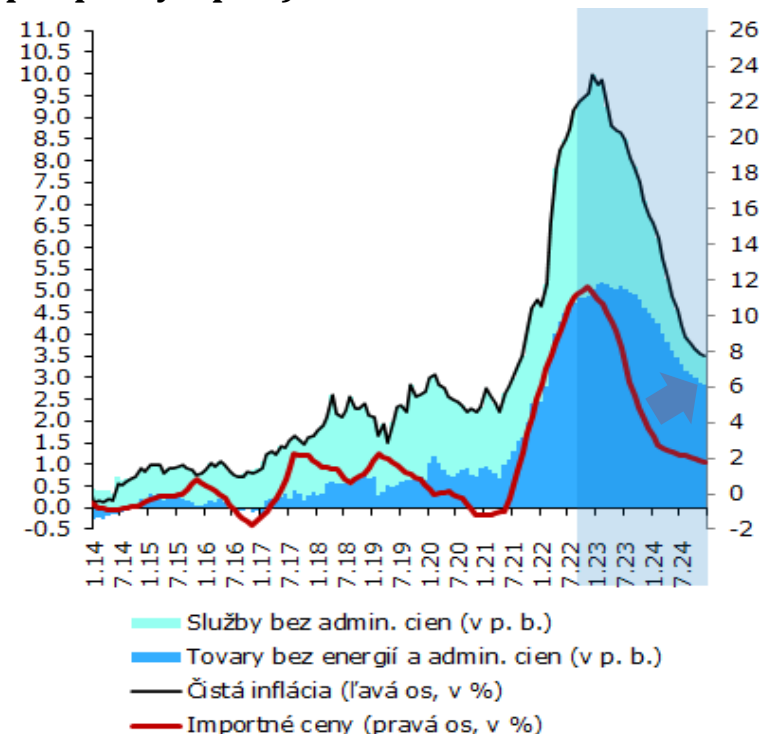
Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Ceny potravín (medziročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Čistá inflácia (medziročná zmena v %, príspevky v p. b.)



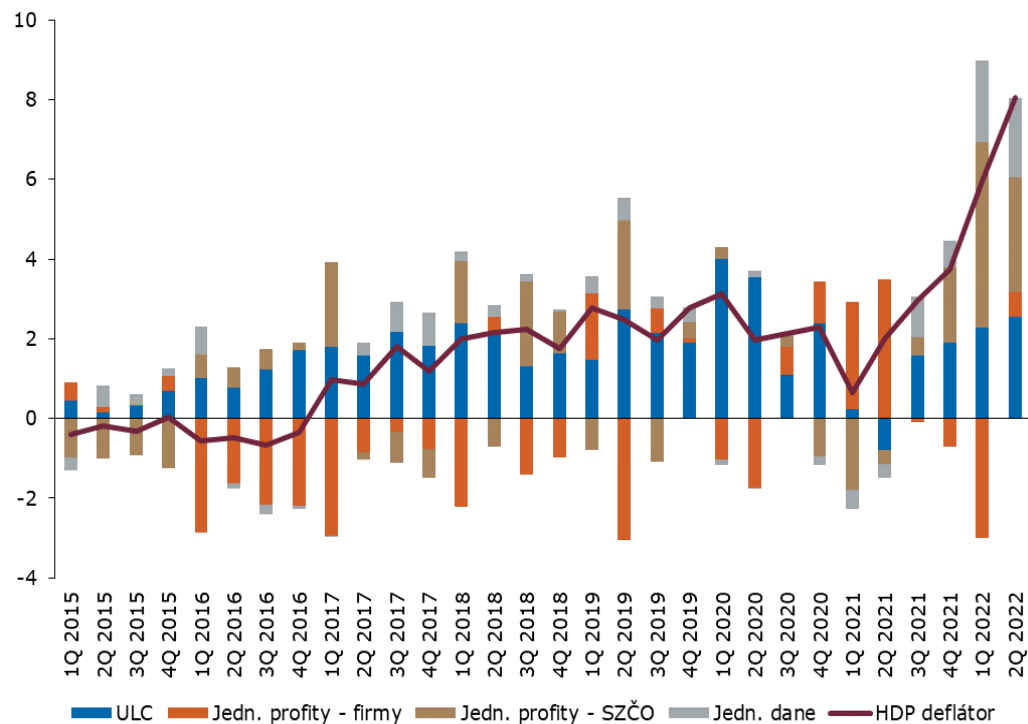
Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Rovnovážna inflácia pre SK je okolo 2,5% za predpokladu, že EA inflácia je na 2%.

Od prijatia eura je priemer inflácie doteraz 1,7% na SK, najmä kvôli nižšiemu rastu cien po finančnej kríze. Ak by sme pridali aj prognózu do konca 2025, priemer by bol 3,3%.

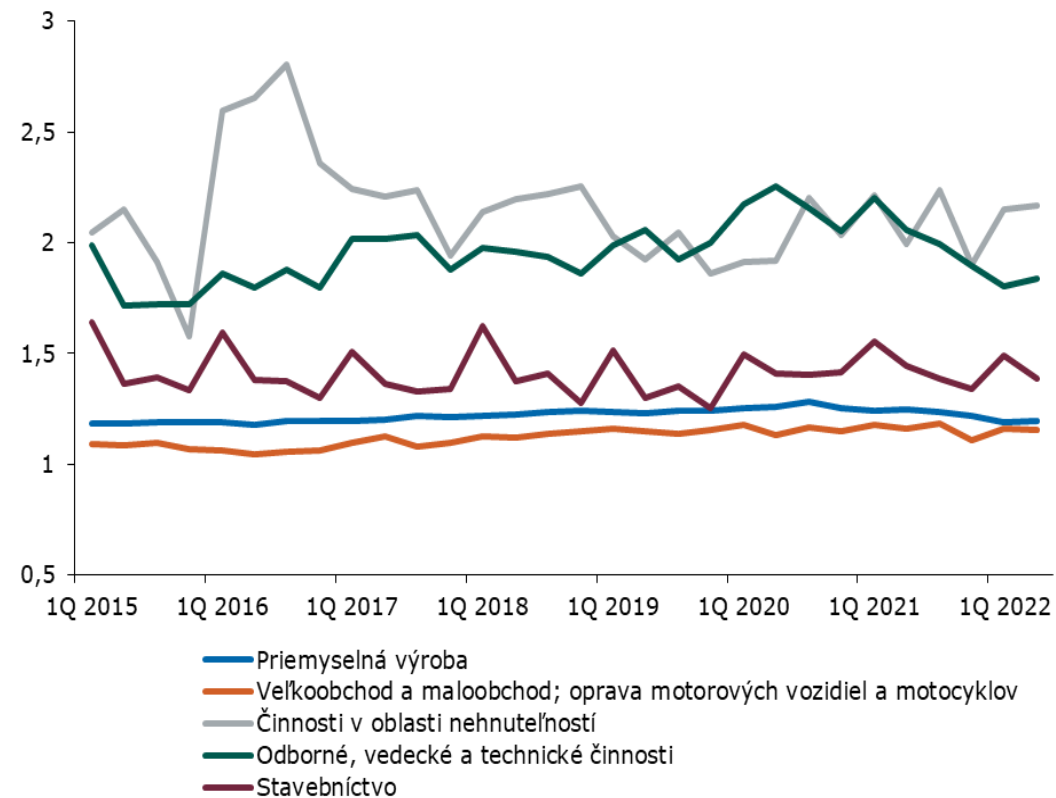
Box: Ziskovosť firiem zostáva konštantná

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



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

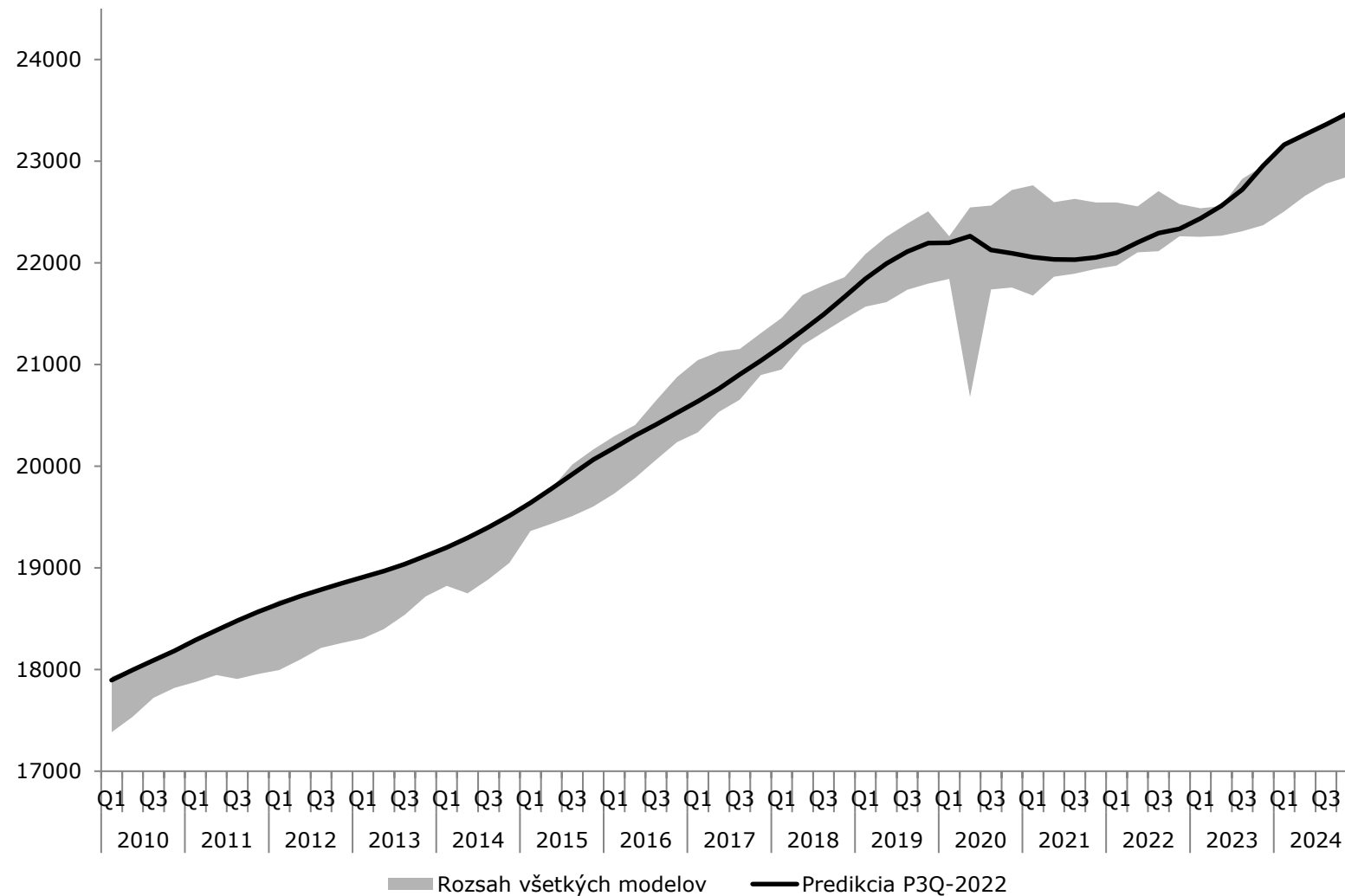
Vývoj ziskových prirážok vo vybraných sektoroch



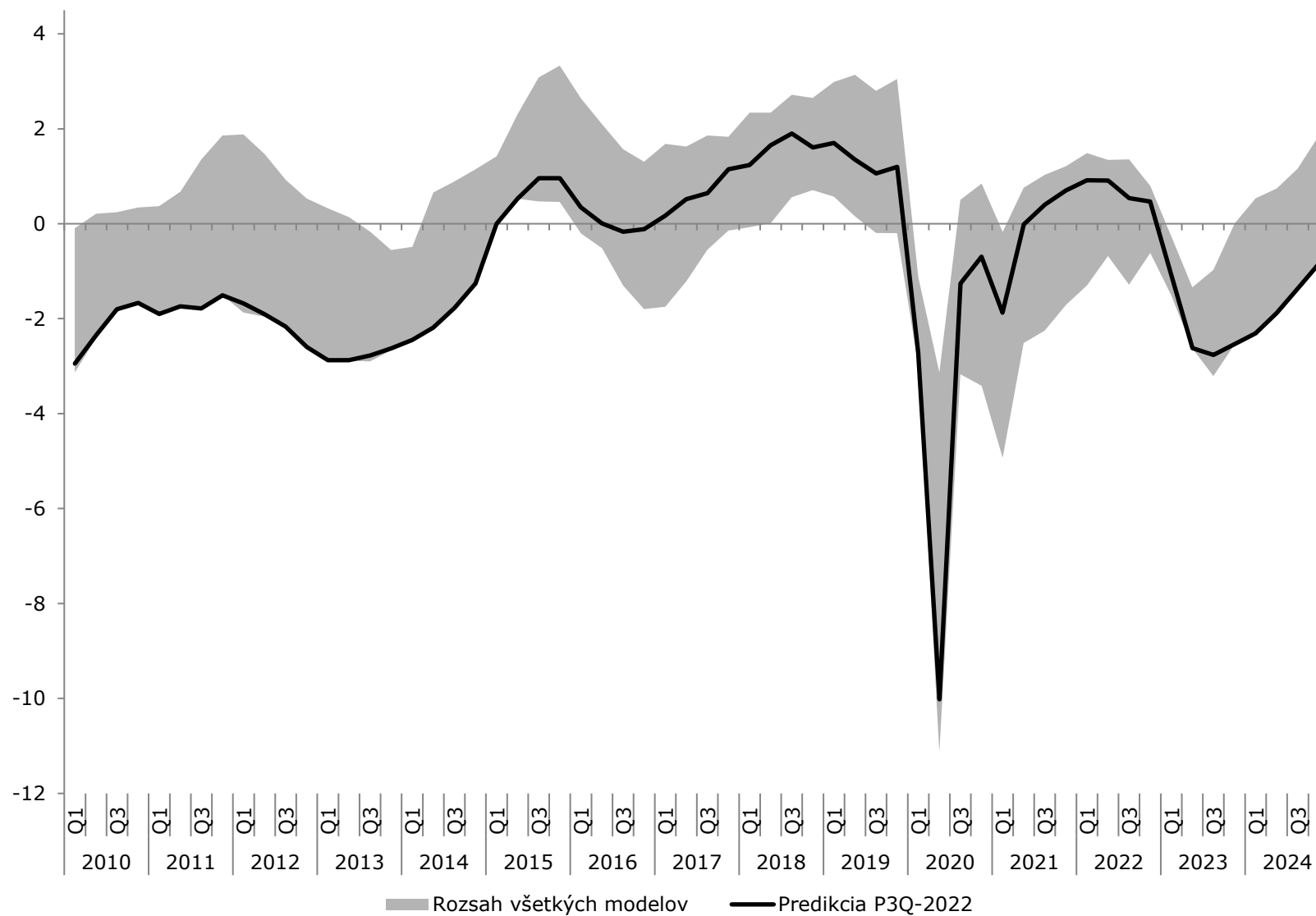
Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Okrem inflácie, čo je najzaujímavejšia štatistika z pohľadu menovej politiky ?

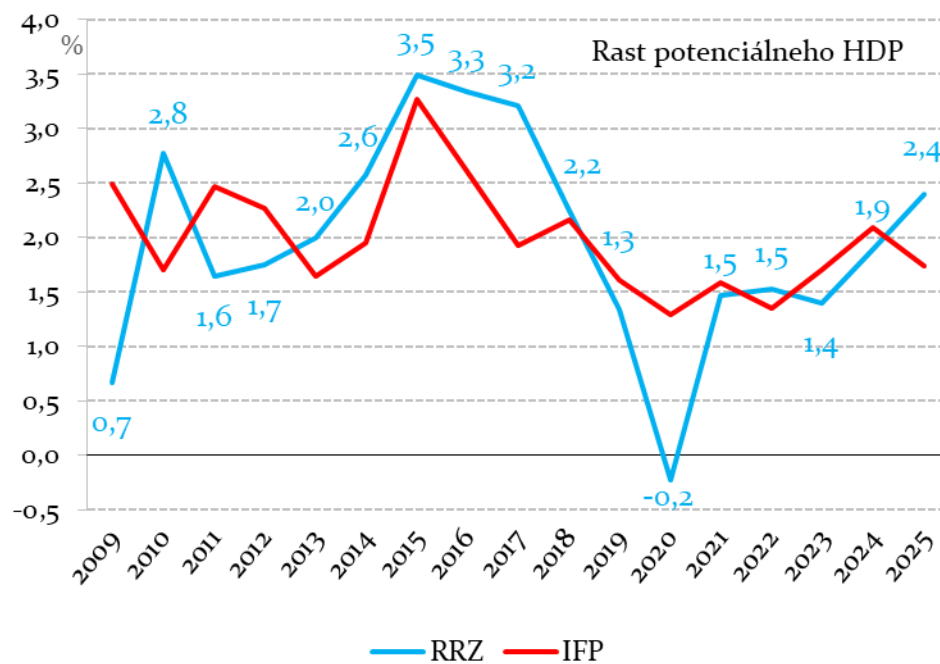
Potenciálne HDP



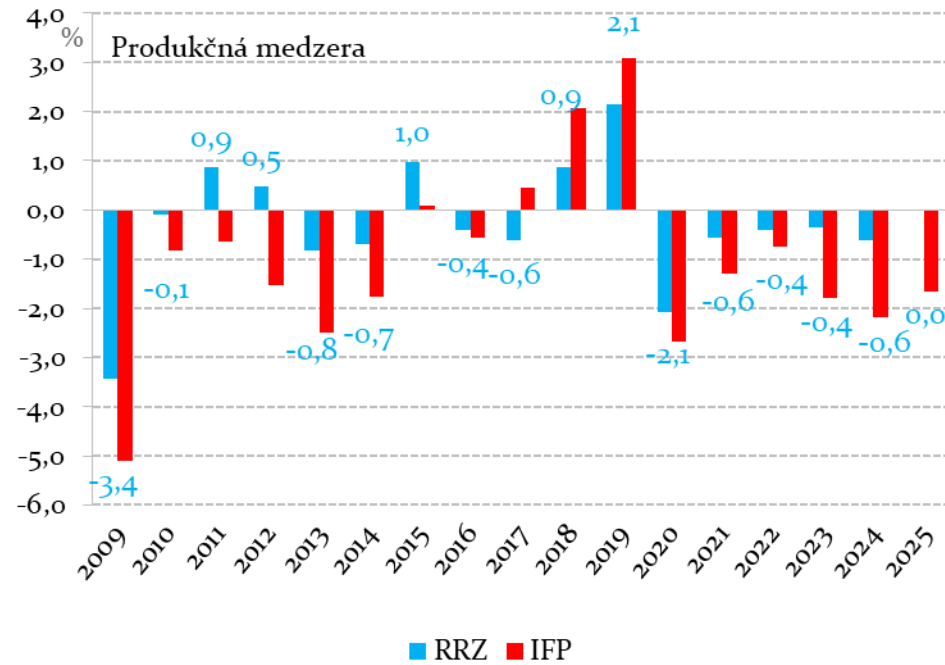
Produkčná medzera



Odhady produkčnej medzery podľa RRZ a IFP



Zdroj: RRZ, IFP, NBS



Zdroj: RRZ, IFP, NBS

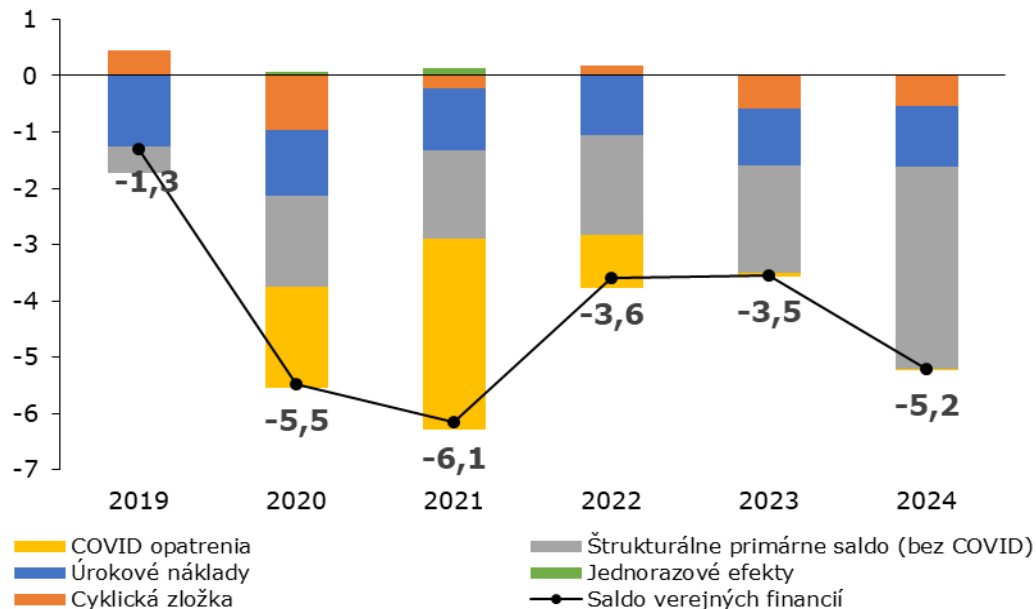
- Pre slabý domáci dopyt zostáva ekonomika podchladená až do roku 2024, iné domáce inštitúcie prognózujú ešte horší vývoj ekonomického cyklu; Prognóza RRZ počíta stále so solídnym vývojom na trhu práce
- V roku 2024 sa podchladenie prehĺbi - vyprchajú EÚ fondy

Ako krátkodobo vplýva bilancia verejných financií na dopyt a rast ?

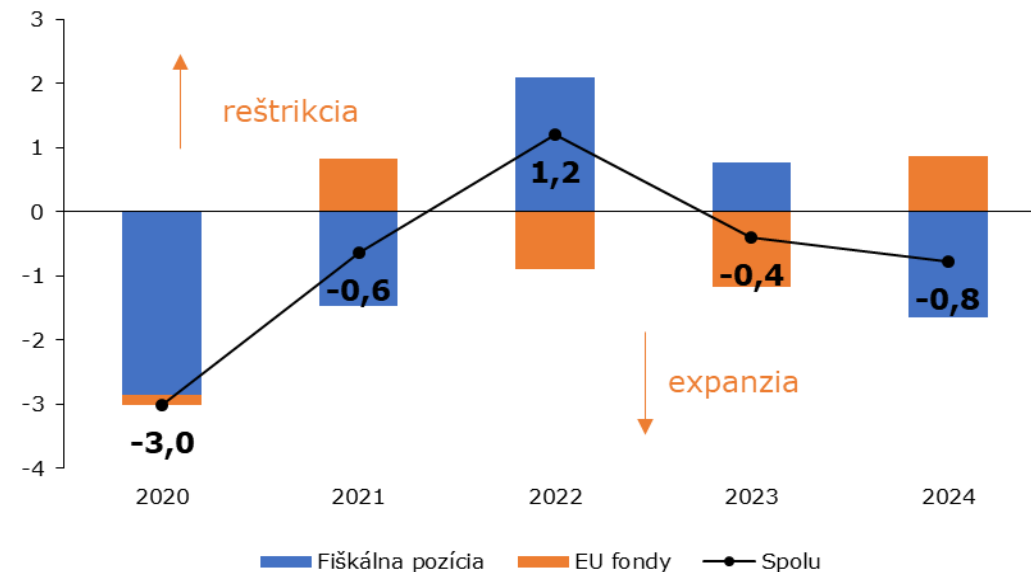
- **2022 - deficit verejných financií na úrovni 3,6 % HDP**
 - medziročné zlepšenie kvôli nízkej potrebe COVID opatrení a pozitívnemu vplyvu inflácie na daňové príjmy
 - vyššie príjmy pokrývajú zvýšené výdavky
- V horizonte prognózy však zhoršenie štrukturálneho salda, **oneskorený negatívny vplyv inflácie na bežné výdavky** – zvyšovanie sociálnych výdavkov, valorizácia miezd, vysoké výdavky na tovary a služby

	2021	2022	2023	2024
Hospodárenie VS (% HDP)	-6,1	-3,6	-3,5	-5,2
Revízia (p. b.)	0,0	0,0	-0,4	-0,6

Rozklad salda verejných financií (% HDP)



Fiškálna pozícia a stimul EU fondov (p. b. HDP)

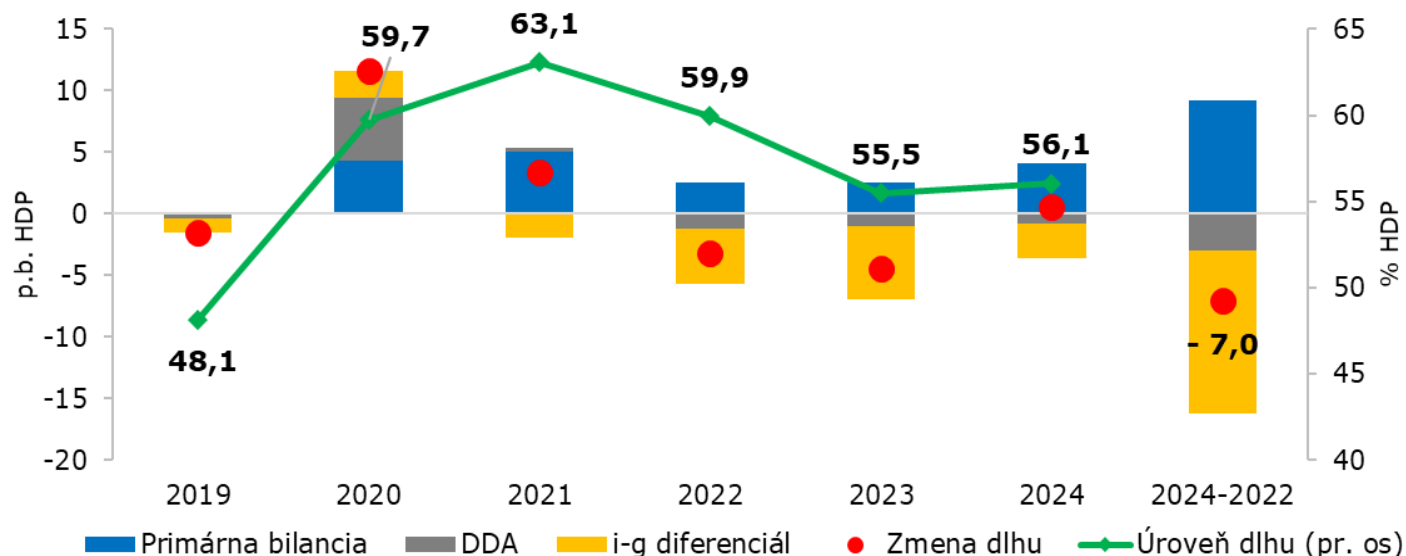


Verejný dlh klesá pod 60 % ... avšak ostáva nad horným sankčným pásmom

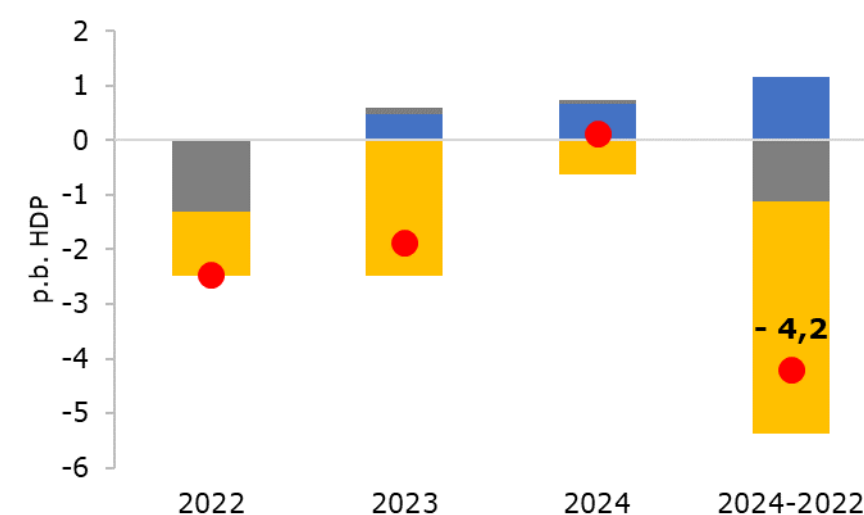
- Epizóda klesania dlhu (2022 – 2023) prerušená v 2024 pri vyššom deficite
- Rozpočtový deficit faktorom finančnej potreby štátu v celom horizonte
- V 2022 priaznivo pôsobí odlev privátnych vkladov zo Štátnej pokladnice
→ (pokles vkladov metodicky znižuje verejný dlh, motivácia výhodnejšieho úročenia v KB)
- Cenový efekt v denominátore HDP znižuje relatívny ukazovateľ najmä v 2023 (i-g diferenciál)
- Pravdepodobná aktivácia dlhovej brzdy v 2023 (uplynie 2-ročná ochranná lehota od schválenia programového vyhlásenia vlády)

Poznámka: Prechodná horná hranica sankčného pásma v 2022 je 55 % HDP, ďalšie roky sa znižuje o 1 p. b. až do roku 2027

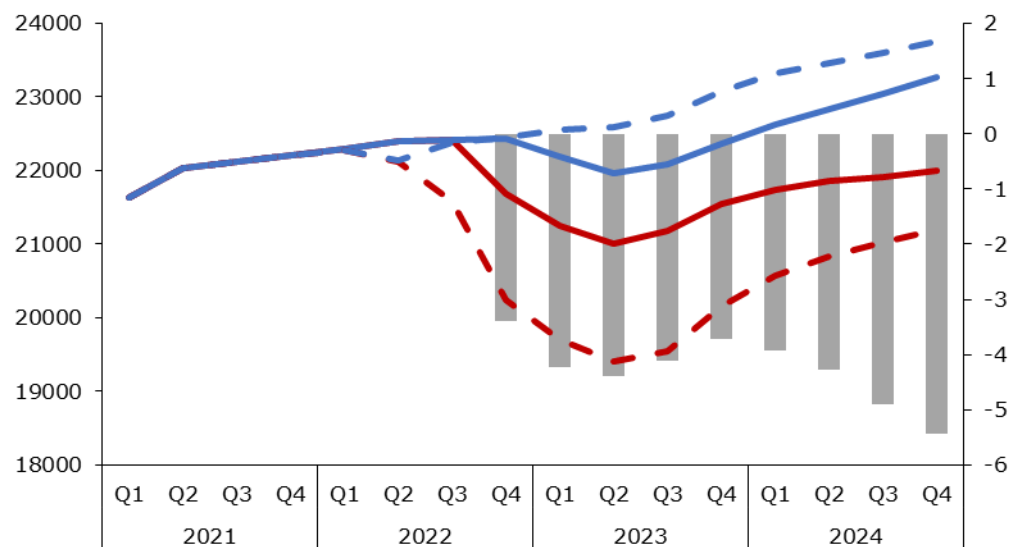
Verejný dlh (% HDP)



Revízia voči P2Q-2022 (p. b. HDP)



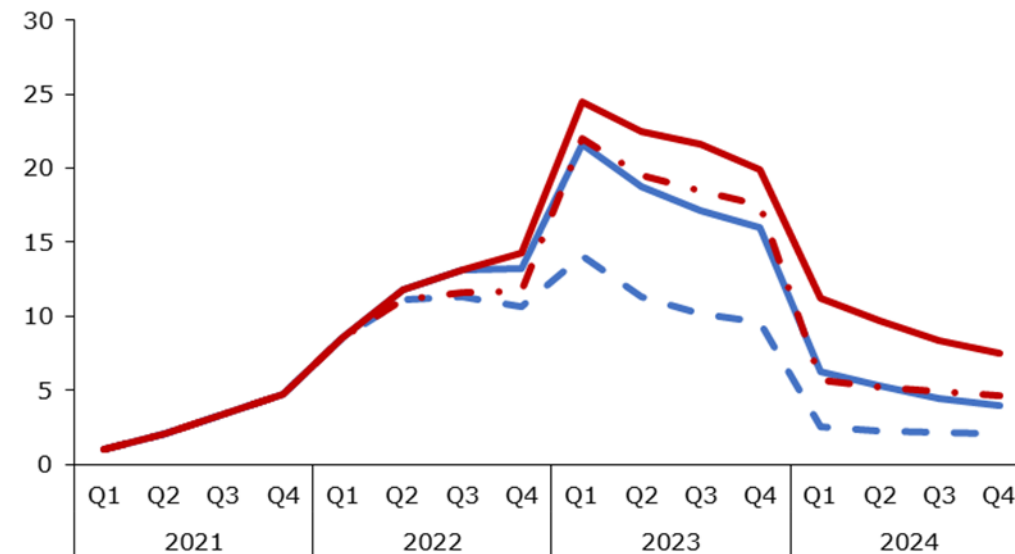
Úroveň HDP



- Odchýlka od levelu v % (pravá os) - Rizikový scenár P3Q vs. P3Q 2022
- Rizikový scenár P3Q
- P3Q-2022
- - Rizikový scenár P2Q
- - P2Q-2022

Zdroj: NBS

HICP inflácia (medziročná zmena v %)



- P3Q-2022
- Rizikový scenár P3Q
- - P2Q-2022
- . Rizikový scenár P2Q

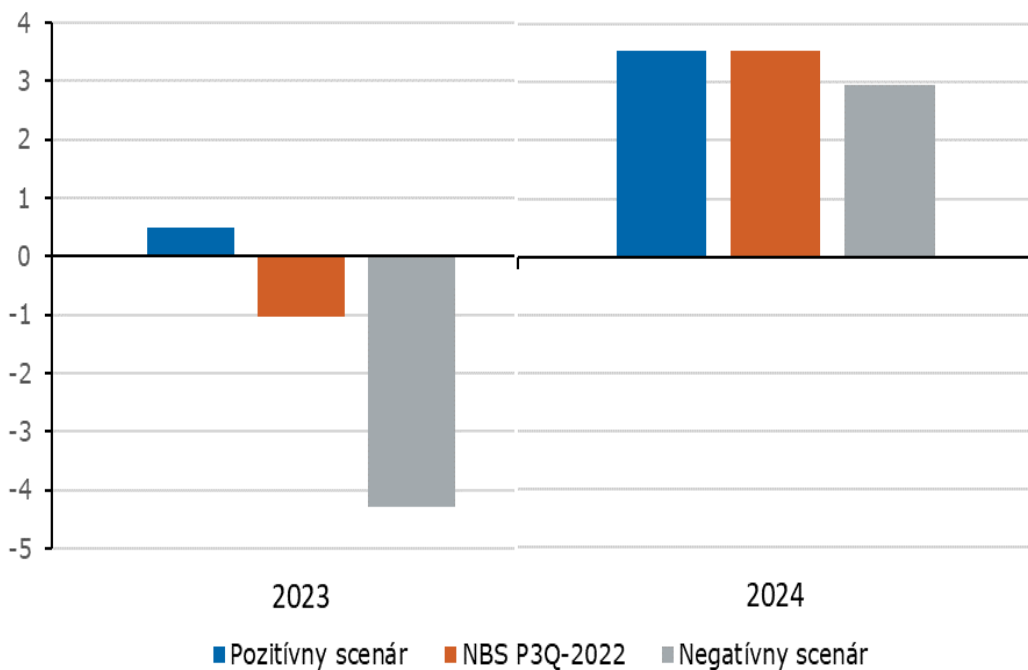
Zdroj: NBS

Pozitívny scenár

Ceny energií (plyn, teplo a elektrická energia) by vzrástli v budúcom roku o 50 %

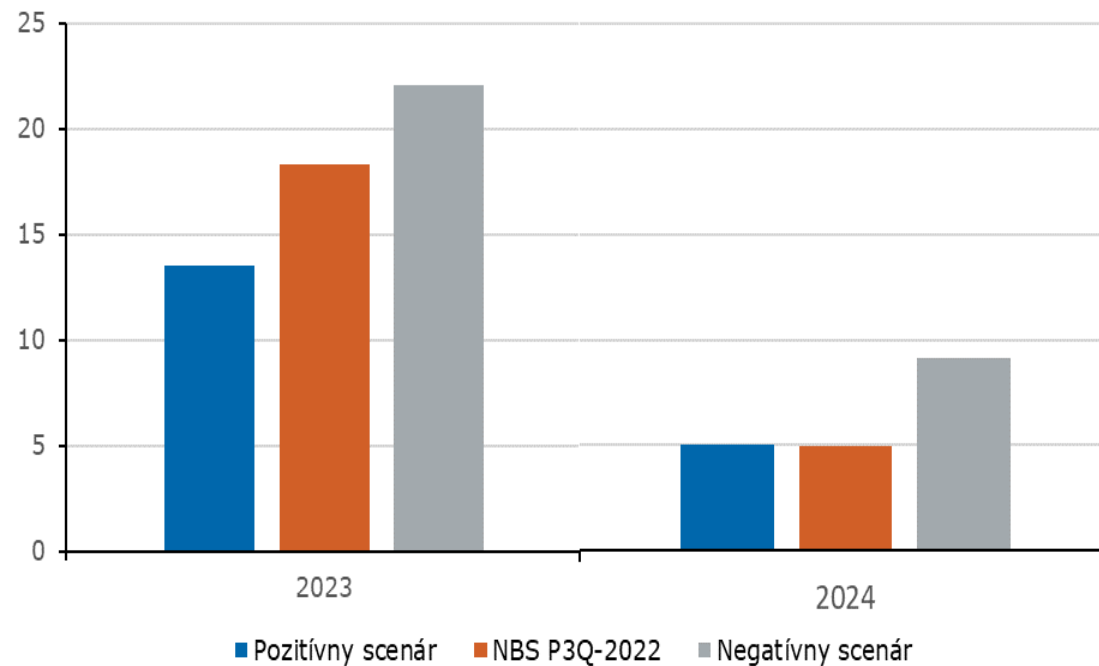
- inflácia 13,5 %
- vyhli by sme sa recesii – ekonomika by vzrástla o 0,5 %

Rast HDP (medziročná zmena v %)



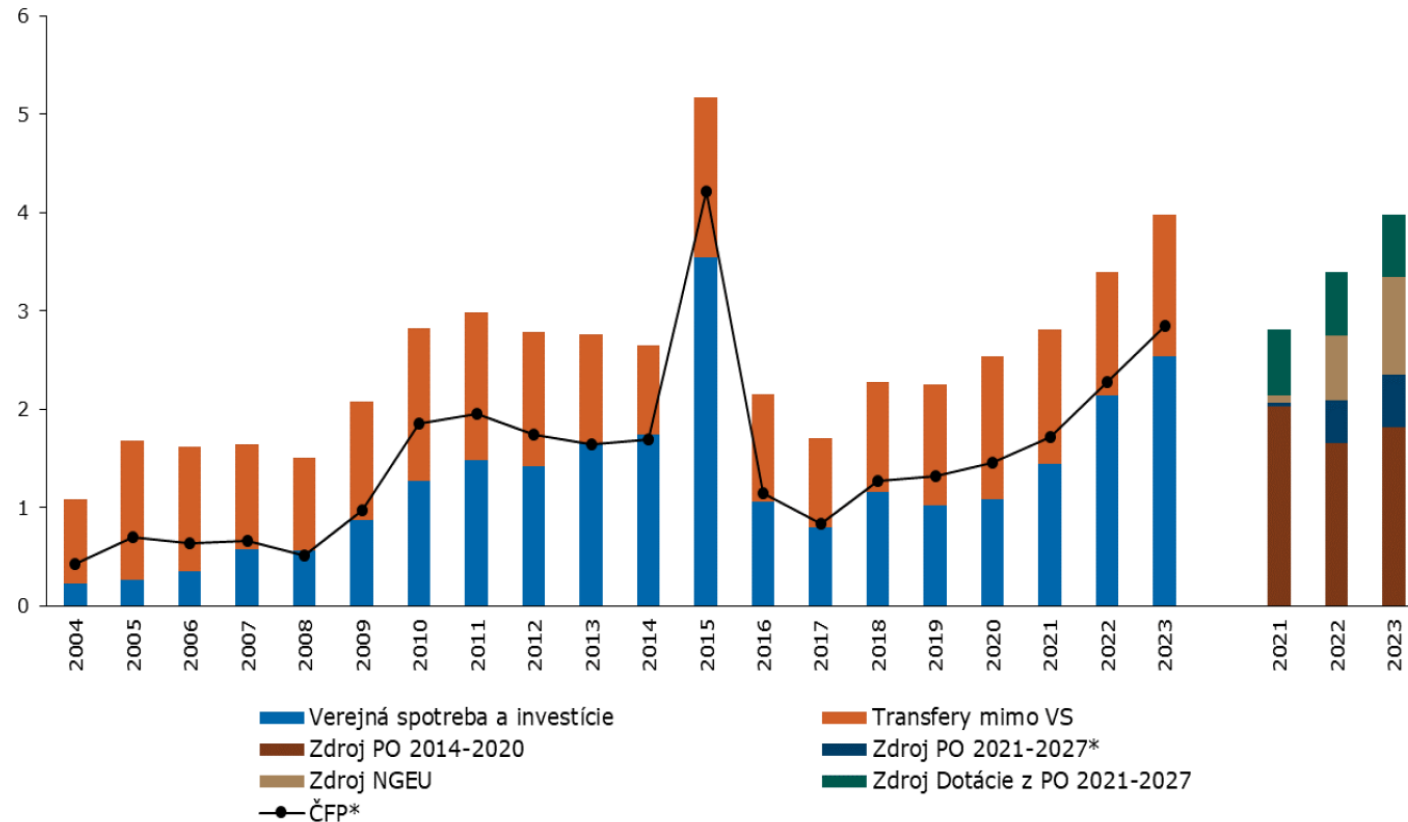
Zdroj: NBS

HICP inflácia (medziročná zmena v %)



Zdroj: NBS

Graf 30 Čerpanie zdrojov EÚ a čistá finančná pozícia Slovenska (% HDP)



Zdroj: Výpočty NBS

* Očistené o náklady výberu vlastných zdrojov EÚ.

** Zdroje z PO 2021 - 2027 sú očistené o dotácie, ktoré sú v grafe znázornené samostatne.

*** Čerpanie z PO 2014 - 2020 v horizonte prognózy nepokrýva predpoklad o transferoch do tzv. finančných nástrojov, čo sú finančné operácie. V metodike ESA-2010 nie sú súčasťou čerpania v rámci nefinančných operácií.

Poznámka: VS - verejný sektor, ČFP – čistá finančná pozícia.

- Neistota budúceho vývoja je mimoriadne vysoká. Inflačné tlaky doliehajú na finančnú situáciu domácností a firiem najmä v Európe. Sprísňovanie menovej politiky v globálnom meradle bude tmiť spotrebiteľský dopyt.
- Energetická kríza a rastúce vstupné náklady potiahnu infláciu v budúcom roku cez 18 %. Pokles na jednocifernú hodnotu predpokladáme v roku 2024, keď odznejú vysoké trhové ceny energií.
- Slovenská ekonomika sa miernej recesii v budúcom roku pravdepodobne nevyhne. Reálne príjmy sa prepadnú, čo spôsobí pokles spotrebiteľského dopytu.
- Nepriaznivým dôsledkom poklesu ekonomickej aktivity sa nevyhne ani trh práce. Zanikne časť pracovných miest a rozšíria sa rady nezamestnaných.
- Riziká v aktuálnom výhľade sú mimoriadne vysoké. Ekonomika sa môže prepadnúť do hlbšej recesie v prípade nedostatku plynu. Inflácia môže byť vyššia, ale aj nižšia v závislosti od vládnych opatrení na tmenie rastu regulovaných cien.

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: ŠÚ SR, NBS

Poznámka: Reálne mzdy deflované infláciou CPI.

- **Ekonomika v budúcom roku spomalí a porastie len vďaka eurofondom o 1,4 %, dobré časy sa odsúvajú**
- **v 4Q22 očakávame ekonomický pokles o 0,3 %, 1Q23 bez rastu**
- **Spotreba domácností začne klesať už v 3Q2022, zotavovať sa zo šoku v reálnych disponibilných príjmoch bude postupne od 2Q23, trh práce však bude naďalej prekvapivo odolný (zamestnanosť neklesne celoročne, verejné mzdy – politický cyklus)**

Porovnanie prognóz rastu HDP , IFP vs. RRZ

HDP reálny rast Inštitúcia	Skutočnosť		Prognóza				Zmena oproti pôv.			
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
RRZ (september 2022)	-4,4	3,0	1,7	1,4	1,6	3,0	+0,0	-1,0	-0,1	+0,1
IFP (september 2022)	-4,4	3,0	1,9	0,6	1,7	2,3	+0,0	-2,0	-1,6	+0,4