

Ekonomický a menový vývoj - jar 2022



Odbor ekonomických
a menových analýz



29. marec 2022

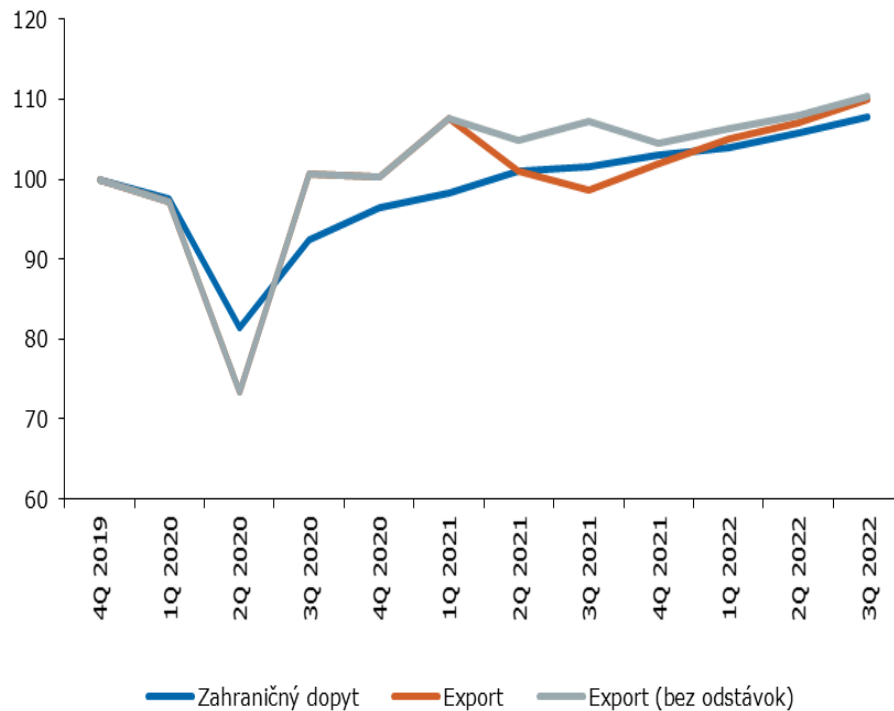
- **Horší predpokladaný výhľad ekonomiky už pred vojnou** (zhoršenie nálad v priemysle - chýbajúce súčiastky, utlmenie nadmerného dopytu po tovaroch, slabšia spotreba – horší vývoj reálnych príjmov a pokles úspor) a zároveň **rastúce inflačné tlaky**
- **Vojna ešte umocnila prehodnotenie rastu hospodárstva a zvýšila inflačné odhady, veľká neistota v ďalšom vývoji**
- **Dva scenáre – miernejší vojnový** s rastom ekonomiky 2 až 3 % v najbližších rokoch pri vrcholiacej inflácii v budúcom roku približne na 10 % a **dramatický** s prechodným zastavením rastu hospodárstva a infláciou tesne pod 14 %
- Najdôležitejšie kanály: slabší zahraničný dopyt + krátkodobo narušené dodávateľské reťazce, spotrebiteľský dopyt najmä v budúcom roku cez pokles reálnych príjmov (regulované ceny energií)
- Hospodárenie vlády sa zhorší – hrozia vysoké deficity (4 až 6 %) vplyvom pomoci Ukrajine a financovania migračných pohybov
- Vojna predstavuje opäť ďalšiu výzvu pre verejné politiky

- Slovensko je v dodávkach zemného plynu závislé od dovozu z Ruska (v roku 2020 to bolo 85 % z celkového dovozu zemného plynu). Prípadný 20 % výpadok plynu by mohol znížiť úroveň reálneho HDP o 0,6 až 1,4 %. Ceny priemyselných výrobcov by sa mohli pri raste ceny plynu o 185 % zvýšiť v rozsahu 1,6 až 2,6 %.
- Dodatočné výpadky nad rámec výpadku čipov z dôvodu narušenia dodávateľských reťazcov sme odhadli na základe nasledovného vzťahu s barometrom narušenia globálnych ponukových reťazcov od New York FED a indexom komoditných cien čistého exportu pre Slovensko od Medzinárodného menového fondu. Týmto prístupom sa podarilo nasimulovať prerušené logistické a dodávateľské väzby, ktoré vznikli vojnou na Ukrajine.
- Ceny nehnuteľností vzrástli v poslednom štvrtroku 2021 približne o 22 %, čo výrazne prekonallo zvýšenie príjmov a viedlo tak k zhoršeniu dostupnosti bývania. Tá sa však len dostala späť na svoju dlhodobú úroveň. Iný pohľad na trh nehnuteľností – kompozitný index naznačil, že ceny nehnuteľností sa dostali do pásma vysokého rizika korekcie.
- Snaha odhaliť „Kolumbovu ženu“ – rovnovážnu reálnu úrokovú mieru (tzv. r^*). V prípade Slovenska je odhadnutá rovnovážna reálna úroková miera už desaťročie záporná a do veľkej miery odzrkadľuje vyššie úspory v ekonomike. S odhadom r^* ako nepozorovanej veličiny je spojená neistota. Aj po zohľadnení celej šírky neistoty okolo odhadu sa prirodzená úroková miera nachádza hlboko v zápornom pásme.

Scenár bez vojny

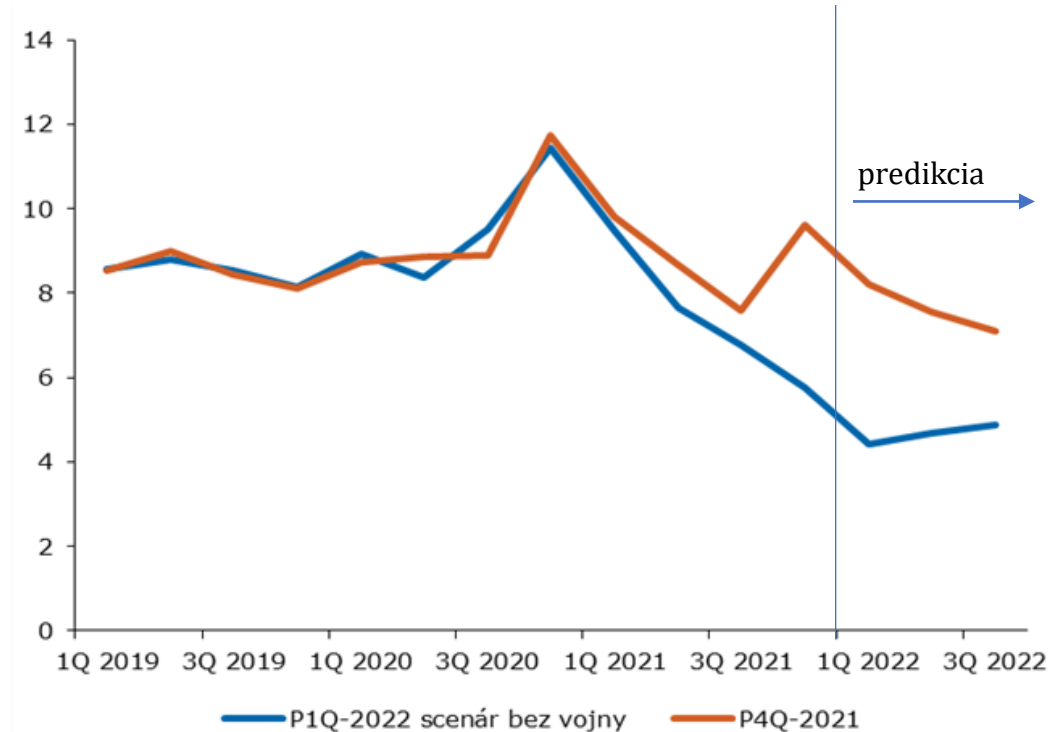
- Zhoršenie výhľadu ekonomickej aktivity** – nedostatok komponentov, slabší zahraničný dopyt, zo súkromnej spotreby uberie rýchly rast cien, priestor čerpať z nadmerných úspor v ďalších rokoch bude obmedzený, v tomto roku je predpoklad, že domácnosti ešte vyhladia svoju spotrebu a siahnu na úspory

Zahranický dopyt a vývoz (index, 4. Q 2019 = 100)



Zdroj: EK

Miera úspor (% disponibilného príjmu)

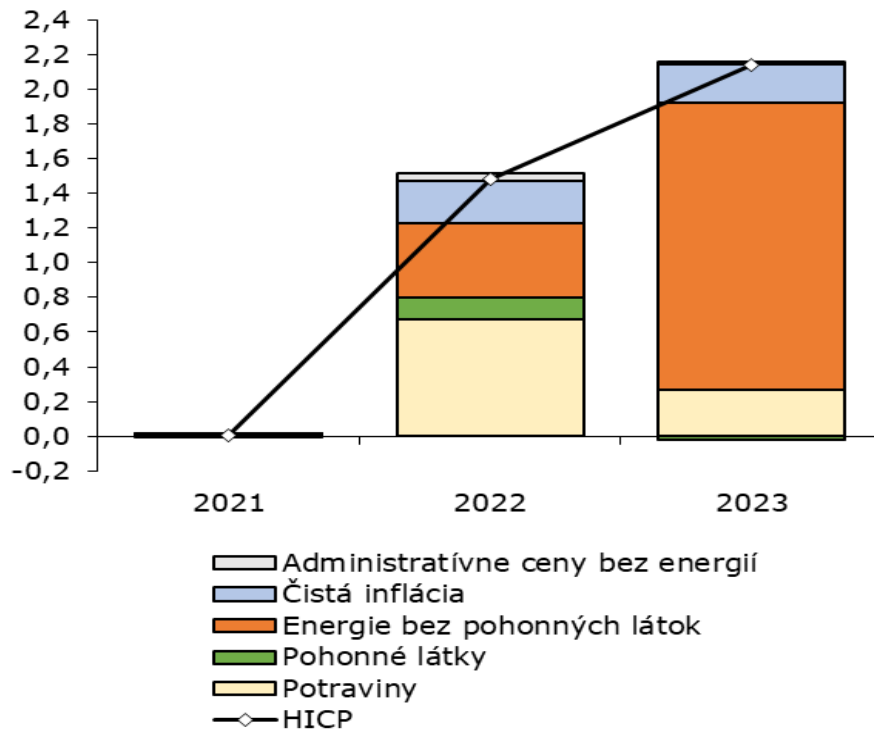


Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Scenár bez vojny

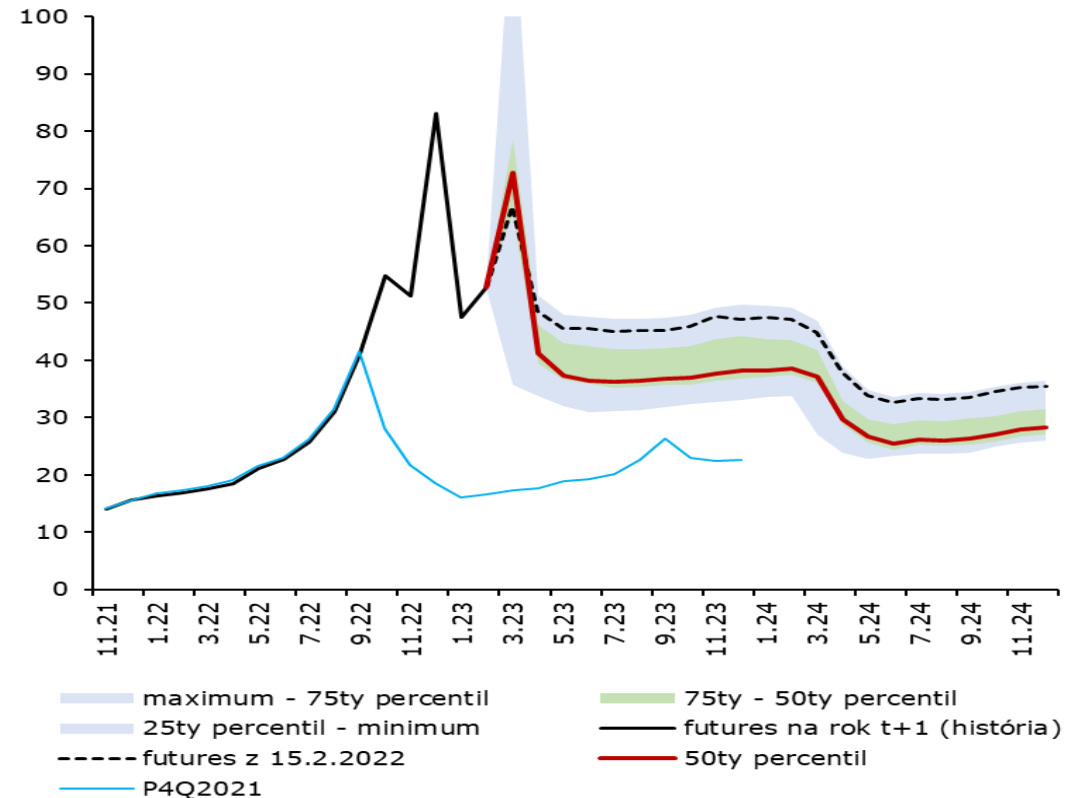
- Inflácia** – rýchlejšia oproti decembrovej predikcii, pre tento rok rýchlejší ako predpokladaný rast začiatkom roka (potraviny, v menšej miere aj ostatné položky), v ďalšom roku prehodnotenie rastu regulovaných cien energií vyššie (obrovský nárast trhových cien plynu)

Prehodnotenie inflácie oproti decembru (p. b.)



Zdroj: NBS

Ceny futures pre plyn (EUR/MWh)



Zdroj: NBS

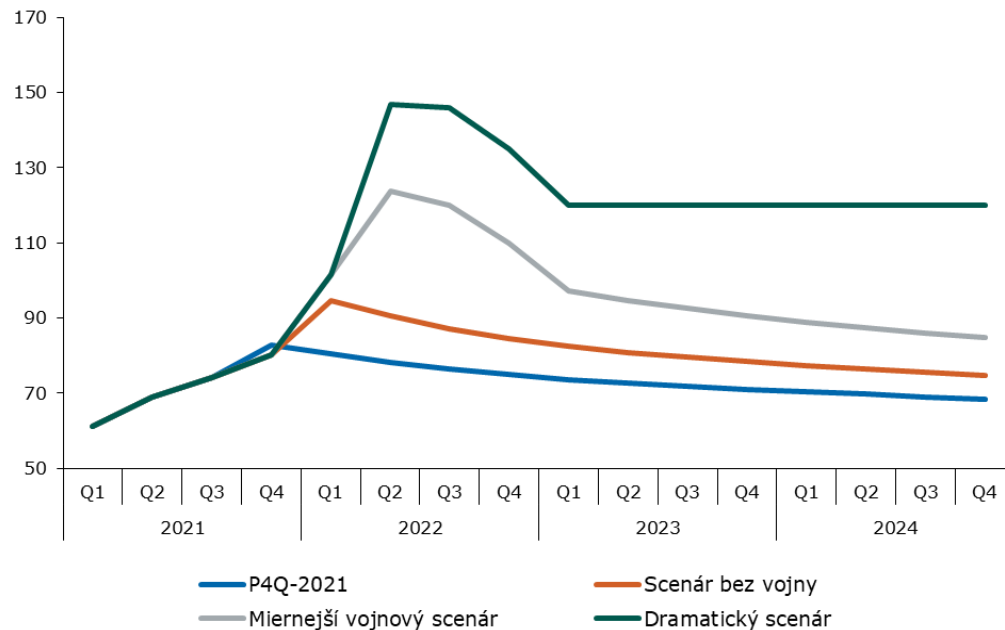
Nastavenie scenárov

	Miernejší scenár vojenského konfliktu	Dramatický scenár vojenského konfliktu
Popis scenára	<i>Relatívne krátkodobé trvanie konfliktu, sankcie voči Rusku do konca roka 2022, narušenie energetického trhu sprevádzané dočasným prerušením dodávok plynu z Ruska, vyššími cenami energií a krátkodobými finančnými dôsledkami.</i>	<i>Dlhotrávajúca eskalácia konfliktu spôsobí trvalé narušenie obchodu a dodávok energie. Vyššia cenová citlivosť energetického trhu na poruchy a dodatočné finančné sprísnenie.</i>
Obchod s Ruskom a globálne hodnotové reťazce (GVC)	Pokles dovozu z Ruska o -30 % v roku 2022, čiastočný návrat na -20 % v roku 2024. Dočasné narušenie GVC.	Dlhodobé narušenie GVC a obchodu s Ruskom, pokles dovozu z Ruska o -30 %.
Energetické komodity	Dočasné zastavenie dodávok ruského plynu do EÚ v roku 2022 bez vplyvu na produkciu (predpokladaná optimalizácia a využitie alternatívnych zdrojov). Nárast energetických futures s vrcholom v polovici roku 2022, následný pokles.	Pretrvávajúce prerušenia dodávok ruského plynu do EÚ budú len čiastočne kompenzované z iných zdrojov (-20% trvalé zníženie dodávok). To by mohlo spôsobiť obmedzenia vo výrobe s odhadovaným efektom -1,4 % na rast HDP. Ceny energií, najmä plynu, zostanú zvýšené, pretože ruský plyn nebude možné plne nahradiť.
Finančné trhy a neistota	Krátkodobá globálna neistota v podobe šoku v súkromných investíciách v roku 2022. Prepad akcií o -12 % v roku 2022.	Dlhodobá korekcia na akciových trhoch. Finančné sprísnenie o 50 b.b. v úrokových sadzbách.
Migrácia	Približne 50-tis. ľudí, z toho pracovná sila cca 6-tis. ľudí.	Približne 150-tis. ľudí, z toho pracovná sila cca 18-tis. ľudí.
Fiškálne opatrenia	Fiškálne opatrenia súvisiace s migráciou (zdravotná starostlivosť, humanitárna pomoc, začlenenie žiakov do škôl, ubytovanie).	Fiškálne opatrenia súvisiace s migráciou (zdravotná starostlivosť, humanitárna pomoc, začlenenie žiakov do škôl, ubytovanie).

Predpoklady predikcie – energetické komodity

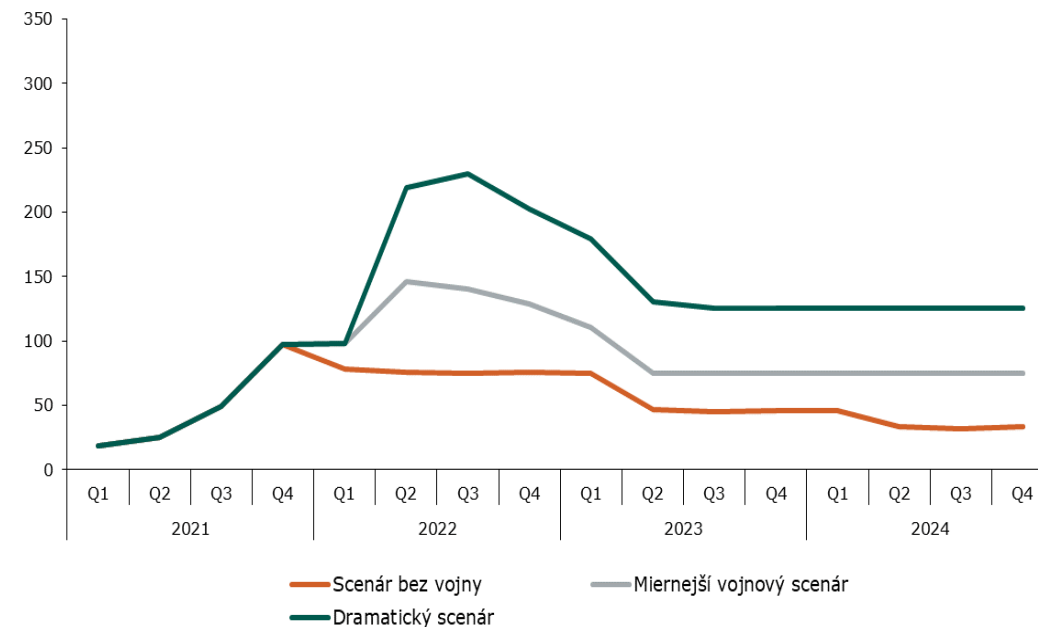
- Ceny energetických komodít výrazne vzrástli už aj pred vypuknutím vojny na Ukrajine
- V scenároch sa uvažovalo, že zostanú ešte nejaký čas na vysokých úrovniach s menšou korekciou v ďalších rokoch
- Ceny plynu sa zvýšili niekoľkonásobne -> regulované ceny v budúcom roku poskočia

Cena ropy (USD/barel)



Zdroj: Macrobond, NBS

Cena plynu (EUR/MW)

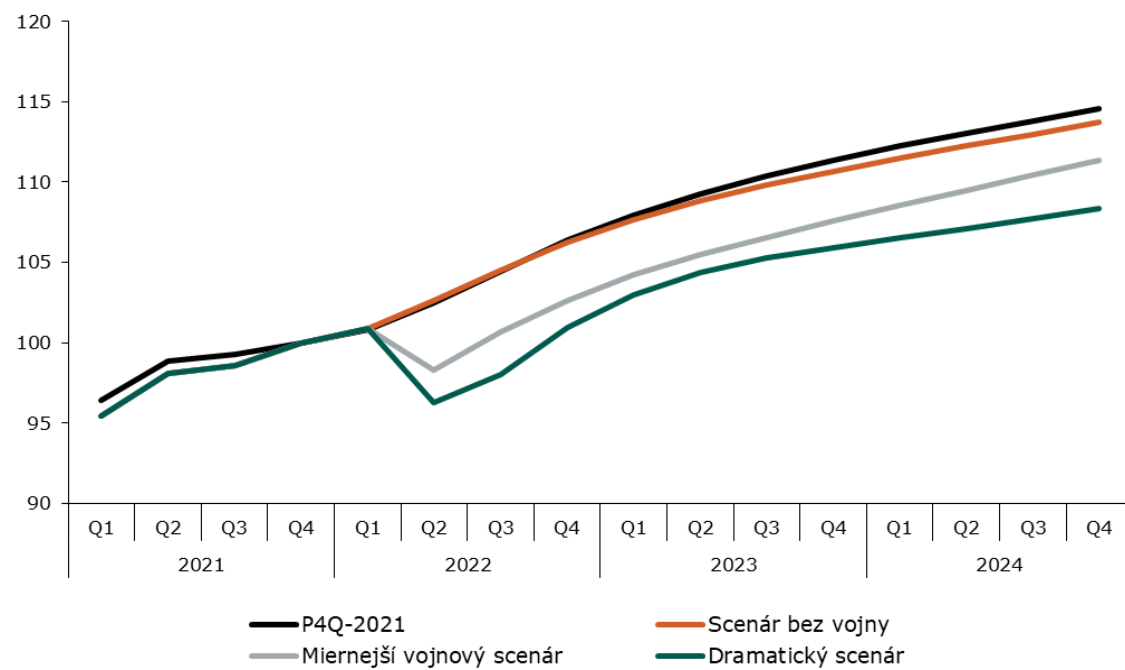


Zdroj: Macrobond, NBS

Predpoklady predikcie – zahraničný dopyt

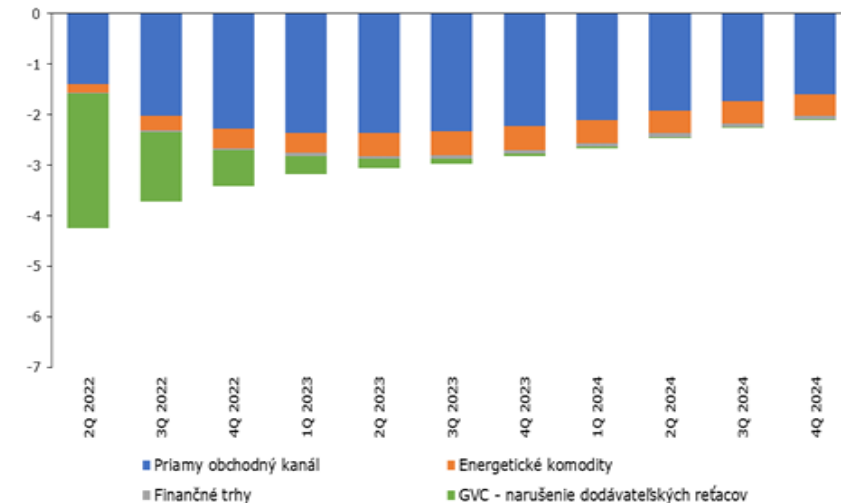
- Zahraničný dopyt prehodnotený nižšie, viacej efektov – pretrvávajúci nedostatok súčiastok, vojna na Ukrajine – priamy a nepriamy efekt obchodu s Ruskom (sankcie), prerušené dodávateľské reťazce
- Efekt vojny na konci horizontu predikcie je 3 p. b. v miernejšom vojnovom scenári, resp. 6 p. b. v dramatickom scenári

Zahraničný dopyt (index, 4Q2021 = 100)

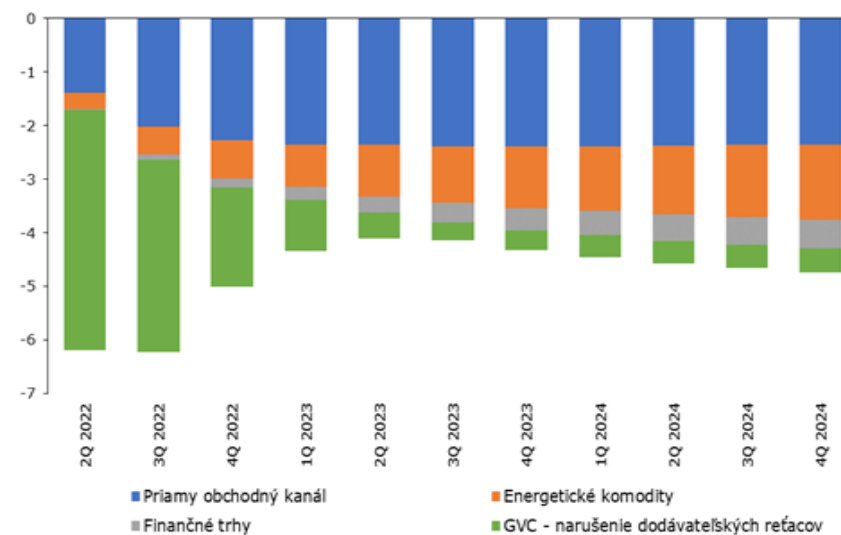


Zdroj: NBS

Miernejší vojnový scenár (odchýlka od scenára bez vojny)



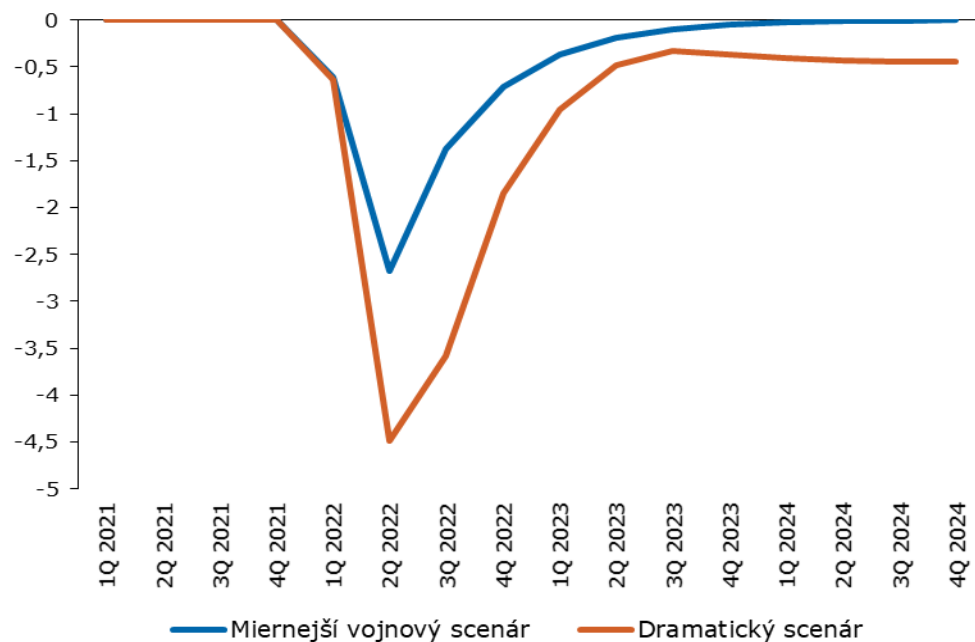
Dramatický scenár (odchýlka od scenára bez vojny)



Predpoklady predikcie – odhad výpadkov vplyvom prerušených dodávateľských reťazcov

- Problémy v globálnych logistických kanáloch po krátkodobom poľavení na prelome rokov 2021 a 2022 z dôvodu konfliktu na Ukrajine opäť zosilnejú a výrazným spôsobom narušia oživenie svetovej ekonomiky
- Narušený nebude iba celosvetový transportný trh, no i výroba, čo spôsobí dodatočné výpadky komponentov

Efekt dodatočných prerušených dodávateľských väzieb na slovenský export (odchýlka v p. b. od scenára bez vojny)



Zdroj: NBS

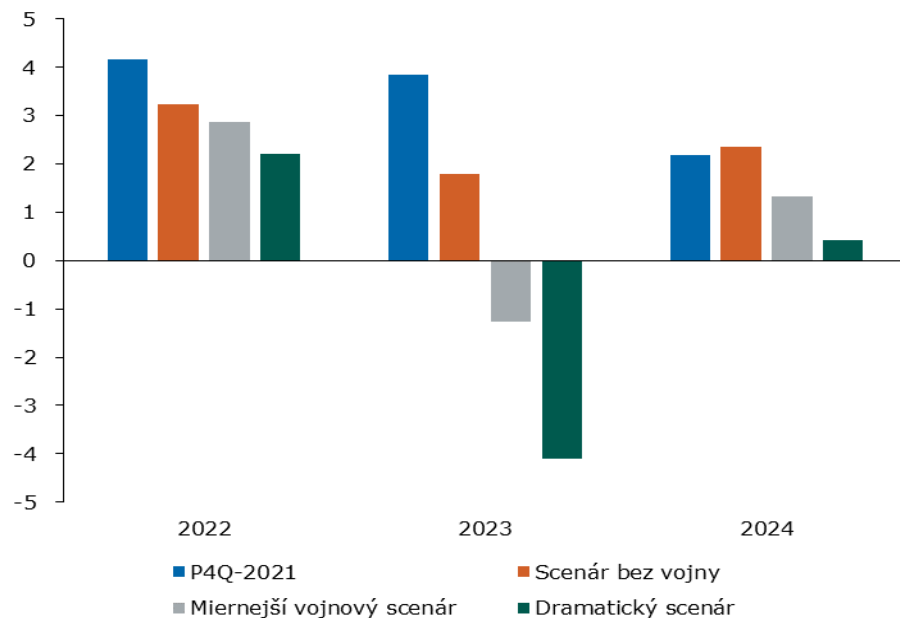
Straty v slovenských exportoch do konca roka 2024 (mil. EUR)

Z dôvodu výpadku komponentov v scenári bez vojny v rokoch 2021 - 2022	4068
Dodatočné straty v miernejšom vojnovom scenári	1564
Dodatočné straty v dramatickom scenári	3770

Zdroj: NBS

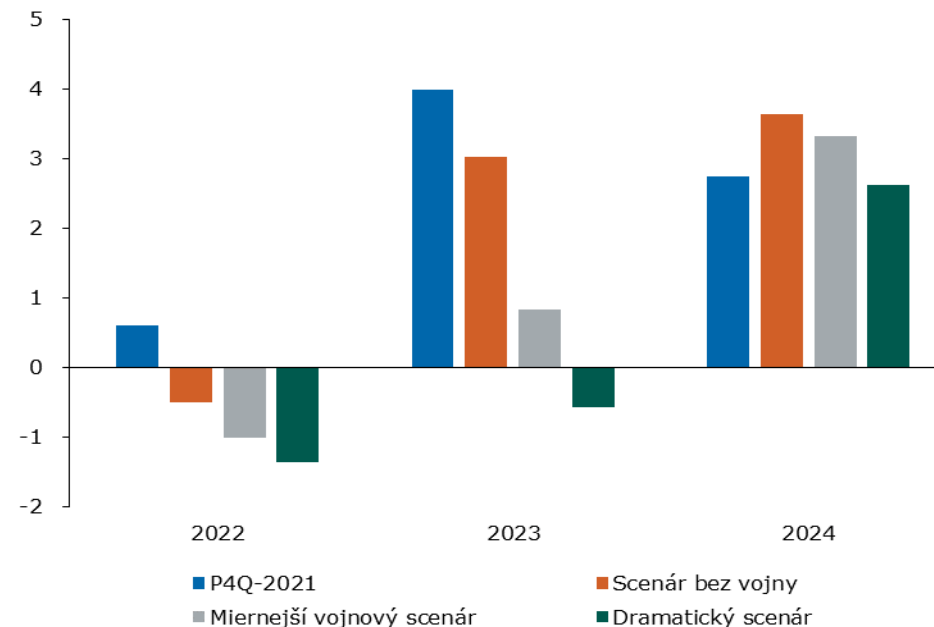
- V tomto roku dokážu domácnosti ešte ufinancovať svoju spotrebu cez nižšiu mieru úspor
- V budúcom roku v prípade vojnových scenárov prepád reálnych miezd, čo sa prejaví v poklese spotrebiteľského dopytu

Súkromná spotreba (medziročná zmena v %)



Zdroj: NBS

Reálne mzdy na zamestnanca (medziročná zmena v %)

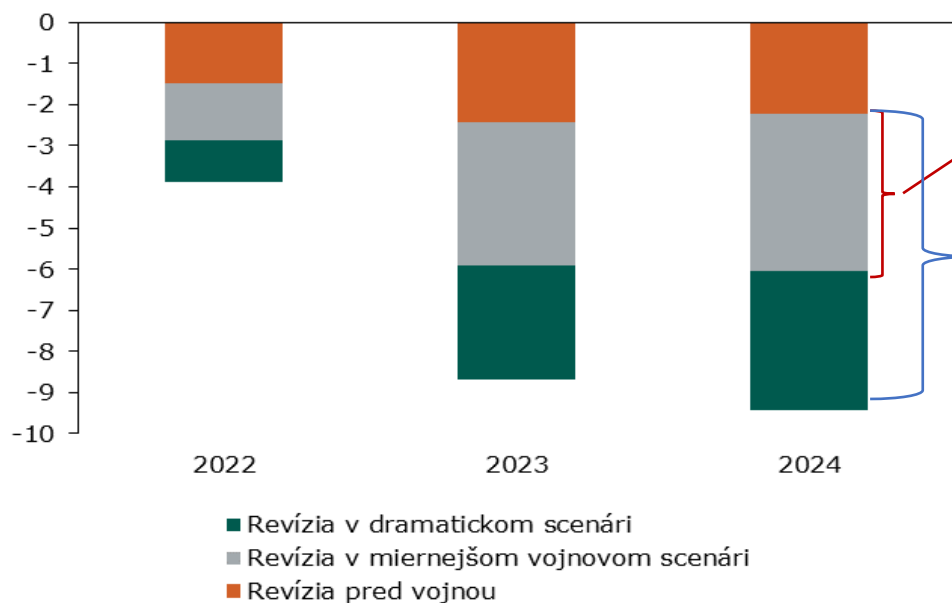


Zdroj: NBS

Výhľad ekonomického rastu

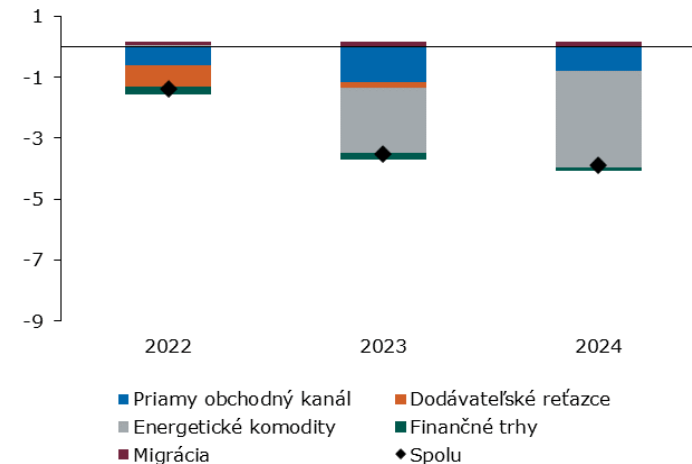
- Vojna na Ukrajine spôsobí ekonomike dodatočnú kumulatívnu stratu 4 % v miernejšom vojnovom scenári, resp. 7 % v dramatickom scenári
- V tomto roku najmä cez obchodný kanál vrátane narušených dodávateľských reťazcov, v budúcom roku prostredníctvom vyšších spotrebiteľských cien

Rozklad revízie úrovne HDP v porovnaní s P4Q-2021 (%)

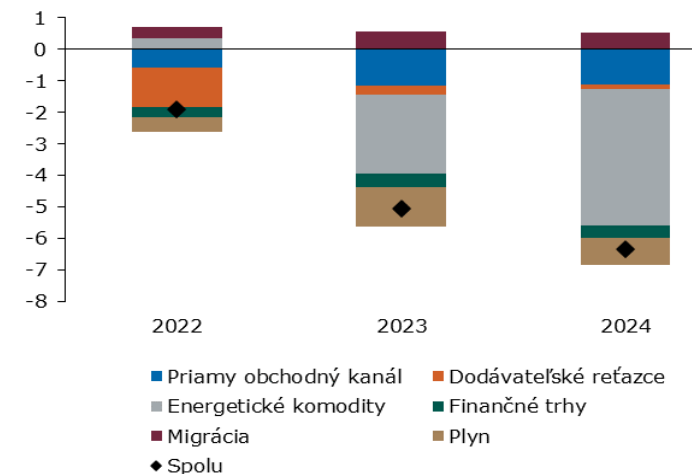


Zdroj: NBS

Miernejší vojnový scenár



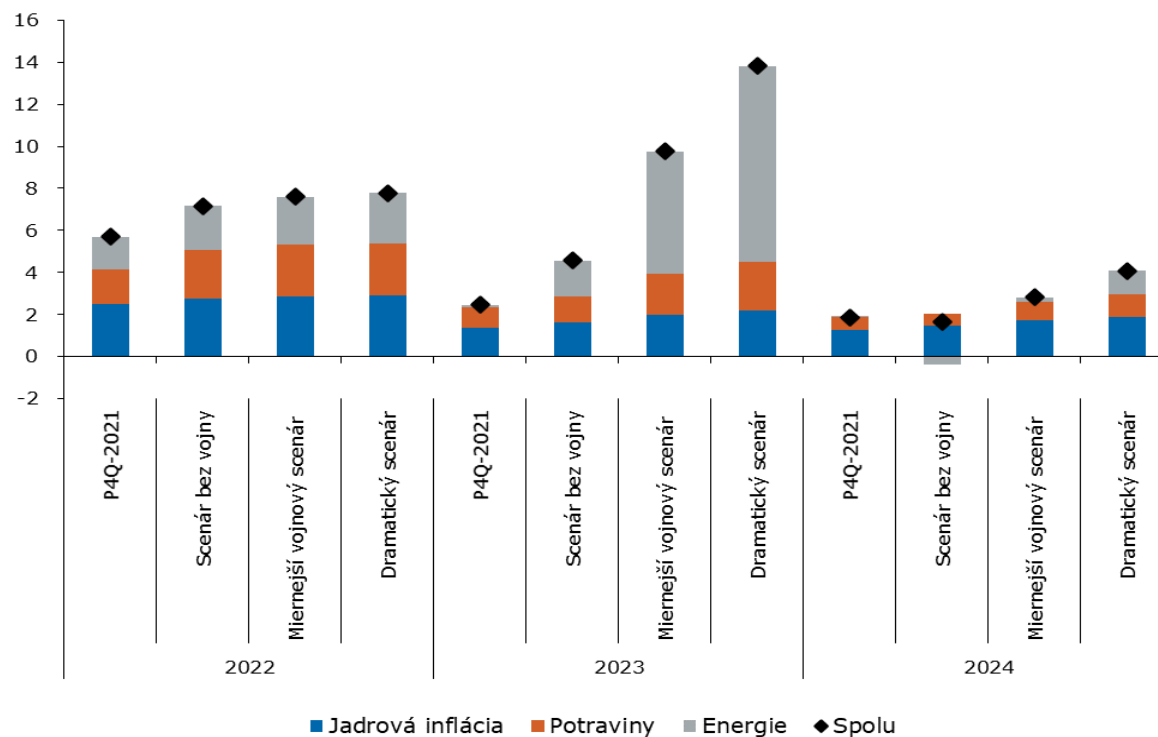
Dramatický scenár



Zdroj: NBS

- Rast cien v tomto roku tesne pod 8 %, v ďalšom roku vo vojnových scenároch medzi 10 a 14 %, najväčší príspevok by mali tvoriť regulované ceny energií (najmä ceny plynu)
- Nákladové faktory (energie a potraviny) sa budú premietat' aj v ostatných položkách spotrebného koša (tovary a služby)
- Vysoký rast cien zníži kúpyschopnosť domácností

Predikcia inflácie (medziročná zmena v % , príspevky v p. b.)



Zdroj: NBS

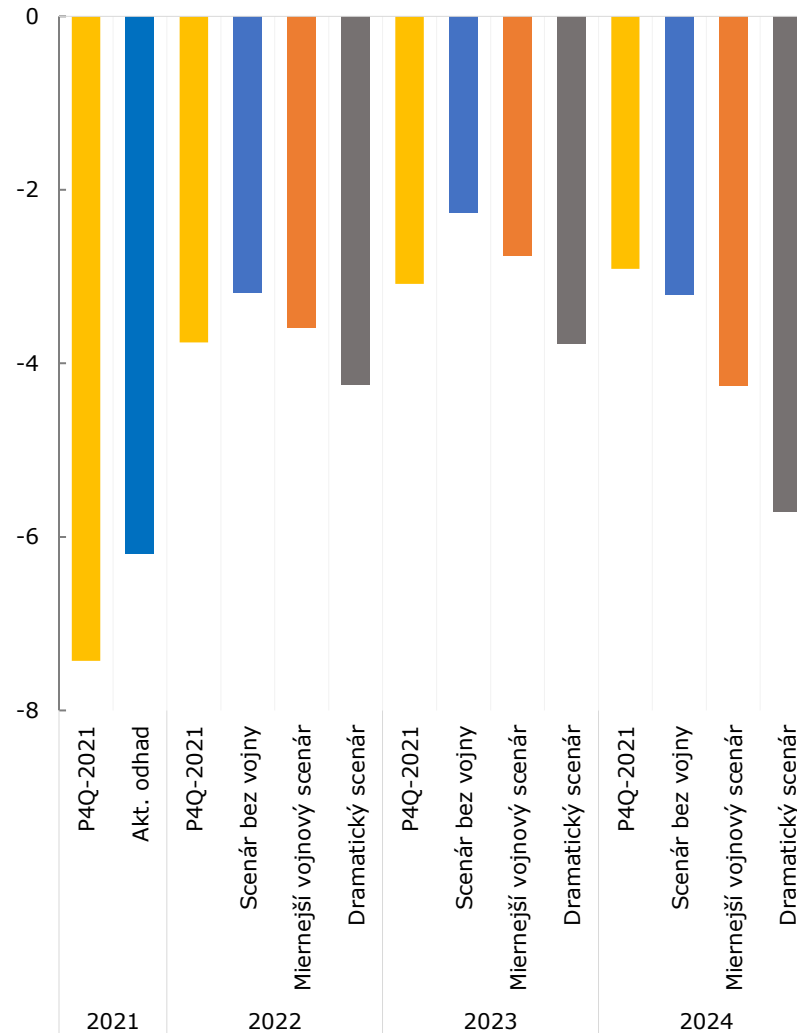
Saldo verejného sektora

- 2021 – lepší deficit voči P4Q-2021, odhad 6,2 % HDP pri ↑ daniach a nenaplnení výdavkových predpokladov (kurzarbeit, dotácie pre OZE, kofinancovanie EU)
- 2022 – pri neistote vývoja cien, ekon. spomalenia a opatrení pomoci UKR deficit v rozpätí 3,2 až 4,2 % HDP
- 2023 – 2024 – prejavuje sa cenový efekt, postupne prevažuje vplyv na výdavkovej strane (valorizácia miezd, dôchodkov a sociálnych dávok)
- **Opatrenia UKR:** zdr. a soc. zabezpečenie, humanitárna pomoc, ubytovanie, podľa scenárov v rozmedzí 0,3 až 0,7 % v 2022 (kumulatívne do 2024 0,5 až 1,5 % HDP)

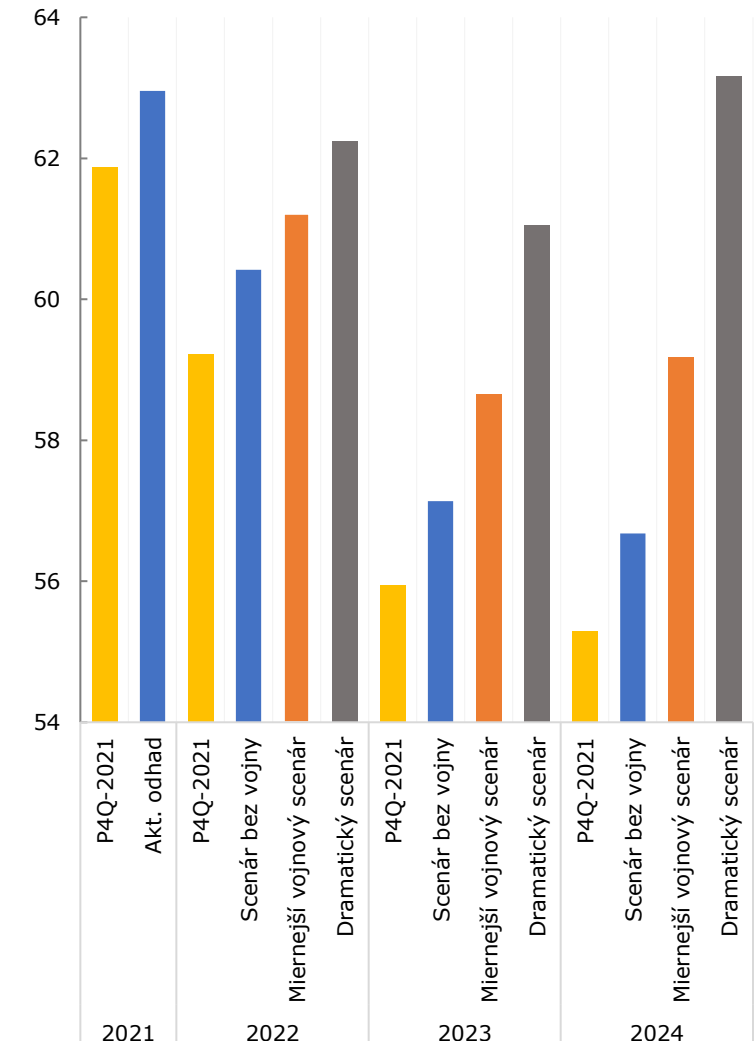
Verejný dlh

- 2021 – odhad revidovaný nahor (63 % HDP), vplyv vkladov súkromných klientov Štátnej pokladnice
- 2022 – 2024 – scenár bez vojny: pokles finančnej potreby pri nižších deficitoch, 56,7 % HDP v 2024
- scenáre s vojnou: rast zadlženia pri vyššej finančnej potrebe, 2022 – dominuje vplyv scenárových opatrení, 2024 – prevláda cenový efekt na výdavkoch (valorizácia, sociálne výdavky)

Saldo verejného sektora (% HDP)



Verejný dlh (% HDP)



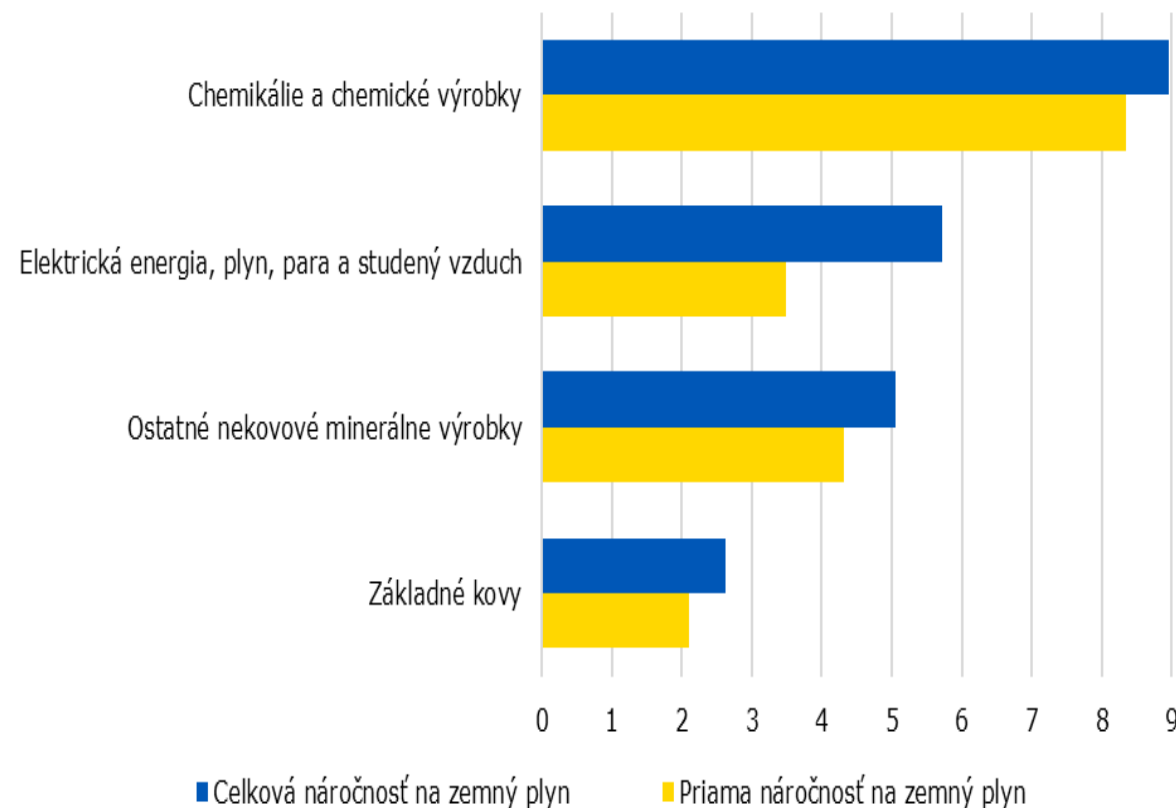
Základné ukazovatele ekonomického vývoja

	Zimná predikcia			Scenár bez vojny			Miernejší vojnový scenár			Dramatický scenár		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
HDP	5,8	5,6	2,7	4,2	4,5	3,0	2,8	2,3	2,6	1,7	0,3	1,9
Súkromná spotreba	4,2	3,8	2,2	3,2	1,8	2,3	2,9	-1,3	1,3	2,2	-4,1	0,4
Verejná spotreba	-1,2	1,9	2,4	-4,3	1,8	2,8	-3,5	0,7	2,5	-2,0	-0,1	2,5
Fixné investície	13,4	17,1	0,8	17,3	12,6	3,8	13,7	8,9	3,8	12,2	4,9	3,0
Vývoz tovarov a služieb	8,5	7,7	5,2	5,9	5,6	5,5	3,0	5,3	6,1	1,0	5,0	5,2
Zamestnanosť	1,1	1,5	0,4	0,9	1,1	0,2	0,8	0,8	-0,2	0,6	-0,3	-0,5
Mzdy	6,3	6,7	4,9	7,0	7,2	5,1	6,9	9,2	5,7	6,7	11,0	6,2
Inflácia HICP	5,5	2,4	1,9	7,2	4,6	1,6	7,6	9,7	2,8	7,8	13,8	4,1
Deficit verejných financií	-3,8	-3,1	-2,9	-3,2	-2,3	-3,2	-3,6	-2,8	-4,3	-4,2	-3,8	-5,7
Verejný dlh	59,2	55,9	55,3	60,4	57,1	56,7	61,2	58,7	59,2	62,2	61,0	63,2
Zahraničný dopyt	5,0	6,0	3,3	5,7	5,5	3,1	2,6	5,3	3,8	1,0	5,6	2,7

Výpadok 20 % plynu zníži HDP o 0,6 až 1,4 %

- Priame dodávky zemného plynu do 4 odvetví najviac náročných na plyn – 42 % z celkovej spotreby plynu
- Uvedené odvetvia sú menej náročné na pridanú hodnotu – miernejší vplyv na HDP

Náročnosť 1 mil. EUR odvetvovej produkcie na zemný plyn (v TJ)

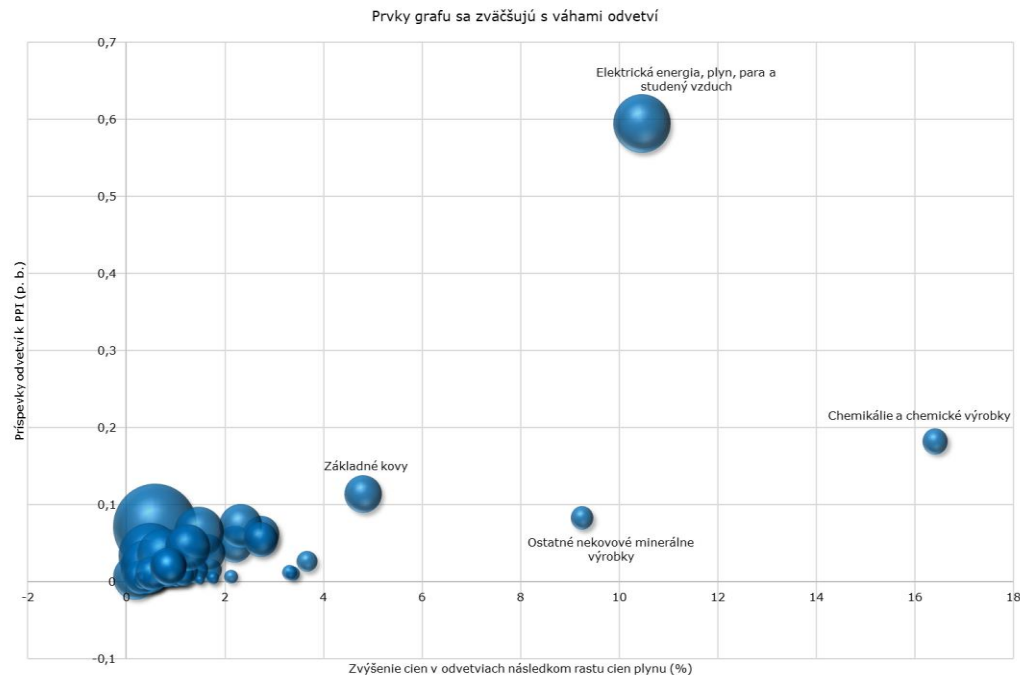


Zdroj: NBS

Nárast ceny plynu o 185 % zvýši PPI o 1,6 až 2,6 %

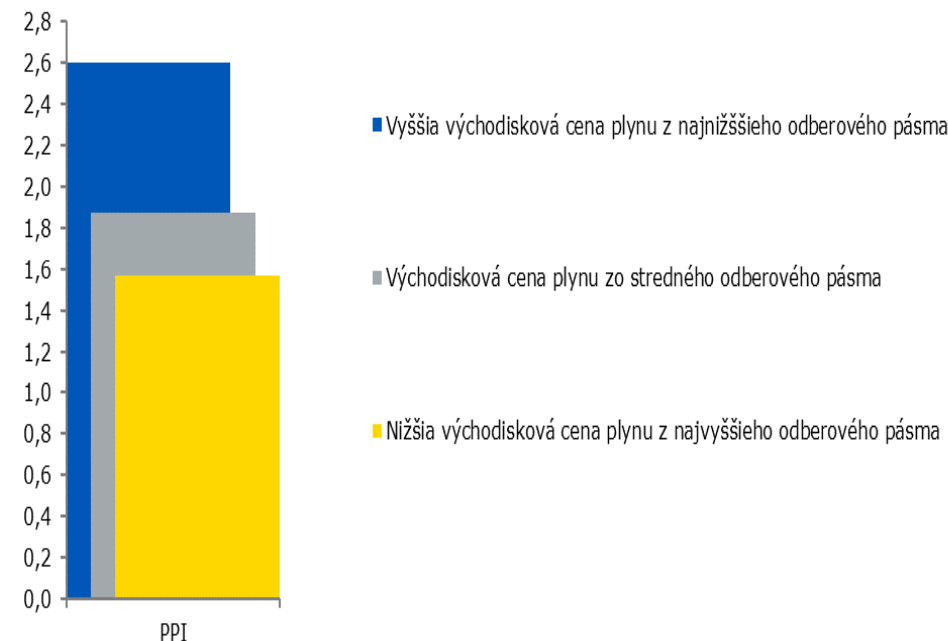
- Rast cien sústredený do 4 odvetví najviac náročných na plyn – tvoria polovicu zvýšenia PPI z dôvodu rastu cien zemného plynu
- Pomerne nízke váhy daných 4 odvetví (spolu 10 %) zmiernujú výsledný vplyv na celkový index PPI

Zvýšenie cien v odvetviach (%) následkom rastu ceny plynu o 185 % a príspevky odvetví k PPI (p. b.)



Zdroj: NBS

Vplyv rastu ceny plynu o 185 % na zvýšenie PPI pri alternatívnych východiskových cenách plynu (%)



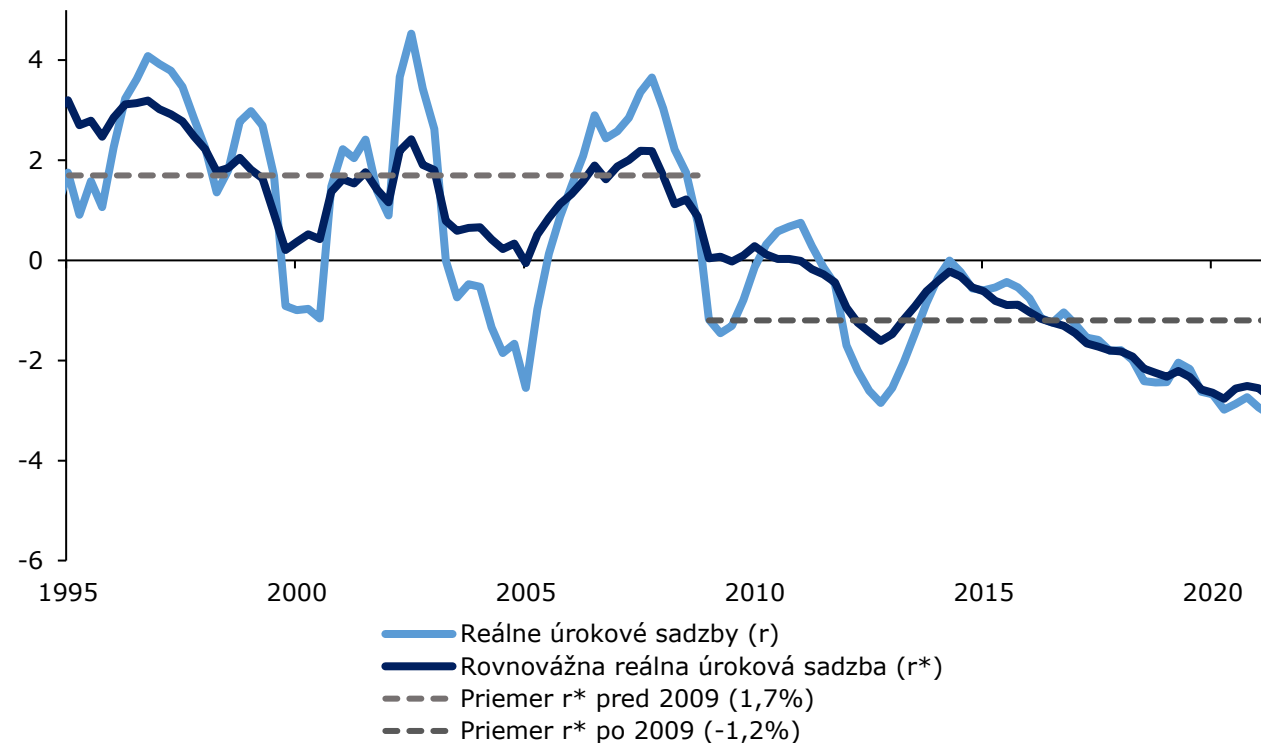
Zdroj: NBS

Rovnovážna reálna úroková sadzba

Prirodzená úroková miera (r^*)

- charakterizuje mieru návratnosti investícií do ekonomiky
- reálna úroková sadzba by mala byť nižšia ako r^* , aby sa oplatilo investovať a následne stimulovať ekonomiku
- ak r^* klesne nižšie ako -2 %, je zložité štandardnou menovou politikou stimulovať investície (ZLB – inflačný cieľ 2 %)

Reálna úroková sadzba (r) rovnovážna reálna úroková miera (r^*)



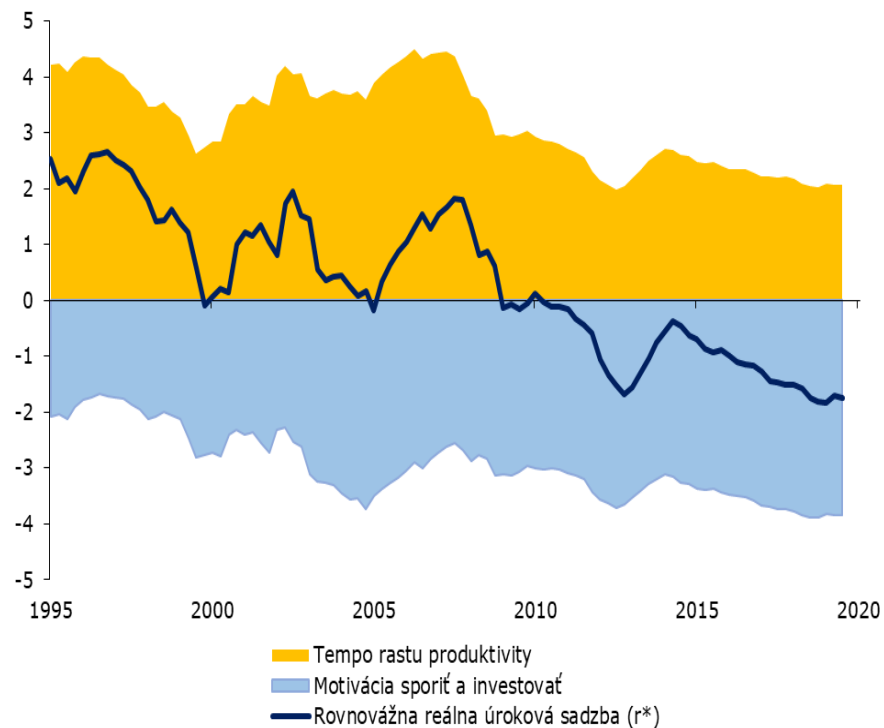
Zdroj: NBS

Rovnovážna reálna úroková sadzba

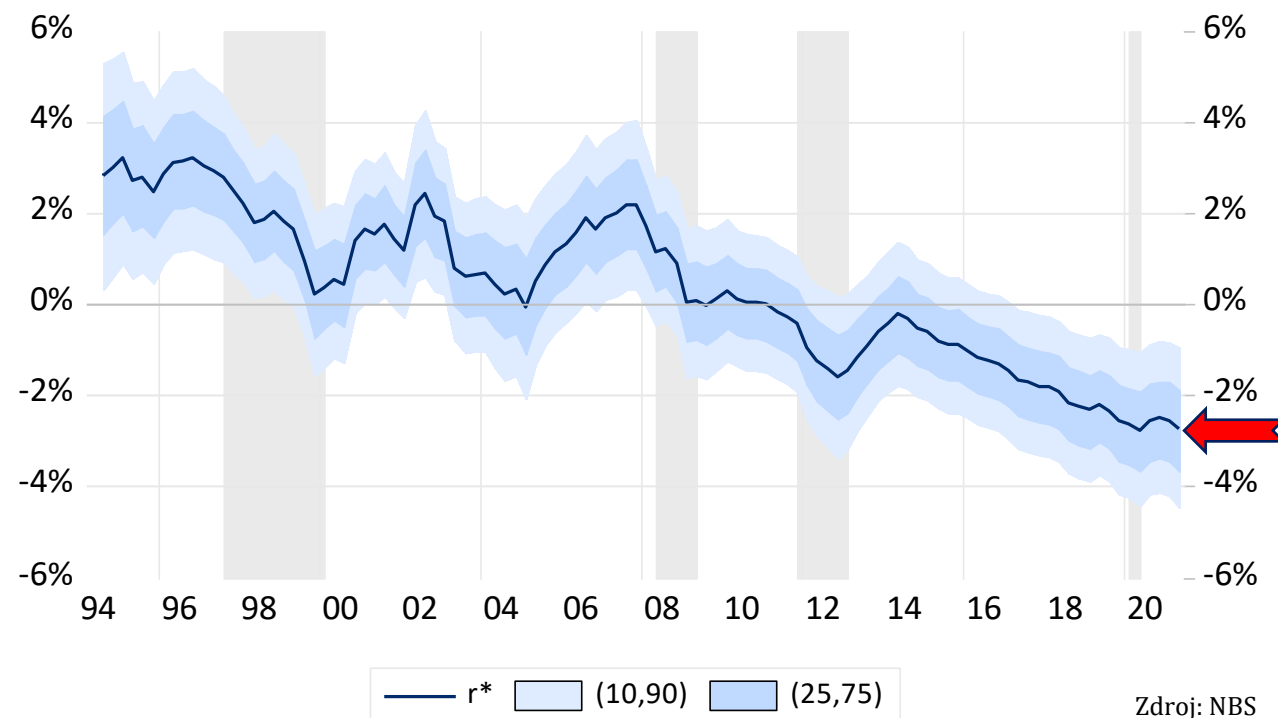
Prečo (bola a) je r^* nízka

- tempo rastu produktivity – od krízy v roku 2008 pozorujeme nižšie tempo rastu
- obyvateľstvo starne – viac sporí a menej spotrebováva
- príjmy a bohatstvo sú rozdelené menej rovnomerne – spotreba tovarov a služieb má obmedzenia
- konsolidácia výdavkov po kríze – úspory vlády v čase nižšej spotreby súkromného sektora

➔ nižšia motivácia sporiť a investovať



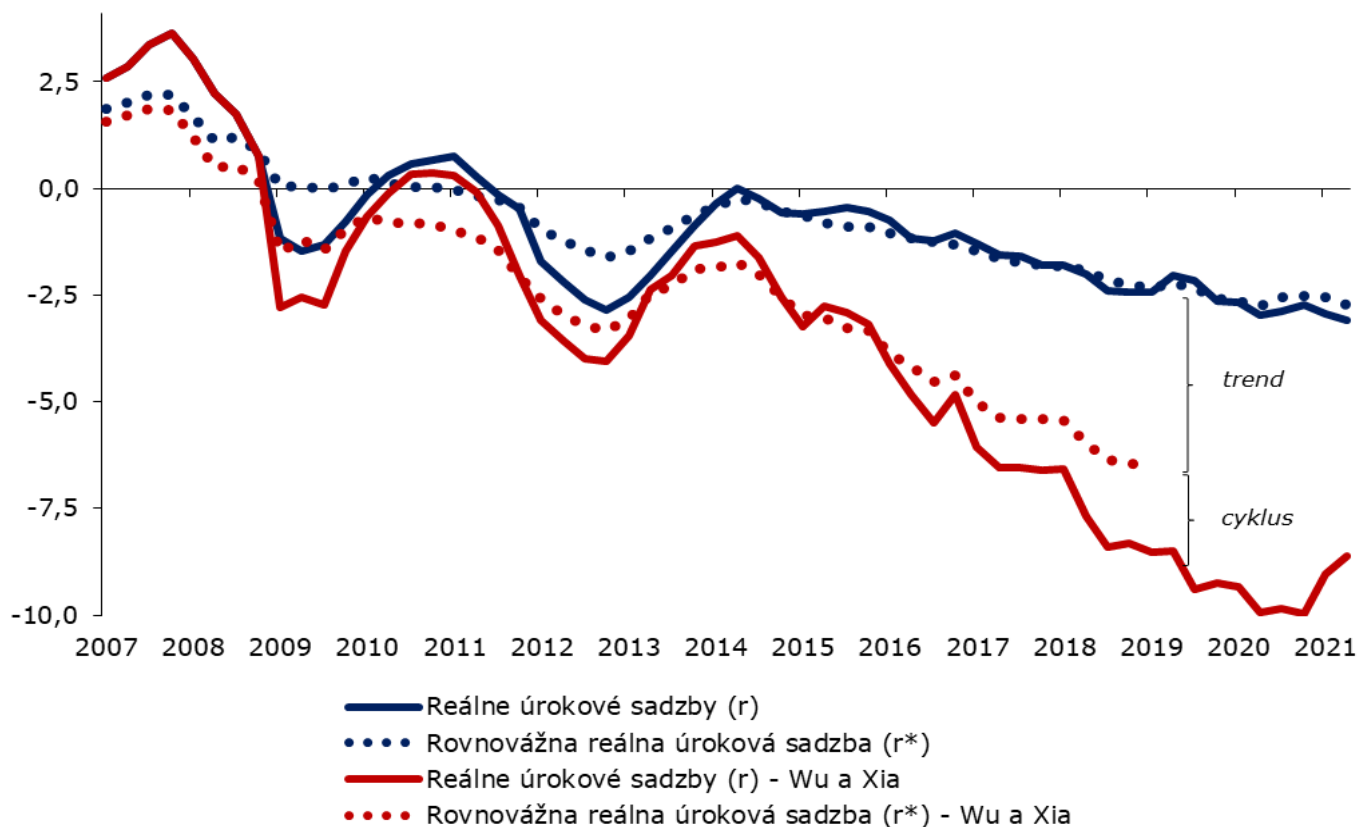
➔ r^* je nemerateľná, jej odhad je podmienený neistotou






Rovnovážna reálna úroková sadzba

Podpora nekonvenčnej menovej politiky

- tieňová sadzba - súhrnný vplyv nekonvenčnej menovej politiky
- dávala možnosť vytvoriť vyšší impulz do ekonomiky (cyklus), dnes sa pomaly uzatvára



Zdroj: NBS

- **Demografia** 
- **Migračné vlny** 
- **Mierne vyššia inflácia** 
zvýhodňuje dlžníkov a
motivuje spotrebu

r^* môže postupne smerovať do pozitívneho teritória, kde štandardná menová politika bude opäť hrať dôležitú úlohu