

Ekonomický a menový vývoj

jar 2023

Vydavateľ

© Národná banka Slovenska

Kontakt

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

Elektronická verzia

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



Materiál bol prerokovaný v Bankovej rade NBS 28. marca 2023.

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

Obsah

| | | |
|------------------------|---|-----------|
| 1 | Zhrnutie | 7 |
| 2 | Aktuálny makroekonomický vývoj v zahraničí a v SR | 10 |
| 2.1 | Vonkajšie prostredie | 10 |
| 2.2 | Aktuálny vývoj v SR | 12 |
| 2.2.1 | Spotrebiteľské ceny | 12 |
| 2.2.2 | Ceny nehnuteľností | 18 |
| 2.2.3 | Ekonomický rast | 23 |
| 2.2.4 | Trh práce | 30 |
| 3 | Strednodobá predikcia | 33 |
| 3.1 | Globálny výhľad a technické predpoklady predikcie | 33 |
| 3.2 | Makroekonomická predikcia SR | 35 |
| 3.3 | Prognóza vývoja verejných financií | 41 |
| 3.4 | Riziká prognózy | 44 |
| Zoznam boxov | | |
| Box 1 | Ako sa prejavilo zníženie DPH na vybrané tovary a služby v ich spotrebiteľských cenách? | 13 |
| Box 2 | Inflácia mení svoj charakter | 16 |
| Box 3 | Odhady rastúcich úrokov na splátky hypoték | 21 |
| Box 4 | Vplyv zdraženia potravín na spotrebu domácností | 24 |
| Box 5 | Skúsenosti s eurofondmi zreálňujú investičné očakávania | 27 |
| Zoznam tabuliek | | |
| Tabuľka 1 | Základné ukazovatele ekonomického vývoja | 8 |
| Tabuľka 2 | Externé prostredie a technické predpoklady | 34 |
| Tabuľka 3 | Vývoj jednotlivých zložiek inflácie | 37 |
| Tabuľka 4 | Mzdy | 41 |
| Tabuľka 5 | Jarná strednodobá predikcia (P1Q-2023) základných makroekonomických ukazovateľov | 46 |
| Zoznam grafov | | |
| Graf 1 | HDP | 10 |
| Graf 2 | Index tlakov v globálnych ponukových reťazcoch | 11 |
| Graf 3 | Index nákupných manažérov | 11 |
| Graf 4 | Eurozóna: Trhové ceny zemného plynu a spotrebiteľské ceny plynu a elektriny v HICP | 12 |
| Graf 5 | Eurozóna: Spotrebiteľská inflácia a príspevky jednotlivých komponentov | 12 |
| Graf 6 | Vývoj celkovej a čistej inflácie HICP | 13 |
| Graf 7 | Dovozné ceny a čistá inflácia HICP | 13 |

| | | |
|---------|--|----|
| Graf 8 | Štruktúra cien potravín a agrokomodity | 15 |
| Graf 9 | Regulované ceny plynu a komodita plyn | 15 |
| Graf 10 | Index dostupnosti bývania | 19 |
| Graf 11 | Kompozitný index na hodnotenie vývoja ceny bývania | 19 |
| Graf 12 | Čistý prírastok úverov na bývanie | 20 |
| Graf 13 | Vývoj HDP | 23 |
| Graf 14 | Príjmy a spotreba domácností | 23 |
| Graf 15 | Čerpanie prostriedkov z rozpočtu EÚ | 26 |
| Graf 16 | Indikátor aktivity | 30 |
| Graf 17 | Úroveň zamestnanosti | 31 |
| Graf 18 | Vývoj zamestnanosti podľa odvetví | 31 |
| Graf 19 | Počet aktívnych pracovných ponúk a očakávania zamestnanosti | 32 |
| Graf 20 | Miera participácie osôb v produktívnom veku 15 až 64 | 32 |
| Graf 21 | Zahraničný dopyt | 33 |
| Graf 22 | Trojmesačný Euribor | 34 |
| Graf 23 | Výnosy 10-ročných SK vládnych dlhopisov | 34 |
| Graf 24 | Trhové ceny plynu pre výpočet regulovaných cien pre domácnosti | 35 |
| Graf 25 | Rast cien plynu pre domácnosti | 35 |
| Graf 26 | Štruktúra inflácie HICP | 36 |
| Graf 27 | Posun v predikcii oproti decembru | 36 |
| Graf 28 | Nákladové faktory a ceny spracovaných potravín | 37 |
| Graf 29 | Technické predpoklady a čistá inflácia | 37 |
| Graf 30 | HDP | 38 |
| Graf 31 | Súkromná spotreba | 38 |
| Graf 32 | Čerpanie zdrojov EÚ a čistá finančná pozícia Slovenska | 39 |
| Graf 33 | Vývoj zamestnanosti | 40 |
| Graf 34 | Vývoj reálnych kompenzácií na zamestnanca | 40 |
| Graf 35 | Rozklad salda verejných financií | 42 |
| Graf 36 | Fiškálna pozícia | 42 |
| Graf 37 | Porovnanie deficitu a jeho dekompozície | 43 |
| Graf 38 | Porovnanie verejného dlhu | 43 |
| Graf 39 | Dlh verejnej správy a faktory zmeny | 44 |

Zoznam tabuliek v boxoch

| | | |
|--------|---|----|
| Box 1 | | |
| Graf A | Medzimesačný rast cien komponentu s nižšou DPH | 14 |
| Graf B | Medzimesačný rast cien komponentu v januári očistený o nepriame dane | 14 |
| Graf C | Skutočný a modelovaný vývoj spotrebiteľských cien v odvetviach s poklesom DPH | |
| Box 2 | | |
| Graf A | Rozklad zmeny predikcie inflácie medzi zimou 2020 a jarou 2023 | 16 |
| Graf B | Ako vplýva dopyt na súčasnú infláciu? | 17 |
| Graf C | Dodatočný PPI vplyv na spotrebiteľskú infláciu potravín | 18 |

| | | |
|--------|--|----|
| Box 3 | | |
| Graf A | Úrokové sadzby z hypoték | 21 |
| Graf B | Splátky úrokov hypoték a ich podiel na disponibilnom príjme | 22 |
| Graf C | Splátky úrokov domácností podľa príjmu | 22 |
| Box 4 | | |
| Graf A | Kumulatívny vplyv zvýšenia cien potravín na rast spotreby | 24 |
| Graf B | Historický rozklad vplyvu jednotlivých šokov na vývoj spotreby | 25 |
| Box 5 | | |
| Graf A | Čerpanie eurofondov z 3PO | 27 |
| Graf B | Odchýlka čerpania eurofondov od skutočnosti v projekciách NBS a od rozpočtu verejnej správy | 27 |
| Graf C | Projekty v doprave | 29 |
| Graf D | Projekty v životnom prostredí | 29 |

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

Inflácia by na Slovensku mala postupne klesať, v porovnaní s decembrom sa výhľad výraznejšie nemení. Tohtoročný dvojciferný rast cien zohľadňuje najmä nákladové faktory ako energie, vstupy a mzdy. V ďalších rokoch sa inflácia spomalí. Rýchlejšiemu návratu bližšie k inflačnému cieľu budú brániť ceny energií, pri ktorých predpokladáme, že sa dotiahnu na trhové ceny až koncom horizontu predikcie.

Vysoká inflácia prechodne utlmí kúpyschopnosť domácností a ekonomiku v tomto roku potiahne zvýšené čerpanie eurofondov. Pandemické úspory sa minuli, preto nepredpokladáme pokračovanie silného apetítu domácností z minulého roka. Spotrebiteľský dopyt by mal krátkodobo poklesnúť. Po ustúpení inflácie z terajších dlhodobu najvyšších úrovní očakávame v ďalších rokoch oživenie súkromnej spotreby podporenej rastom reálnych príjmov.

V porovnaní s decembrovým výhľadom sa zlepšilo zahraničné prostredie. Priaznivejšie zahraničné prostredie, pokles cien komoditných vstupov a zmiernenie výpadkov súčiastok by mali podporiť našu exportnú výkonnosť. Globálna ekonomika však bude čeliť výzve spojenej so stále relatívne vysokou, aj keď spomaľujúcou sa infláciou a prísnejšou menovou politikou.

Opätovný nárast cien komodít a prípadný stres vo finančnom systéme predstavujú významné riziko pre globálny vývoj, a tým aj pre našu ekonomiku. V rámci domáceho dopytu môžu domácnosti viac obmedziť svoje spotrebné výdavky, ako je zhmotnené v aktuálnej predpovedi. Napriek predpokladu, že nestihneme vyčerpať všetky prostriedky z eurofondov, existuje riziko ešte slabšieho čerpania. V cenovom vývoji je riziko intenzívnejšieho a dlhšieho prenosu vstupných nákladov do spotrebiteľských cien a ďalší vývoj cien energetických komodít.

Na trhu práce dochádzajú zdroje pracovnej sily, čo spôsobilo spomalenie rastu zamestnanosti v druhej polovici minulého roka. Väčšiu časť voľných pozícií obsadili zahraniční pracovníci. V ďalších mesiacoch čakáme vplyvom ochladenia spotrebiteľského dopytu stagnáciu zamestnanosti. Neskôr sa opäť zvýši dopyt po pracovnej sile, ktorý pri nepriaznivej demografii zrejme pokryje prílev pracovníkov zo zahraničia. Pnutia na trhu práce budú pokračovať, čo by malo s dobiehaním stratenej kúpyschopnosti podporiť rast nominálnych miezd v celom horizonte predpovede.

Prognóza verejných financií predpokladá od roku 2023 výrazne zhoršené hospodárenie verejného sektora. V horizonte prognózy sa očakáva po-

stupné zvyšovanie deficitu. Za zhoršením sú predovšetkým opatrenia na zmiernenie energetickej krízy a permanentné legislatívne opatrenia, najmä zníženie DPH a obedy zdarma. Mierne zlepšenie hospodárenia verejného sektora nastane až v roku 2025. Verejný dlh by mal v horizonte prognózy narásť na hranicu 60 % HDP.

Nedávne turbulencie na finančných trhoch sa utíšili a prenos menovopolitických opatrení do klientskych sadzieb prebieha naďalej plynulo a podľa očakávaní. Európsky aj domáci bankový sektor je stabilný, má dostatok kapitálu aj likvidných prostriedkov. Nemožno však vylúčiť, že v procese ďalšieho sprísňovania nastavenia menovej politiky dôjde k menším-väčším otrasom na trhoch a okrem oslabenia globálneho dopytu by mohlo nastať aj neúmerné zvýšenie nákladov financovania pre banky, firmy, domácnosti, ale aj vlády. V takom prípade by bol rast ekonomiky slabší, ale tlmené by boli aj cenové tlaky. Zatiaľ sú však takéto úvahy v rovine rizík možného vývoja. Navyše, centrálné banky môžu prijať účinné opatrenia, ktoré aj za nepriaznivých okolností zabezpečia stabilitu finančného sektora a hladký výkon menovej politiky zameranej na stabilizáciu inflácie.

| Tabuľka 1 Základné ukazovatele ekonomického vývoja | | | | | | | |
|---|------------|----------------------------|------|------|--|------|------|
| | Skutočnosť | Jarná predikcia (P1Q-2023) | | | Zmena oproti zimnej predikcii (P4Q-2022) | | |
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 |
| HDP (medziročná zmena v %) | 1,7 | 1,3 | 3,2 | 3,0 | -0,3 | 0,3 | 0,5 |
| HICP (medziročná zmena v %) | 12,1 | 10,5 | 6,7 | 4,8 | 0,5 | -2,0 | 1,2 |
| Priemerná nominálna mzda (medziročná zmena v %) | 7,1 | 10,2 | 9,2 | 6,4 | -0,4 | -0,6 | 0,6 |
| Priemerná reálna mzda (medziročná zmena v %) | -5,0 | -0,4 | 2,4 | 1,5 | -0,9 | 0,6 | -0,5 |
| Zamestnanosť (medziročná zmena v %, ESA 2010) | 1,8 | 0,5 | 0,5 | 0,2 | 0,4 | 0,2 | 0,1 |
| Miera nezamestnanosti (%, VZPS) | 6,1 | 6,1 | 5,5 | 5,1 | -0,5 | -0,6 | -0,6 |

Zdroj: NBS

Poznámka: Reálne mzdy deflované infláciou CPI.

Prinášame aj hlbší pohľad na niektoré dôležité črty súčasného ekonomického vývoja:

- V Boxe 1 poukazujeme na fakt, že napriek zníženiu DPH z 20 % na 10 % na vybrané druhy tovarov a služieb došlo pri všetkých dotknutých položkách dokonca k nárastu cien a nie k poklesu. To naznačuje, že firmy nižšiu DPH do koncových cien pre spotrebiteľov nepremietli.
- Box 2 hovorí o tom, že infláciu postupne poháňajú vo väčšej miere domáce vplyvy spojené so silnejúcim dopytom v postpandemickej ekono-

mike. Vplyv vonkajších cenových tlakov je však naďalej výrazný, mal by však citelne ustupovať vo všetkých kategóriách spotrebného koša.

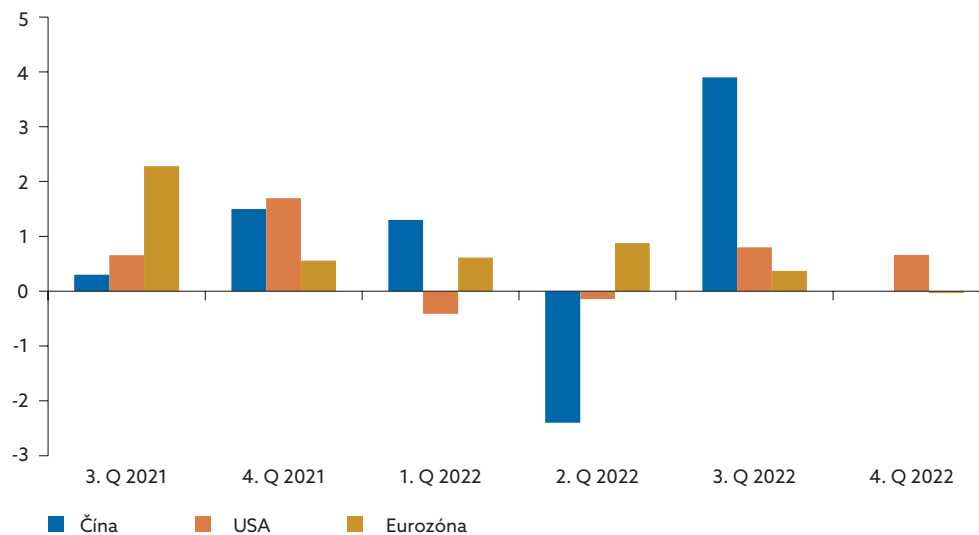
- Domácnostiam sa v najbližšom období zvýšia splátky hypoték, nemalo by to však mať významný vplyv na obmedzenie spotrebných výdavkov. V *Boxe 3* vyčíslujeme, že aj keď sa platené úroky zahrnuté v splátke hypoték do roku 2025 zdvojnásobia v absolútnom vyjadrení, ich podiel na príjme sa zvýši len mierne. Vzhľadom na to, že väčšie hypotéky majú prevažne bohatší ľudia, očakávame len veľmi mierny negatívny efekt na súkromnú spotrebu (približne 0,6 % kumulatívne do roku 2025).
- Dôležitou črtou vývoja v roku 2022 bol dynamický rast spotreby domácností. V *Boxe 4* pritom ešte odhadujeme, že nebyť rastúcich cien potravín, spotreba mohla za obdobie 4. štvrťroka 2021 až 4. štvrťroka 2022 rásť o 1,2 p. b. rýchlejšie.
- V *Boxe 5* vysvetľujeme, prečo je opodstatnené opatrne narábať s predikciami verejných investícií financovaných cez eurofondy. Realizácia projektov má tendenciu výrazne meškať.

2 Aktuálny makroekonomický vývoj v zahraničí a v SR

2.1 Vonkajšie prostredie

V závere roka 2022 sa rast vybraných svetových ekonomík zmiernil (graf č. 1). Opustenie politiky nulovej tolerance covidu v Číne viedlo v posledných mesiacoch k výraznejšiemu nárastu infekcií a stagnácii ekonomickej aktivity. Hospodárstvo eurozóny naďalej vzdorovalo energetickej kríze. Vysoká inflácia postupne oslabovala reálne príjmy domácností a v poslednom štvrťroku to viedlo k poklesu súkromnej spotreby vo veľkom počte členských krajín. Sprísňovanie menovej politiky zdraželo úverové zdroje, čo sa zatiaľ prejavilo najmä v poklese investícií do budov na bývanie. Ekonomia eurozóny tak v poslednom štvrťroku stagnovala. Rezi-denčné investície sa v dôsledku rastu úrokových sadzieb znížili aj v USA, hospodárstvo však vo väčšej miere podržala naďalej relatívne silná súkromná spotreba.

Graf 1
HDP (medzištvrtročná zmena v %)

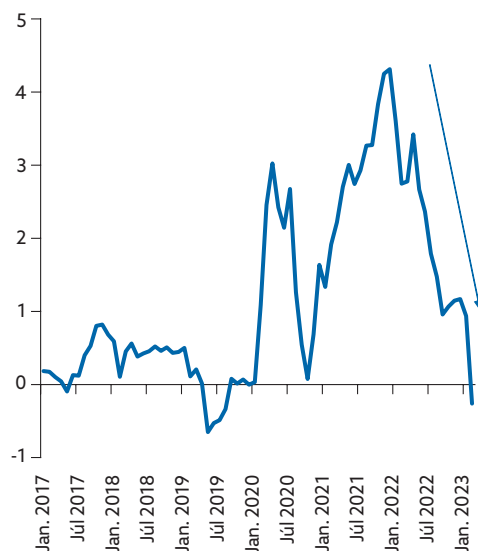


Zdroj: Macrobond

Oživovanie čínskej ekonomiky na začiatku roka 2023 napomohlo k podstatnému zlepšeniu fungovania globálnych ponukových reťazcov, ktoré sa priblížilo k predcovidovým úrovniam (graf č. 2). Uvoľnenie nulovej politiky covidu v Číne už začiatkom roka 2023 viedlo k pomerne prudkému

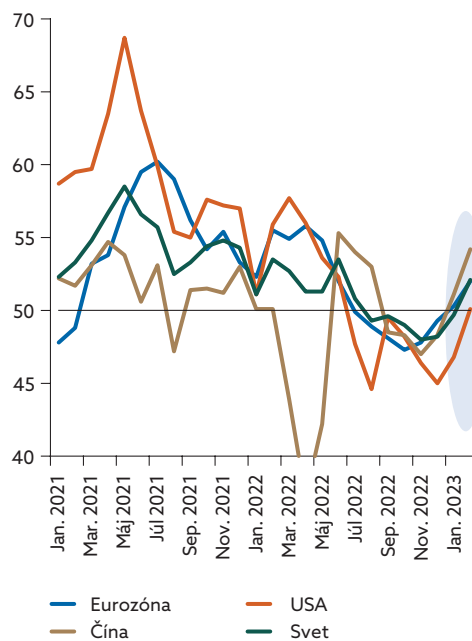
nárastu mobility aj ekonomickej aktivity. Podľa prieskumov medzi nákupnými manažérmi (PMI) ekonomiku ťahali najmä služby, pridala sa aj priemyselná výroba, ktorá niekoľko mesiacov zápasila so slabšou výkonnosťou. Podmienky pre ekonomickú aktivitu sa tak posilnili, čo signalizuje aj nárast globálneho PMI, ktorý sa po predchádzajúcom výraznejšom prepade vrátil do pásma mierneho rastu (graf č. 3). Globálny dopyt však aj naďalej zostáva pomerne slabý.

Graf 2
Index tlakov v globálnych ponukových reťazcoch



Zdroj: Macrobond

Graf 3
Index nákupných manažérov (Purchasing Managers Index)



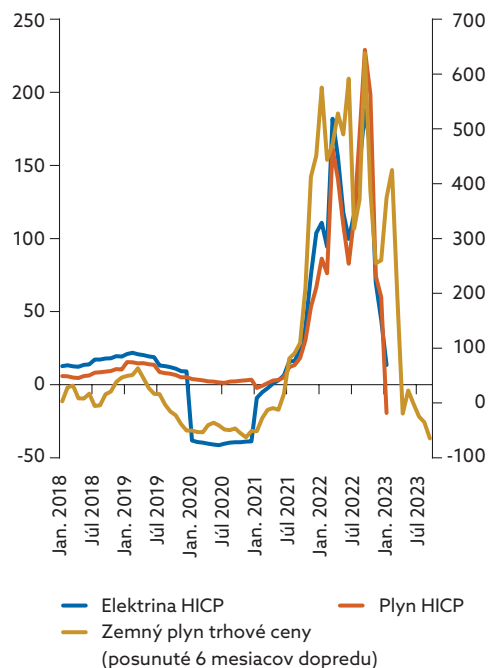
Zdroj: Macrobond

Celková inflácia sa začala zmierňovať, naďalej sa však tak v eurozóne, ako aj v USA nachádza výrazne nad cieľom. Slabší globálny dopyt aj zlepšenie podmienok na strane ponuky sa premietli do zníženia komoditných cien, ale aj cien lodnej dopravy. To prispelo k stlmeniu nákladových tlakov. Európe sa podarilo vo veľkej miere nahradiť výpadky dovozu zemného plynu z Ruska a vybudovať terminály na splynovanie stlačeného zemného plynu. Spolu s teplou zimou a znížením spotreby to umožnilo výrazné zníženie cien tejto suroviny a následne aj cien elektrickej energie. To sa postupne premieta aj do spotrebiteľskej inflácie (graf č. 4). Pomohli tomu však aj vládne opatrenia. Najmä v prípade energií začína tempo inflácie ovplyvňovať aj bazický efekt prudkého rastu cien energií spred roka. Ten by sa mal v najbližších mesiacoch ešte zosilniť a tlmieť cenový rast. Jadrová inflácia (bez cien energií a potravín)

však zostáva stále vysoká, pričom v eurozóne sa naďalej mierne zrýchľuje (graf č. 5).

Graf 4

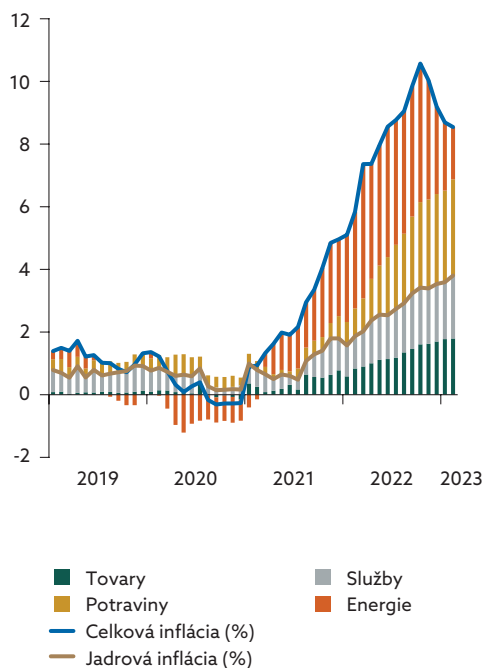
Eurozóna: Trhové ceny zemného plynu a spotrebiteľské ceny plynu a elektriny v HICP (medziročná zmena v %)



Zdroj: Macrobond

Graf 5

Eurozóna: Spotrebiteľská inflácia a príspevky jednotlivých komponentov (príspevky v p. b., medziročná zmena v %)



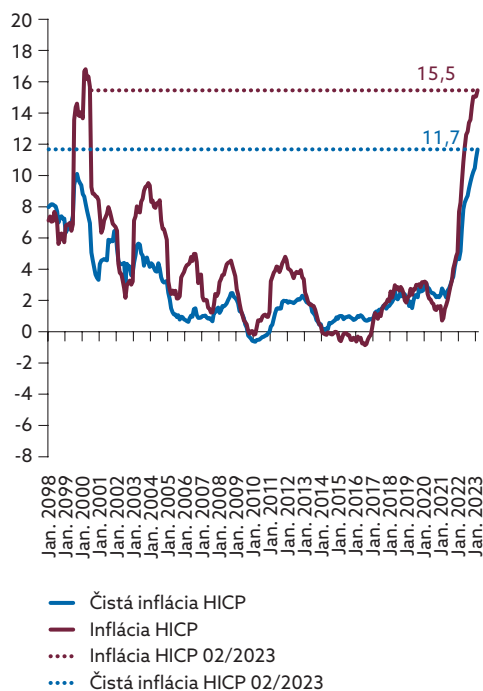
Zdroj: Macrobond

2.2 Aktuálny vývoj v SR

2.2.1 Spotrebiteľské ceny

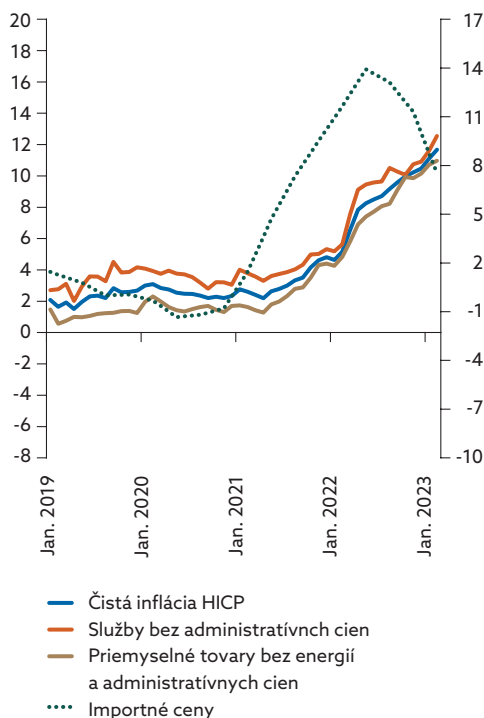
Inflácia vo februári presiahla hranicu 15 % a bola najvyššia od júna 2000. Čistá inflácia bola dokonca najvyššia, odkedy máme porovnateľné dáta (graf č. 6). To svedčí o šírke a sile prenosu najmä vonkajších faktorov do domácich spotrebiteľských cien. Vzhľadom na skutočnosť, že niečo podobné sme ešte nepozorovali, je pomerne komplikované odhadnúť trvanie a intenzitu prenosu nákladov do celého spektra spotrebiteľských cien.

Graf 6
Vývoj celkovej a čistej inflácie HICP
(medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 7
Dovozné ceny a čistá inflácia HICP
(medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Inflácia služieb sa vplyvom rastu mzdových a iných vstupných nákladov zrýchľila (graf č. 7). Napriek zníženiu DPH na vybrané položky gastro a športových služieb, všetky ceny dotknutých položiek dokonca rástli. Zníženie DPH pomohlo pokryť vyššie uvedeným segmentom služieb zvýšené náklady a/alebo vytvoriť priestor na obnovenie ziskovosti (box 1). Prelievajúce vstupných nákladov ako sú mzdy, potraviny, energie pôsobí s určitým oneskorením.

Box 1

Ako sa prejavilo zníženie DPH na vybrané tovary a služby v ich spotrebiteľských cenách?

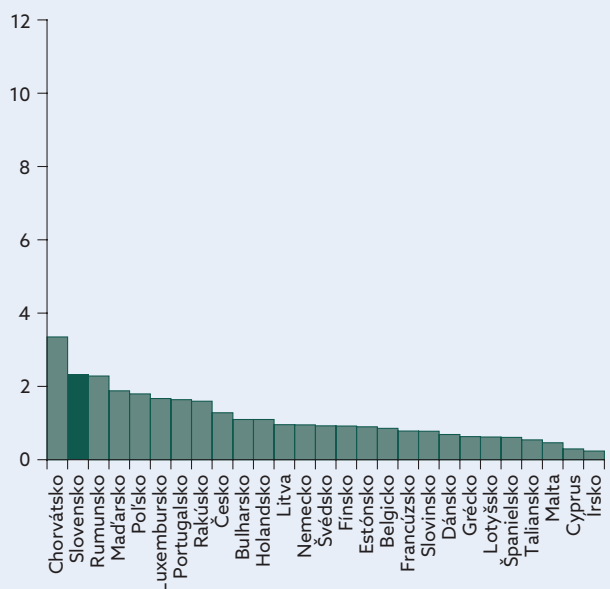
Napriek zníženiu DPH z 20 % na 10 % na vybrané druhy tovarov a služieb došlo pri všetkých dotknutých položkách dokonca k nárastu cien, a nie k poklesu. Časť spotrebného koša obsahujúca tieto položky v januári zdražela druhým najrýchlejším tempom v rámci EÚ (graf A). Rast cien očistený o nepriame dane bol začiatkom roka dokonca dvojciferný (graf B).

Bližšie sme sa teda pozreli na vysvetľujúce faktory, ktoré formujú cenotvorbu v službách. Patria medzi ne mzdy, ceny potravín a energie. Pomocou nich vieme vysvetliť použitím jednoduchšej regresie cenový vývoj. Podľa tejto regresie, aj vrátane nižšej DPH, sú ceny týchto

položiek zhruba tam, kde by mali byť podľa jednoduchého modelu (graf C). Predajcovia a poskytovatelia služieb nižšiu DPH nepremietli do spotrebiteľských cien.

Graf A

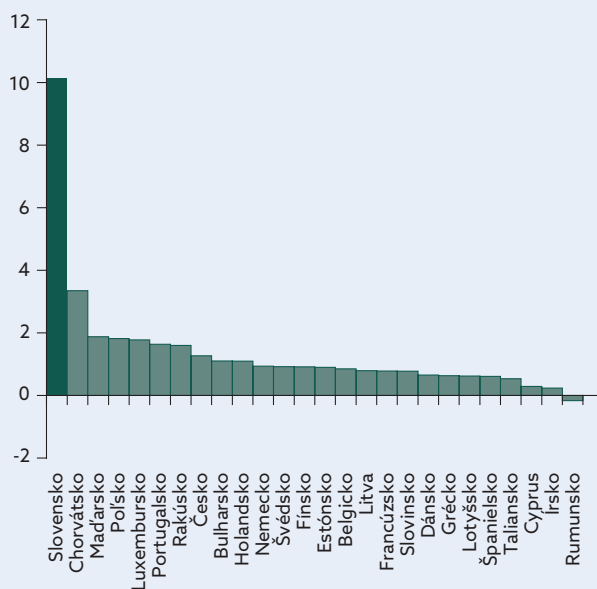
Medzimesačný rast cien komponentu s nižšou DPH (%)



Zdroj: Eurostat

Graf B

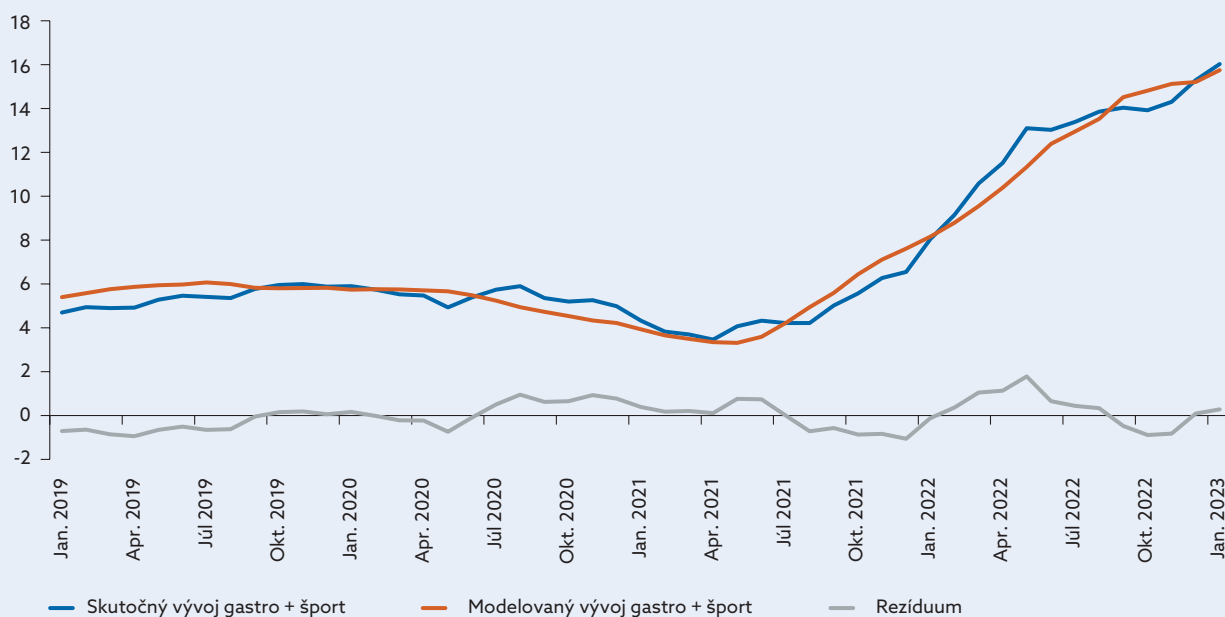
Medzimesačný rast cien komponentu v januári očistený o nepriame dane (%)



Zdroj: Eurostat

Graf C

Skutočný a modelovaný vývoj spotrebiteľských cien v odvetviach s poklesom DPH (%)

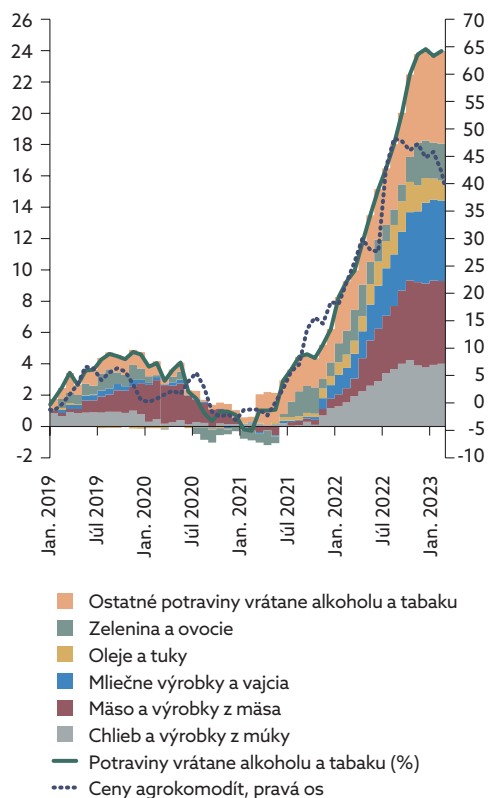


Zdroj: NBS

Rast cien tovarov by sa nemal ďalej zrýchľovať. Tempo rastu dovozných cien dosiahlo vrchol v polovici roka 2022. Spolu s veľmi vysokými cenami energií sa prenášajú do aktuálnej rekordne vysokej dynamiky priemyselných tovarov bez energií. Pokles trhových cien elektriny a plynu z rekordných úrovní a ustúpenie problémov s dodávkami komponentov pôsobí na spomalenie cien priemyselných výrobcov pre domáci trh.

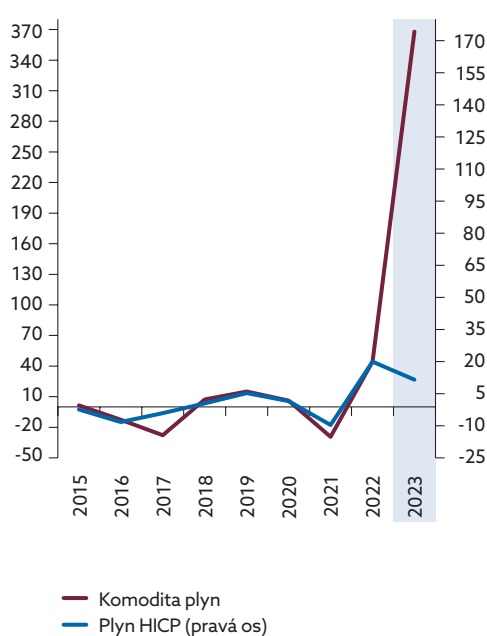
Medziročný rast cien potravín pravdepodobne kulminuje (graf č. 8). Spomalili sa ceny základných agrokomodít, výrobných cien potravín pre domáci trh, výraznejšie klesli zo septembrových maxím spotové ceny elektriny na komoditnom trhu. Napriek tomu sa ceny potravín štyri mesiace pohybujú pri historicky najvyššej dynamike (24 %).

Graf 8
Štruktúra cien potravín
a agrokomodity (medziročná zmena
v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 9
Regulované ceny plynu a komodita
plyn (medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Rast cien energií bol vďaka fiškálnym kompenzačným opatreniam nižší, ako sa predpokladalo (graf č. 9). Aktuálny pokles trhových cien energií sa prejaví najmä sprostredkované v nižšom prenose do iných spotrebiteľských cien ako regulovaných cien energií a v menšom raste cien energií v nasledujúcom roku.

Box 2

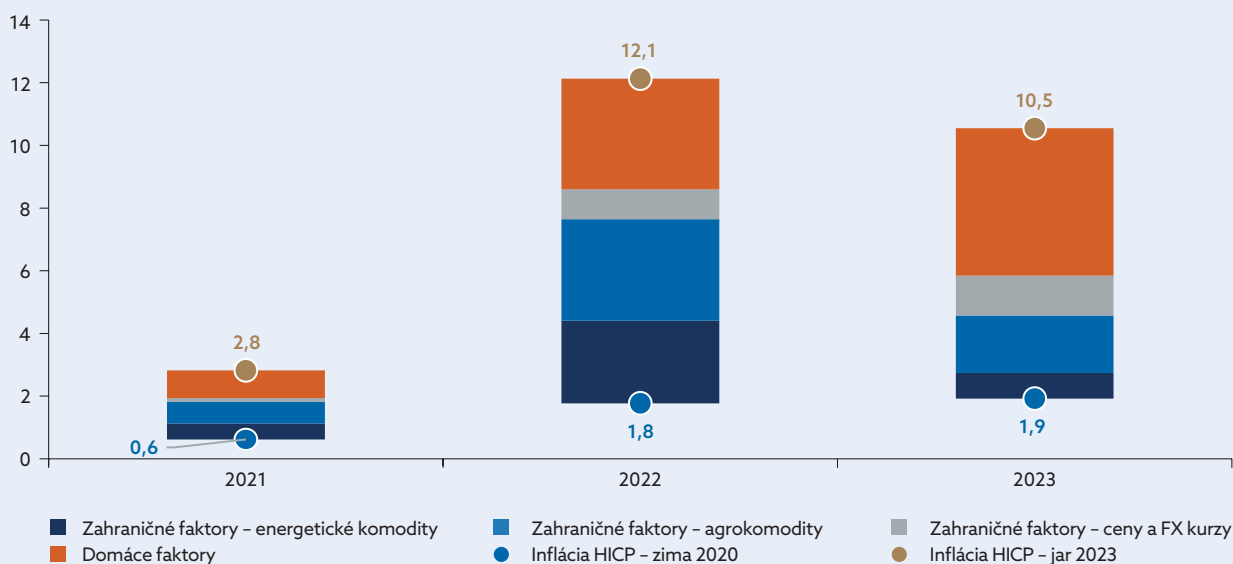
Inflácia mení svoj charakter

Vysoká inflácia v roku 2022 na Slovensku¹ išla na vrub najmä externých faktorov, tzn. cien energetických a poľnohospodárskych komodít na zahraničných trhoch, výmenného kurzu a cien importov. V pozadí však postupne, ale isto, rástol vplyv domácich faktorov a v roku 2023 očakávame, že inflácia zmení svoj charakter a domáce faktory ako dopyt a mzdy budú zohrávať hlavnú úlohu.

Graf A ukazuje rozklad zmeny našej inflačnej prognózy pre roky 2021 – 2023 medzi zimnou prognózou v roku 2020 a aktuálnou prognózou jar 2023.² Kým za rok 2022 súčet príspevkov externých faktorov v navýšení inflácie predstavuje 65 %, pre rok 2023 je to už len 45 %.

Graf A

Rozklad zmeny predikcie inflácie medzi zimou 2020 a jarou 2023 (p. b.)



Zdroj: NBS

Je za tým naozaj vyšší dopyt? Táto otázka je dôležitá, lebo menová politika centrálnej banky vplýva na ekonomiku práve cez dopyt. Preto, ak pozorujeme silný vplyv dopytu, je to signál

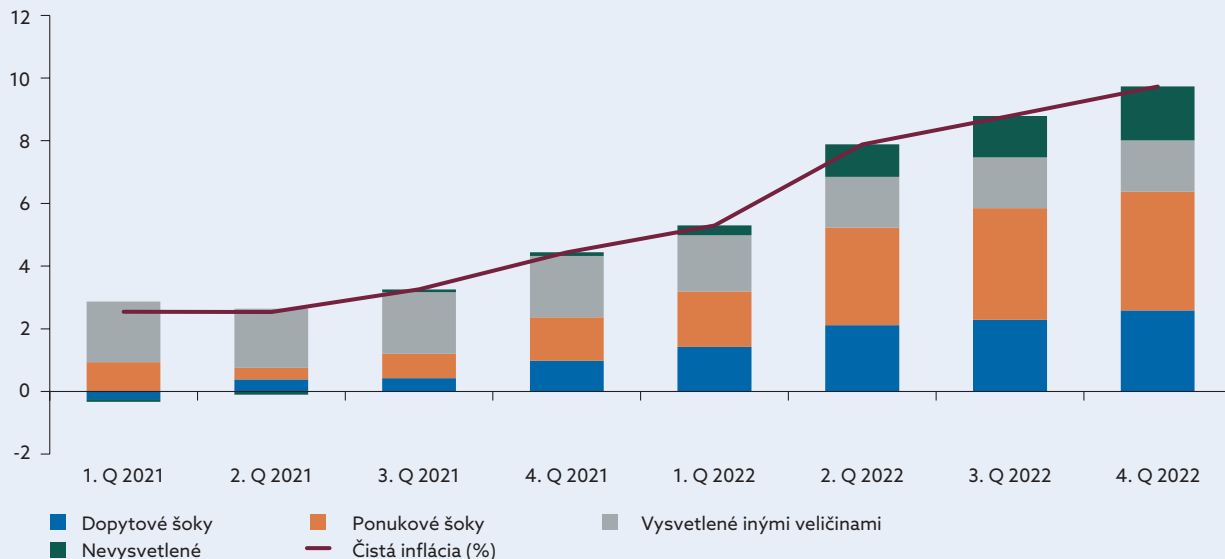
¹ Priemerná ročná HICP inflácia za rok 2022 predstavovala 12,1 %.

² Rozklad sa robí pomocou nášho hlavného makroekonomického predikčného modelu, pomocou ktorého sa pozeráme, akú zmenu inflácie prinášajú zmeny predpokladov o externom prostredí. Zvyšok pripisujeme domácim faktorom. Bližšie informácie k metodológii v publikácii [Odkiaľ sa na Slovensku berie taká inflácia \(alebo slovenský rebríček inflačných faktorov\)](#), NBS blog, február 2022.

pre menovú politiku. Naša ekonometrická analýza³ naznačuje, že dopyt (zahraničný aj domáci) v narastajúcej miere vplýval na infláciu už v roku 2022 (graf B).

Graf B

Ako vplýva dopyt na súčasnú infláciu? (príspevky v p. b., medziročná zmena v %)



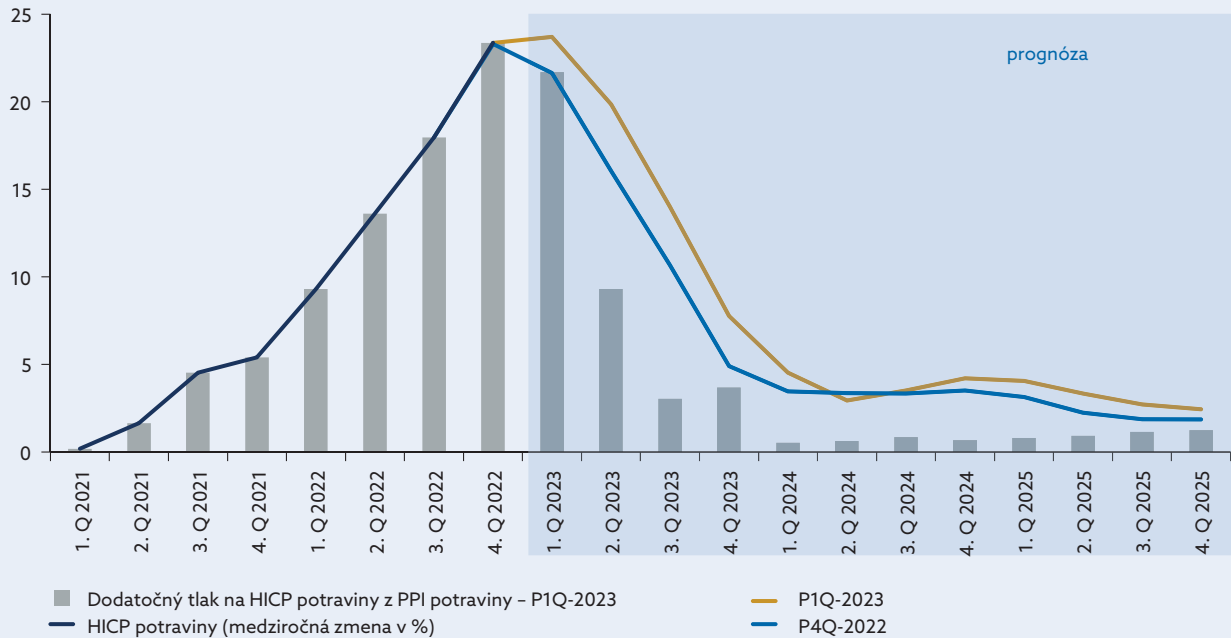
Zdroj: NBS

Externé faktory vo forme cien energetických a poľnohospodárskych komodít by už mali odznievať aj v prípade cien potravín. Náš pohľad je založený na analýze vplyvu cien energií a poľnohospodárskych komodít na ceny výrobcov a v druhom kroku analýze vplyvu cien výrobcov na spotrebiteľské ceny potravín. Ako môžeme vidieť z grafu C, nárast výrobných cien naznačuje strmý pokles rastu cien potravín v priebehu rokov 2023 a 2024. Modelom predpovedané spomalenie inflácie cien potravín však v dátach zatiaľ nevidíme. V hre môžu byť prechodne iné vplyvy, ktoré nemáme dobre zachytené. Z tohto dôvodu navyšujeme našu prognózu cien potravín na najbližšie mesiace oproti zimnej prognóze 2022.

³ Ekonometrický bayesiánsky VAR model je použitý pre identifikáciu šokov rôzneho typu od dopytových až po ponukové šoky. S pomocou tohto modelu odhadujeme, akým podielom prispieva daný šok k inflácii. Napr. pre kladné dopytové šoky je charakteristické, že sa súčasne zvyšuje ekonomická aktivita a inflácia. Inflácia rastie aj pri záporných ponukových šokoch, avšak ekonomická aktivita klesá.

Graf C

Dodatočný PPI vplyv na spotrebiteľskú infláciu potravín (p. b., %)



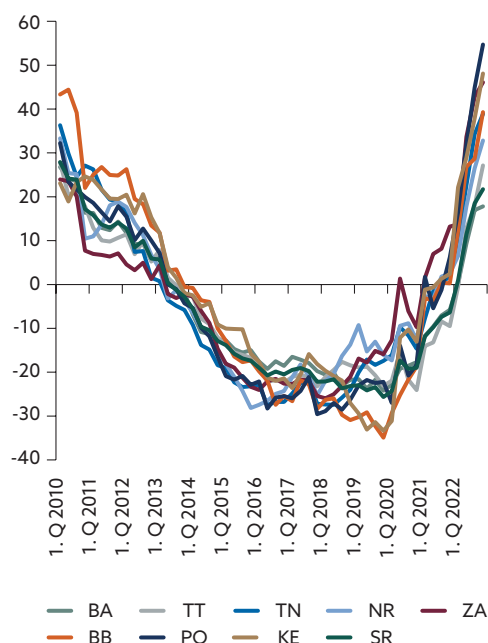
Zdroj: ŠÚ SR, NBS

2.2.2 Ceny nehnuteľností

Ceny nehnuteľností v 4. štvrtroku 2022 poklesli o 1,94 % v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom. Medzištvrtročný pokles cien evidujeme prvýkrát od roku 2019. Ceny najvýraznejšie klesli v Bratislavskom a Žilinskom kraji. Medziročné tempo rastu sa výrazne spomalilo na 15 %, z predchádzajúcich 22 %. Očakávaná ohľadne cenového obratu sa potvrdili, vrchol dosiahli ceny nehnuteľností v júli 2022. Mesačné údaje zo začiatku roka 2023 naznačujú pokračujúci klesajúci trend cien bývania.

Graf 10

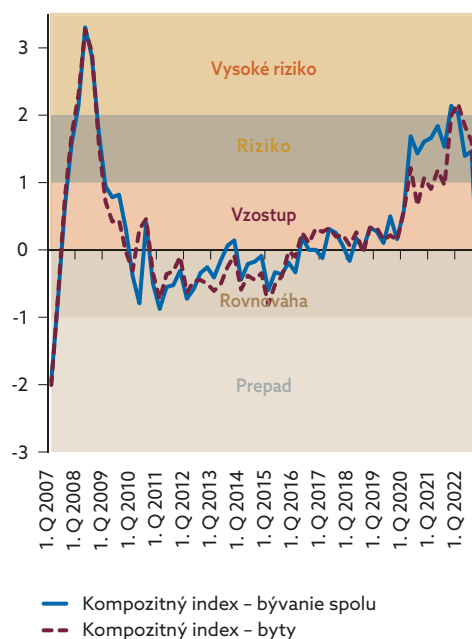
Index dostupnosti bývania (podiel HAI k jeho historickému priemeru v %)⁴



Zdroj: NBS, NARKS, ŠÚ SR, United Classifieds

Graf 11

Kompozitný index na hodnotenie vývoja ceny bývania



Zdroj: NBS, NARKS, ŠÚ SR, United Classifieds

Bývanie sa stáva vplyvom rastúcich úrokových sadzieb čoraz nedostupnejšie (graf č. 10). Pokles cien nehnuteľností ani v spojení s rastom miezd nedokázal vykompenzovať efekt úrokových sadzieb na dostupnosť bývania⁵. Index HAI sa zhoršil približne o 3 body. Návrat indexu HAI na svoj dlhodobý priemer by si vyžadoval pokles cien o vyše 17 % – pri zohľadnení aktuálnej predikcie rastu miezd a januárových údajov o úrokových mierach. Bývanie je najmenej dostupné v Prešovskom, Košickom a Žilinskom kraji. Na opačnej strane spektra sa nachádza Bratislavský kraj, k čomu prispel aktuálny pokles cien aj dynamický rast miezd.

Miera súčasného poklesu cien nehnuteľností sa javí v súlade so širšími ekonomickými podmienkami⁶. Pokles aktivity na realitnom trhu reflektu-

⁴ Index dostupnosti bývania – Housing affordability index (HAI).

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 V 3. štvrtroku 2022 sa rast cien nehnuteľností výrazne spomalil. Kompozitný index poklesol, zostal však v pásme zvýšeného rizika cenovej korekcie. Išlo teda o indíciu, že v ďalšom štvrtroku sa pokles prehĺbi, čo je presne vývoj, ktorý sme v 4. štvrtroku pozorovali. KI reagoval prepadom do pásma rovnováhy, čo naznačuje, že vývoj v poslednom štvrtroku zodpovedal vývoju ostatných ekonomických fundamentov.

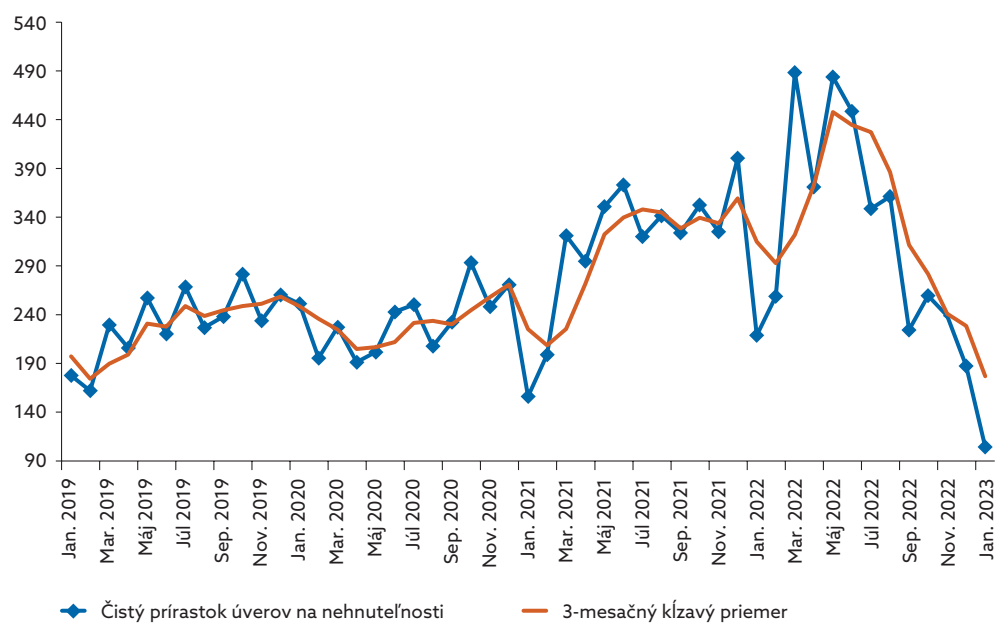
je aj kompozitný index⁷ na hodnotenie vývoja cien bývania (graf č. 11). Hodnoty indexu klesli do rovnovážneho pásma. Pod pokles sa podpísal vývoj prakticky všetkých parciálnych ukazovateľov. Ceny nehnuteľností oproti predchádzajúcemu štvrťroku poklesli, avšak inflácia, nájomné aj príjem vzrástli – pomerové ukazovatele preto klesajú.

Dokončuje sa čím ďalej tým viac bytov, naopak, počet začatých bytov sa znižuje. Medziročne množstvo začatých bytov a vydaných stavebných povolení pokleslo približne o tretinu. Aktuálny počet rozostavaných bytov preto postupne klesá. Stavebná produkcia bytových budov bola v 4. štvrťroku 2022 o 17 % vyššia ako pred rokom. Keďže zostáva na vysokých úrovniach, na kompozitný index má kladný, hoci zanedbateľný vplyv.

Objem poskytnutých úverov na bývanie výrazne klesá (graf č. 12). Úrokové sadzby na čisto nové úvery sa v januári vyšplhali na 3,74 %. V dôsledku rastu sadzieb je prírastok nových úverov na bývanie na prelome rokov medziročne o polovicu nižší. Podiel nových úverov na bývanie k disponibilnému príjmu prispieva k poklesu kompozitného indexu.

Graf 12

Čistý prírastok úverov na bývanie (mil. EUR)



Zdroj: ECB, NBS

⁷ Na účely vyhodnotenia vplyvu cien nehnuteľností na finančnú a ekonomickú stabilitu porovnávame ich vývoj s vývojom 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](#).

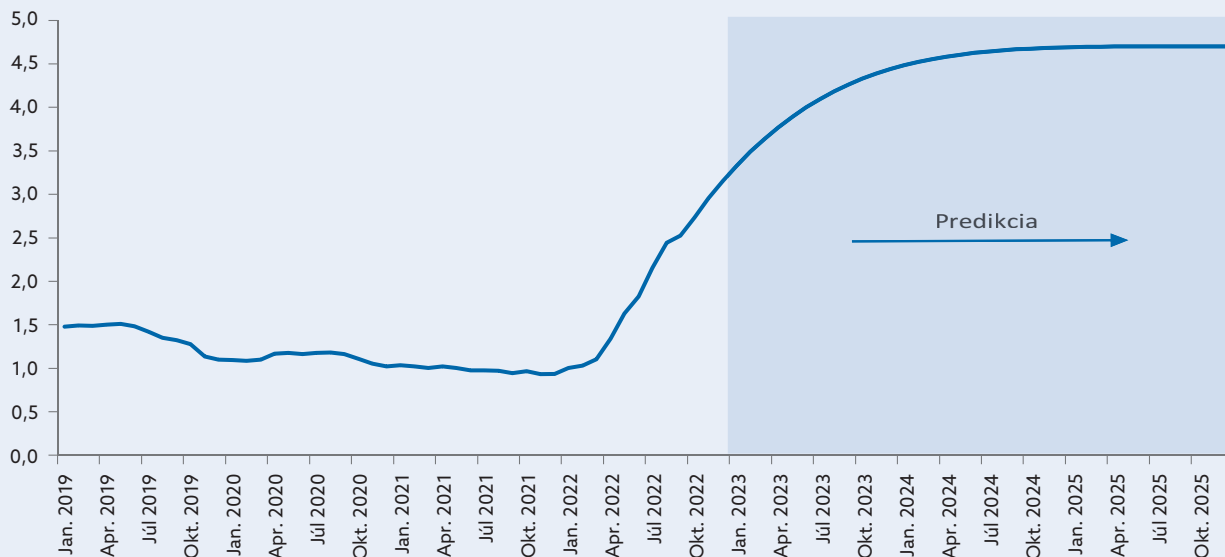
Box 3

Odhady rastúcich úrokov na splátky hypoték

Prísnejšia menová politika sa prejavila v prudkom náraste trhových úrokových sadzieb, čo sa následne premietlo aj do úročenia hypoték. Trhové očakávania zohľadňujú ešte ďalší rast úrokových sadzieb v nasledujúcich mesiacoch, na čo prihliada predikcia úročenia novoposkytnutých hypoték. Tieto sadzby sú však relevantné nielen z pohľadu nových dlžníkov, ale aj pre existujúcich dlžníkov, keďže pri refixácii banky uplatňujú aktuálne úrokové sadzby. Znamená to, že dlžníkom sa postupne zvýšia splátky úverov v dôsledku nárastu úrokovej zložky. Na Slovensku je pomerne krátka doba fixácie sadzby (2,6 roka), čo vystavuje domácnosti riziku vyšších splátok pri raste úrokových sadzieb.

Graf A

Úrokové sadzby z hypoték (% p. a.)



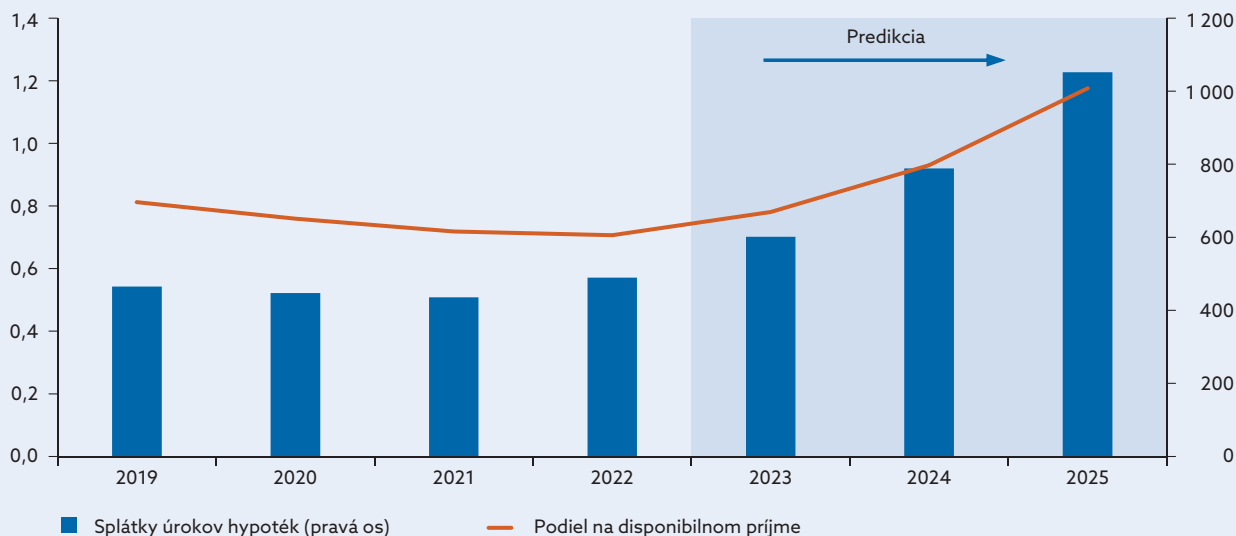
Zdroj: NBS

Vyššie úrokové sadzby majú dôsledky pre makroekonomický vývoj. Spomaliť by sa mali investície aj súkromná spotreba, keďže nové finančné zdroje budú drahšie. Zvyšovanie úrokových sadzieb však ovplyvní aj existujúcich dlžníkov a tí by mohli v prípade výrazného rastu svojich splátok obmedziť svoju spotrebu. Na agregátnej úrovni odhadujeme efekt na približne 0,5 % disponibilného príjmu do roku 2025 (zvýšenie podielu splátky úrokov z 0,7 % na 1,2 % disponibilných príjmov).⁸ Nárast výdavkov na obsluhu dlhu sa pri plnom efekte (domácnosti znížia výdavky presne o sumu, o ktorú im vzrastie splátka) môže prejavíť v znížení spotrebiteľského dopytu kumulatívne o 0,6 % do roku 2025.

⁸ Výpočet sme robili na individuálnych úveroch, pri ktorých poznáme dlžnú sumu, dobu splatnosti, dátum refixácie a aplikovali sme predpokladanú úrokovú sadzbu z nových hypoték.

Graf B

Splátky úrokov hypoték a ich podiel na disponibilnom príjme (% , mil. EUR)

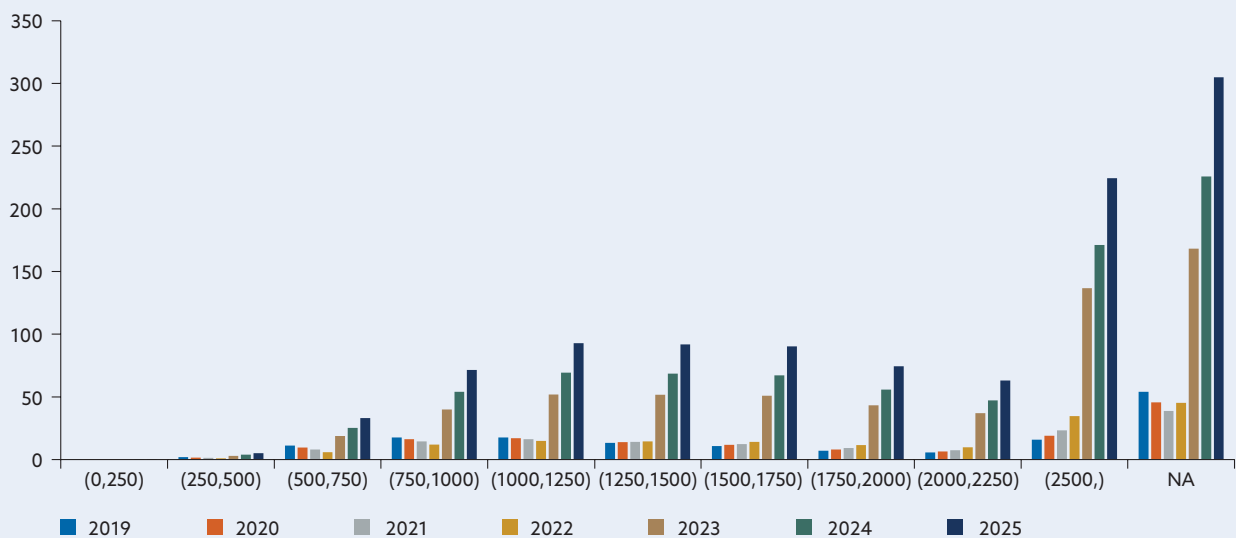


Zdroj: NBS

Najviac zadlženými domácnosťami sú tie s najvyšším príjmom, preto vplyv na spotrebu by mohol byť nižší ako odhadovaný plný prenos. Dôležitým aspektom nielen z pohľadu finančnej stability, ale najmä z makroekonomického efektu je najmä vedieť, ktoré príjmové skupiny domácností budú najviac zasiahnuté. Aj keď sa v absolútnom vyjadrení najviac zvýšia splátky hypoték domácnostiam s najvyšším príjmom, ich podiel na príjme zostane naďalej najnižší spomedzi všetkých kategórií.

Graf C

Splátky úrokov domácností podľa príjmu (mil. EUR)



Zdroj: NBS

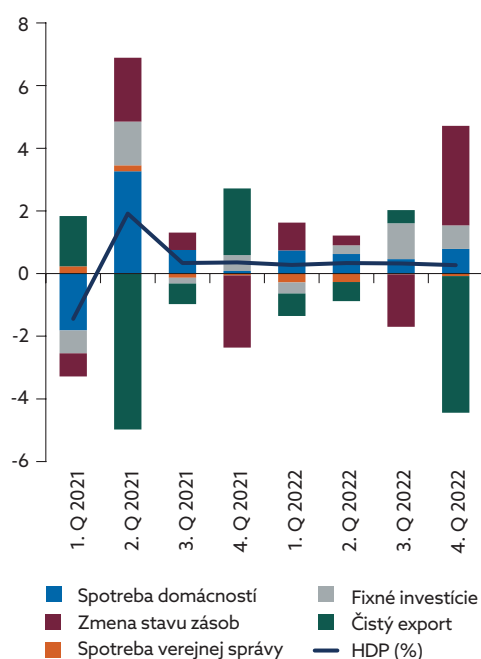
Poznámka: „NA“ znamená, že nemáme informáciu o príjme domácností.

2.2.3 Ekonomický rast

Ekonomika pokračovala v miernom raste aj v závere minulého roka, zvýšila sa o 0,3 % medzištvrtročne. Rast podporila najmä súkromná spotreba a čiastočne aj investície (graf č. 13). Domácnosti zvyšovali svoje nákupy aj napriek vysokej inflácii, ktorá už dlhšie ukrajuje z ich príjmov. Problémy s dodávkami v priemysle sa stabilizovali a podporili tak export automobilov. Chýbal však vývoz energeticky náročnej výroby kovov, ktorú tlmil vplyv vysokých cien vstupných energií. Tie zapríčinili taktiež zhoršenie salda zahraničného obchodu, keďže počas zimných mesiacov sa dovážalo viac energetických komodít za vyššie ceny.

Graf 13

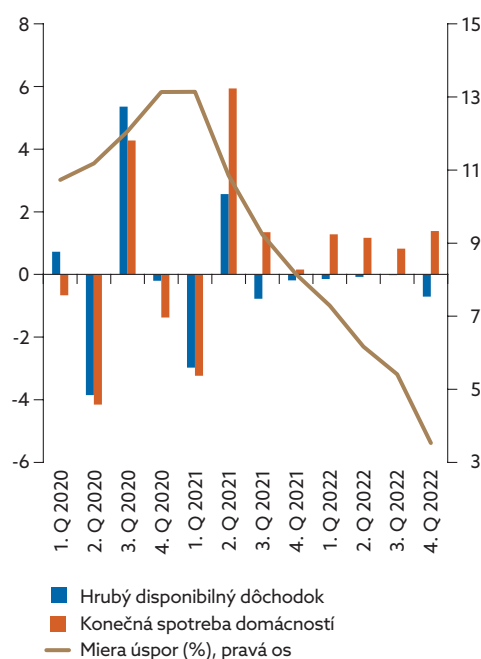
Vývoj HDP (medzištvrtročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 14

Príjmy a spotreba domácností (medzištvrtročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Súkromná spotreba bola hlavným zdrojom rastu ekonomiky v závere roka, a to aj napriek klesajúcemu reálnemu príjmu. Domácnosti sa vracali k vyššiemu využívaniu služieb (hotely, reštaurácie a rekreácie), ktoré boli výrazne obmedzené počas pandemického obdobia. Prvou zložkou spotreby, v ktorej sa prejavil efekt rastúcich cien, boli výdavky na potraviny (box 4), mierne sa šetrilo aj na energiách. Ako vyplýva z prieskumu medzi firmami v maloobchode, nižší dopyt zo strany domácností vidia začiatkom aktuálneho roka. Domácnosti museli výraznejšie siahnuť na úspory, aby uspokojili svoju spotrebu, a tak miera úspor klesla na historické minimum (graf č. 14).

Box 4

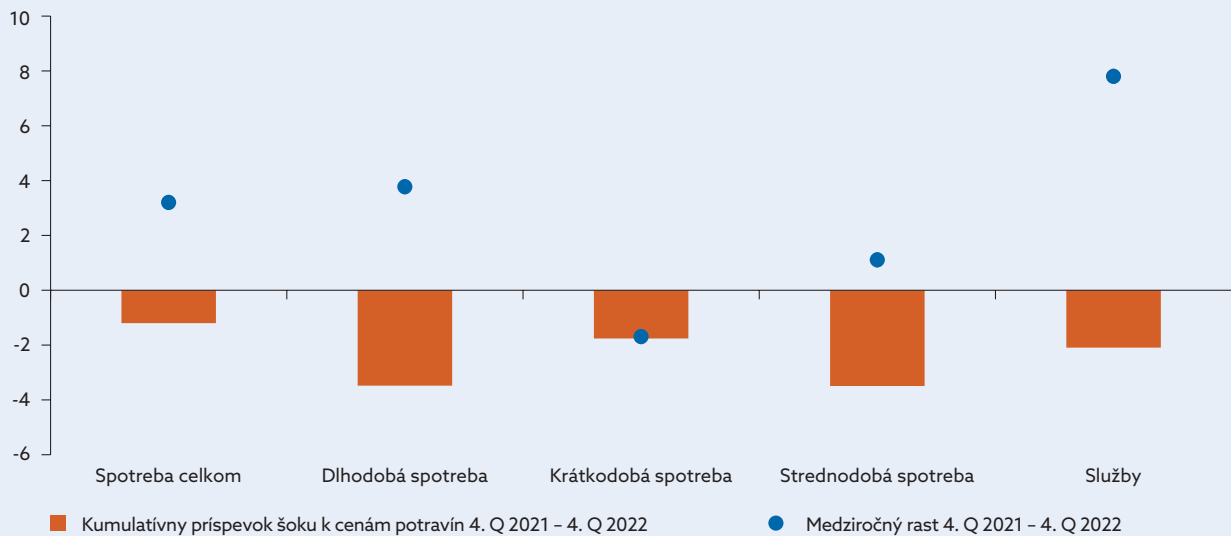
Vplyv zdraženia potravín na spotrebu domácností

Jednou z najdôležitejších zložiek aktuálnej vysokej inflácie sú ceny potravín, ktoré v roku 2022 rástli nečakane rýchlo. Okrem iného tento vývoj ovplyvnil aj spotrebu domácností.

Z výsledkov analýzy vplyvu cien potravín na spotrebu vyplýva, že nebyť rastúcich cien potravín, spotreba mohla za obdobie 4. štvrťrok 2021 až 4. štvrťrok 2022 rásť o 1,2 p. b. rýchlejšie (medziročný rast v 4. štvrťroku 2022 pritom predstavoval 3,2 %). Graf A ukazuje naakumulovaný vplyv globálneho potravinového šoku na spotrebu a jej jednotlivé položky počas roku 2022. **Najvýraznejší efekt bol podľa očakávaní na tovary dlhodobej a strednodobej spotreby.** V období rastúcich cien je rozumné očakávať, že domácnosti budú odkladať práve väčšie nákupy. Naopak, relatívne najmenší vplyv evidujeme v prípade tovarov krátkodobej spotreby – ide častokrát o nevyhnutné nákupy domácností, ktoré nie je možné odložiť.

Graf A

Kumulatívny vplyv zvýšenia cien potravín na rast spotreby (%)



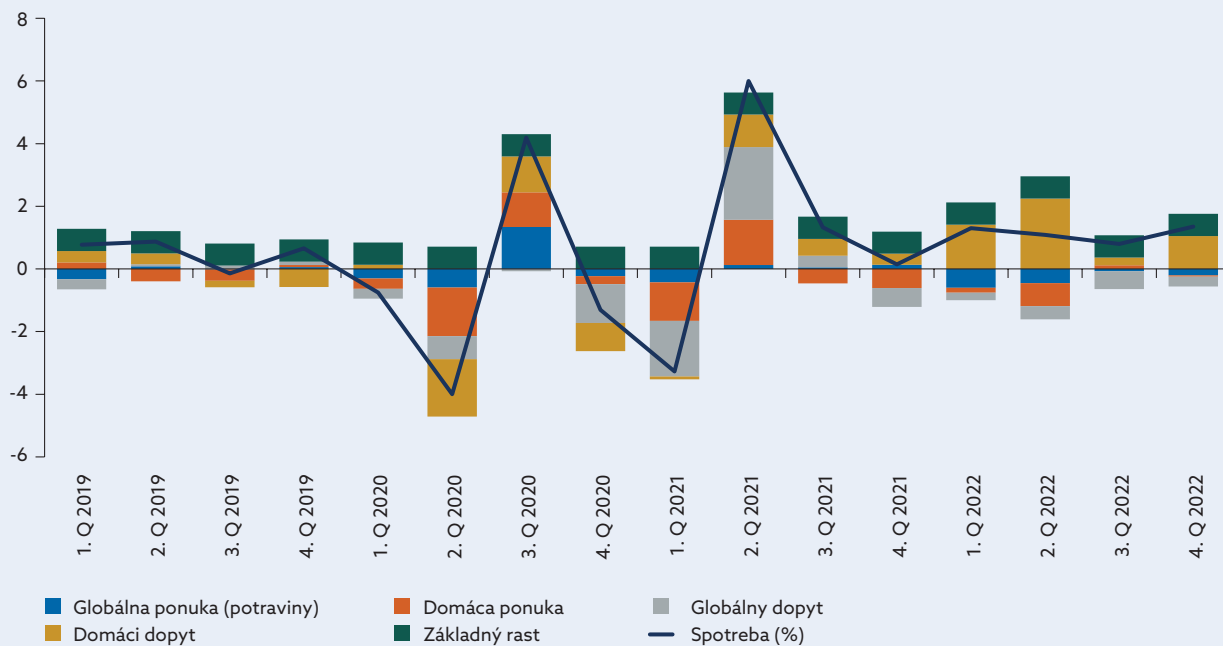
Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Rast cien potravín sa na spotrebe prejavil najmä v prvej polovici roku 2022, prevážil ho však domáci dopyt. Graf B zobrazuje podrobnejší historický rozklad vplyvu jednotlivých šokov na celkovú spotrebu. V prvej polovici roku 2022 má významný negatívny príspevok šok do cien potravín, kedy ceny rástli najprudšie. V druhej polovici už tento efekt ustupuje do úzadia. Pomerne stabilný negatívny vplyv má aj zahraničný dopyt. Najdôležitejším faktorom určujúcim vývoj spotreby je počas roku 2022 domáci dopyt. Výrazný domáci dopyt dokázal počas štyroch posledných štvrťrokov prevážiť všetky negatívne vplyvy, vrátane rýchlo rastú-

cich cien potravín. V prípade služieb bol silný efekt dopytu spôsobený najmä možnosťou znova ich využívať po dvoch rokoch lockdownov, pričom predpandemickú úroveň dobehli až koncom minulého roka.

Graf B

Historický rozklad vplyvu jednotlivých šokov na vývoj spotreby (medzištvrtročný rast v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Zlepšujúca sa situácia v dodávkach súčiastok pomohla udržať export automobilového priemyslu, chýbal však vývoz energeticky náročnejšej výroby. Nadalej pretrvávala zlá situácia vo výrobe kovov a v chemickom priemysle spôsobená vysokými cenami vstupov. Ich znížený vývoz koncom roka nedokázal vykompenzovať ani relatívne priaznivý export automobilov. Zvýšené dovozy komponentov a tovarov na spotrebu pôsobili tlmiaco na ekonomiku prostredníctvom vysokého deficitu zahraničného obchodu.

Investičná aktivita firiem sa síce zvyšovala, sprísňovanie menovej politiky sa však začalo prejavovať v znižovaní investícií domácností do bývania. Podniky investovali do produktov duševného vlastníctva, ako je nový software a k nemu prislúchajúci hardware. Zvyšovanie úrokových sadzieb od začiatku roka sťažilo prístup domácností k hypotékam, následkom čoho

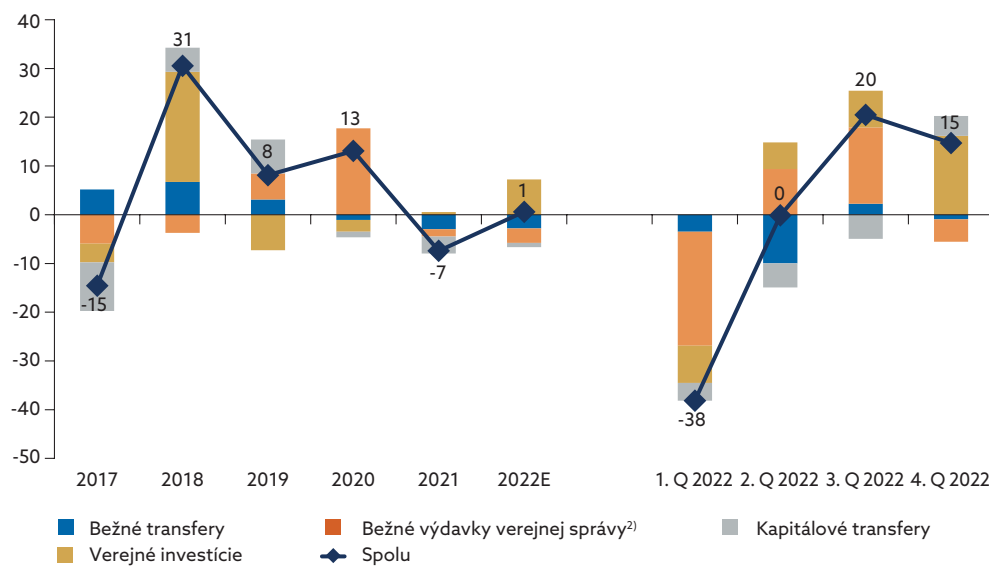
začali klesať investície do bývania. V závere roka sa rozbehli aj očakávané investície vlády.

Vysoké investície potiahla v 4. štvrtroku najmä samospráva. Silná medziročná dynamika bola predovšetkým v investíciách financovaných z vlastných zdrojov (pri stagnujúcich eurofondoch), a to najmä v prípade obcí a VÚC na investície do rekonštrukcie a modernizácie.

Príjmy z rozpočtu EÚ v uplynulom roku predbežne dosiahli úroveň 2,0 % HDP. Nominálne čerpanie eurofondov vrátane Plánu obnovy medziročne takmer stagnovalo (graf 15). V štruktúre sa prejavuje oživenie kapitálových výdavkov, keď verejný sektor zaznamenal rast investícií v oblasti rozvoja dopravnej infraštruktúry, životného prostredia vrátane sanácií environmentálnych záťaží, podpory výskumných činností a energetickej efektívnosti verejných budov. Príspevok Plánu obnovy (POO) bol marginálny, keď sa výdavky v objeme 0,05 % HDP čerpali najmä na krytie vládnej spotreby spojenej s implementáciou POO.

Graf 15

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



Zdroj: Štátna pokladnica, NBS

1) Očistené o čerpanie na finančné nástroje

2) Obsahuje aj výdavky na tzv. dočasný kurzarbeit počas COVID-19

Spotreba verejnej správy zakončila rok 2022 silnou dynamikou, ťahanou najmä nákladmi na energie. Tento vývoj čiastočne kompenzoval relatívne dynamický nárast príjmov z tržieb.

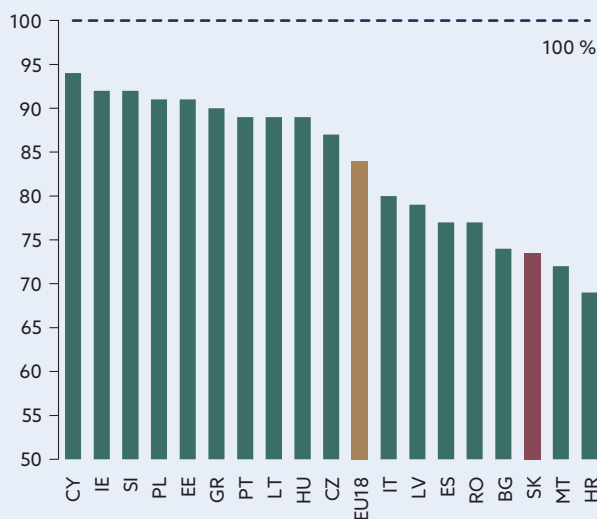
Box 5

Skúsenosti s eurofondmi zreálňujú investičné očakávania

Čerpanie eurofondov na Slovensku je pomalé. Eurofondy majú nezanedbateľný vplyv na modernizáciu ekonomiky. Charakteristickým javom, ktorý sa s nimi spája, je tzv. eurofondový optimizmus – odhady budúceho čerpania sú vyššie ako skutočné plnenie⁹. V medzinárodnom porovnaní sa radíme medzi krajiny s najnižšou mierou absorpcie (graf A). Reakciou je prirodzene urýchliť čerpanie a formálne to deklarovat' v trojročnom rozpočtovom pláne a pri jeho schválení parlamentom vláda pravidelne vyvoláva pozitívne očakávania o podpore ekonomiky z eurofondov. Rozpor s realitou je však evidentný. Eurofondový optimizmus ilustrujú rozpočty verejnej správy od roku 2014 (graf B). V treťom roku je nadhodnotenie najvyššie, v priemere o 1,1 p. b. HDP, z čoho zároveň vyplýva nadhodnocovanie makroekonomických prognóz. Pri priemernom multiplikátore¹⁰ eurofondov 0,59 to predstavuje v treťom roku nadhodnotenie prognózy úrovne HDP o 0,4 až 0,6 %.

Graf A

Čerpanie eurofondov z 3PO
(% z celkovej alokácie)

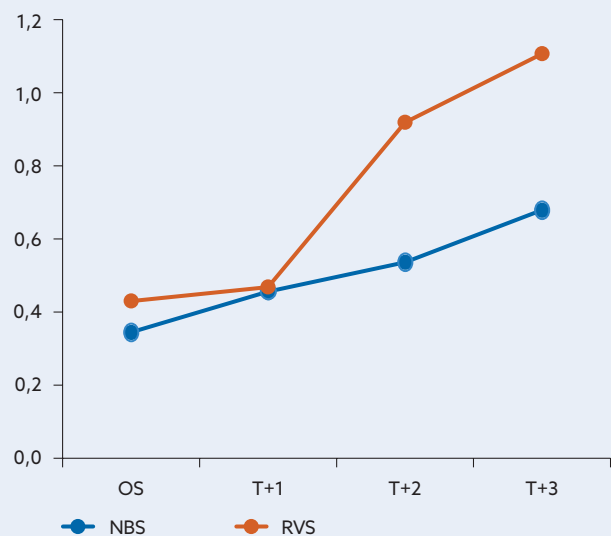


Zdroj: EK, NBS

Poznámka: EK – platby EŠIF 2014 až 2020, stav k 16. 3. 2023.

Graf B

Odchýlka čerpania eurofondov od skutočnosti
v projekciách NBS a od rozpočtu verejnej správy
(p. b. HDP)¹⁾



Zdroj: MF SR (Rozpočty verejnej správy SR z obdobia rokov 2014 až 2022), jesenné prognózy NBS v rokoch 2013 až 2022, výpočty NBS

1) Bez dotácií

Poznámka: OS – prognóza očakávanej skutočnosti aktuálneho roka v čase zostavovania rozpočtu, T+1 až T+3 je projekcia na nasledujúce tri roky.

⁹ Z vyše 14 miliardovej alokácie 3. programového obdobia (3PO) bolo na regionálny rozvoj za roky 2014 – 2022 vyčerpaných 66 %. V porovnaní s tým, v 2. programovom období (2PO) bol za rovnako dlhé obdobie 9 rokov (2007 – 2015) vyčerpaných 90 % z alokácie. Treba dodať, že obdobie čerpania z 2PO bolo o rok kratšie a končilo sa práve v roku 2015, čo pri riziku trvalej straty akcelerovalo financovanie z eurofondov.

¹⁰ Bližšie informácie v analytickom komentári [Ako sa eurofondy podieľajú na tvorbe HDP](#).

Pre lepší odhad verejných investícií je preto užitočné pozrieť sa na doterajšie skúsenosti s čerpaním eurofondových projektov. Eurofondy sú prítomné takmer pri väčšine významných najmä verejných investícií. Tempo realizácie investícií závisí od rôznych fáz projektového cyklu¹¹. Samotná realizačná fáza sa však stále považuje za významný faktor čerpania.

Súhrnnú dynamiku projektov za vybrané investičné oblasti primerane charakterizuje tzv. S-krivka, ktorá vyjadruje priemerný vývoj kumulatívneho čerpania zo zazmluvnenej sumy projektu (os y) voči jeho časovému plánu (os x)¹².

Priemerná dynamika čerpania je v minulom období rýchlejšia ako v poslednom, treťom programovom období (grafy C a D). Sklon S-krivky je v prípade 2PO strmší. Najviac zdrojov 3PO je investovaných do verejnej infraštruktúry v doprave a životnom prostredí (spolu 39 %). Čerpanie v týchto oblastiach zaostáva za plánmi, v doprave dosiahlo čerpanie 60 % a v environmentálnej oblasti 70 %.

Čerpanie infraštruktúrnych balíkov je rôzne, ale môže sa pohybovať približne od 1,6 do 2-násobku pôvodnej dĺžky realizačného plánu. Alternatívnym pohľadom na rýchlosť čerpania eurofondov je priemerná doba čerpania zazmluvnenej sumy vzhľadom na plánovanú dobu realizácie. Pri zvolení hranice 95 % čerpania, pri ktorej je už možné považovať projekt za „približne“ vysporiadaný¹³, trvali projekty v doprave (nové cesty a železnice, rekonštrukcie cestných úsekov) 2-násobne dlhšie, ako bol pôvodne stanovený realizačný plán. V prípade environmentálnej infraštruktúry (čističky, kanalizácie, odpadové hospodárstvo) je to viac ako 60 %.

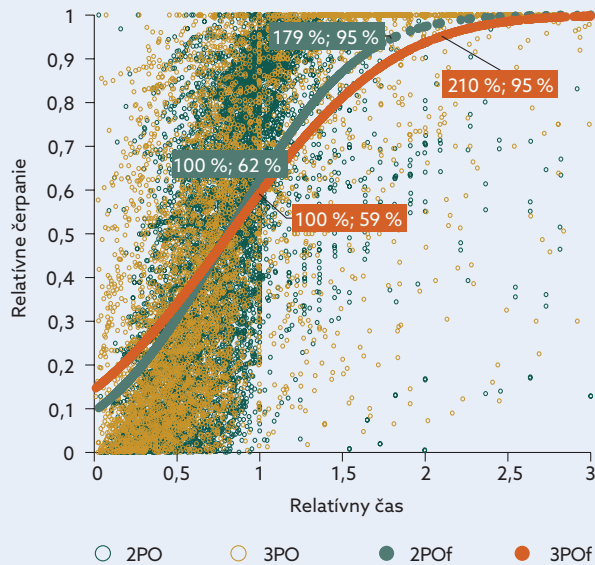
¹¹ Za základné fázy možno považovať: zverejnenie výziev na predkladanie žiadostí, projektová príprava, schvaľovanie žiadostí o príspevok, realizačná fáza, hodnotenie a zúčtovanie. Jedným z dôvodov pomalého čerpania je oneskorené zverejňovanie projektových výziev, na čo nadväzuje časový posun uzatvárania zmlúv (NBS, 2020: *Analýza Návrhu rozpočtu verejnej správy na roky 2021-23, Príloha 7*).

¹² Tvar písmena „S“ vystihuje povahu čerpania. V 1. „nábehovej“ fáze rastie čerpanie relatívne pomaly. Následne v 2. fáze dochádza k zrýchleniu, čo je spôsobené plnením hlavných investičných častí. V 3. fáze dochádza opäť k spomaleniu platieb po finalizácii projektu, ktoré je ovplyvnené hodnotením a záverečným zúčtovaním. S-krivky sú odhadnuté pomocou regresného modelu Probit. Body na osi x vyjadrujú relatívny stav časového plánu projektu a body na osi y relatívny stav čerpania zo zazmluvnenej sumy. Napríklad bod [x=1, y=0,65] vyjadruje, že v čase plánu ukončenia projektu (x=1) bolo vyčerpaných 65 % zdrojov zo zazmluvnenej sumy (y=0,65). Ohraničenie $y \leq 1$ vyjadruje obmedzenie pre čerpanie maximálne do výšky 100 % zazmluvnenej sumy. Jednotlivé body zobrazujú vývoj čerpania projektov za rovnako dlhé obdobie 2PO a 3PO, t.j. 108 mesiacov, resp. 9 rokov. Pre 2PO je to čerpanie za obdobie 1/2007 až 12/2015 a pre 3PO obdobie 1/2014 až 12/2022.

¹³ Hranica bola zvolená nižšia ako 100 % vzhľadom na to, že mnohé projekty môžu ukončiť projekt s nižšími výdavkami, ako je zazmluvnená hodnota, napríklad kvôli úsporám vo verejnom obstarávaní.

Graf C

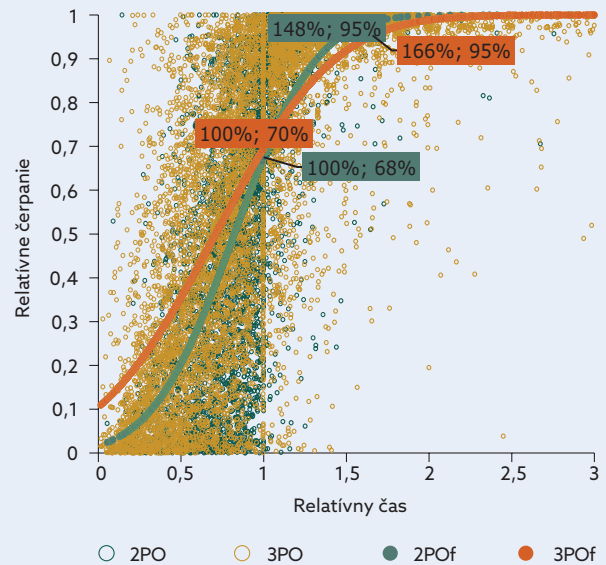
Projekty v doprave (%)



Zdroj: ITMS 2014+, NSRR, NBS

Graf D

Projekty v životnom prostredí (%)



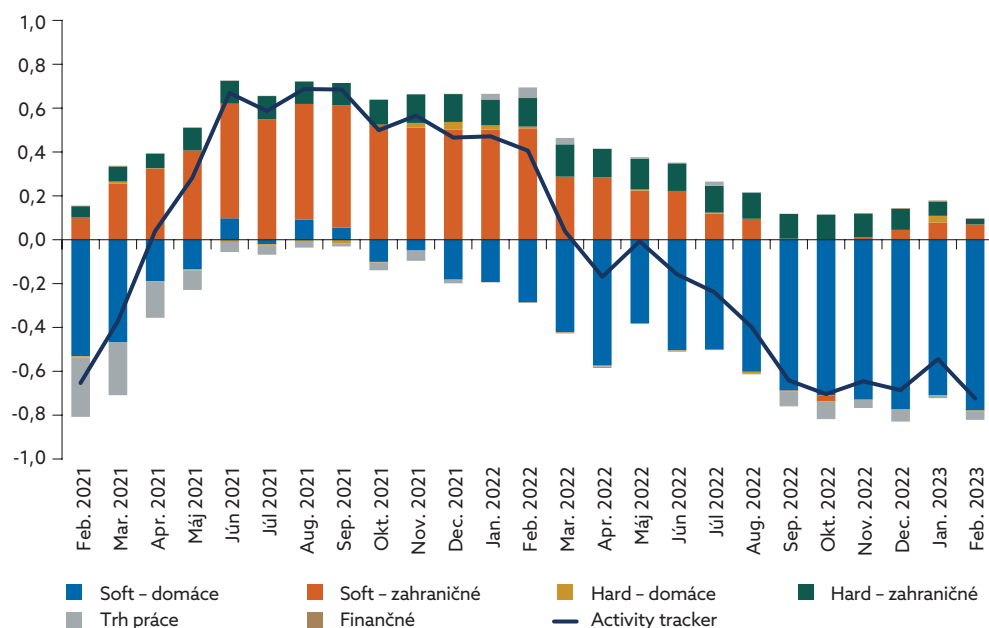
Zdroj: ITMS 2014+, NSRR, NBS

Naše predpovede čerpania eurofondov a verejných investícií berú do úvahy tieto bežné oneskorenia v realizácii projektov. Bolo by dobré s nimi rátať už v skorších fázach projektov. V ideálnom prípade by úsilie zodpovedných úradov smerovalo k ich odstráneniu. Lepším, včasným a účinným čerpaním eurofondov by sme mohli lepšie podporiť dobiehanie životnej úrovne vyspelých krajín a posilniť odolnosť ekonomiky.

Indikátor ekonomickej aktivity stagnuje už niekoľko mesiacov (graf č. 16). Zlepšovanie sentimentov doma aj v zahraničí sa vo februári zastavilo. Do negatívnejších nálad podnikateľov sa premietajú obavy o budúci dopyt a firmy stále zápasia aj s vysokými cenami vstupov. Domáce tržby a produkcia začiatkom aktuálneho roka mierne poklesli.

Graf 16

Indikátor aktivity (3-mesačný kľzavý priemer, medzimesačná zmena v %, odchýlka od priemeru)



Zdroj: Macrobond, ŠÚ SR, NBS

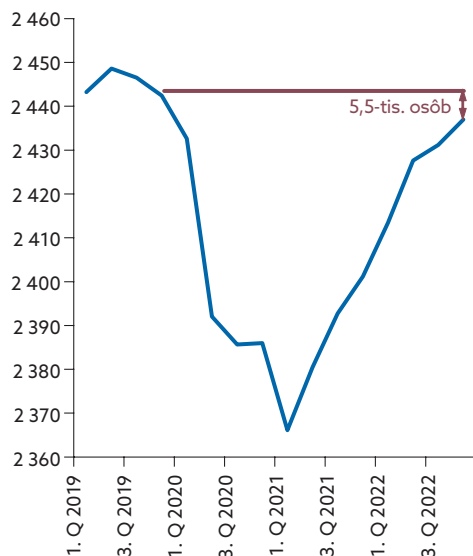
Poznámka: Activity tracker je odhadnutý prostredníctvom metódy hlavných komponentov s využitím širokej škály domácich aj zahraničných mesačných ukazovateľov.

Očakávaný pokles ekonomickej aktivity začiatkom roka by sa mal týkať najmä domácností, na ktoré dopadne vysoká inflácia. Firmy už pociťujú dôsledky vysokej inflácie, ktorá spôsobila prepád reálnej kúpyschopnosti. Naznačili to v našich rozhovoroch, keď celkové tržby vnímajú pozitívne, ale je to najmä dôsledok rastúcich cien, pričom objemy/počty predaných kusov, poskytnutých služieb sa znižujú. V priemysle zatiaľ pretrvávajú relatívne priaznivá situácia, negatívne riziká sa však prehľbujú s pribúdajúcimi obavami o vývoj dopytu.

2.2.4 Trh práce

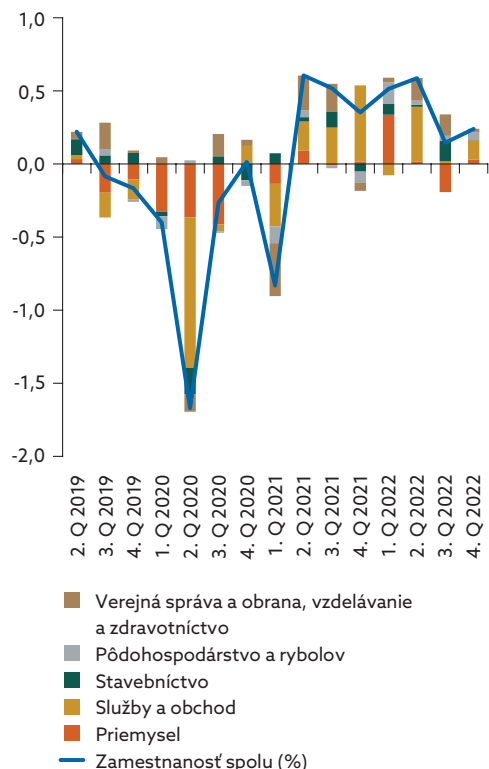
Priaznivý vývoj ekonomiky pomohol zvýšiť zamestnanosť. Zamestnanosť si udržala mierny rast aj koncom roka 2022, čím sa už takmer priblížila úrovni pred pandemiou (graf č. 17). Po niekoľkých štvrtrokoch rýchlejšieho rastu zamestnanosti, keď odídenci pomohli zaplniť otvorené pracovné pozície a znížili tak napätie na trhu práce, sa v 2. polroku 2022 zvyšovanie zamestnanosti spomalilo. Silný domáci dopyt podporil zamestnávanie v službách a obchode (graf č. 18), kde je zjavný naďalej pozitívny vplyv zapojenia zahraničných pracovníkov na trhu práce.

Graf 17
Úroveň zamestnanosti (tis. osôb)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 18
Vývoj zamestnanosti podľa odvetví
(medziročná zmena v %, príspevky
v p. b.)

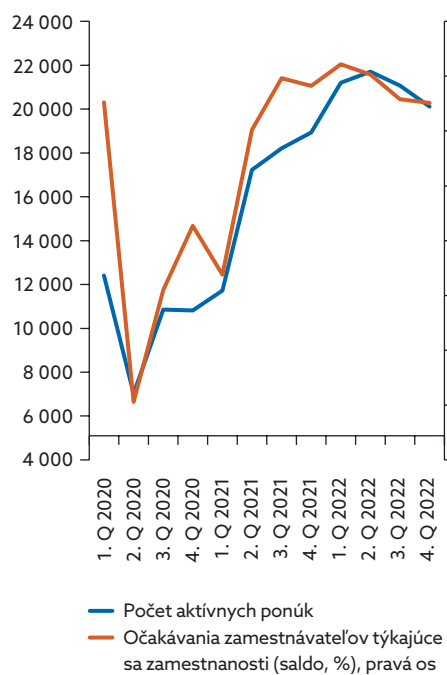


Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Dopyt po pracovnej sile slabne. Firmy sú pri vytváraní nových pracovných miest opatrné, keďže im výrazne rastú náklady a produktivita práce dlhodobejšie zaostáva za predpandemickým trendom. Ich očakávania ohľadom zamestnanosti sa postupne znižujú a aj počet aktívnych pracovných ponúk klesol (graf č. 19).

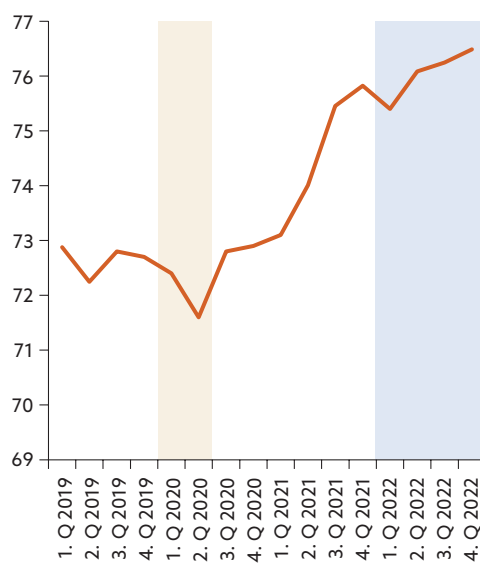
Ponuka pracovnej sily koncom roka vzrástla. Na trh práce sa vracali osoby, ktoré doteraz boli doma a starali sa o člena domácnosti, alebo ostávali doma z iných rodinných dôvodov. Klesajú aj počty invalidných dôchodcov mimo trhu práce. Ponuku na pracovnom trhu podporuje aj rastúca participácia obyvateľstva v produktívnom veku (graf č. 20).

Graf 19
Počet aktívnych pracovných ponúk
a očakávania zamestnanosti



Zdroj: ŠÚ SR, Profesia, NBS

Graf 20
Miera participácie osôb
v produktívnom veku 15 až 64 (%)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

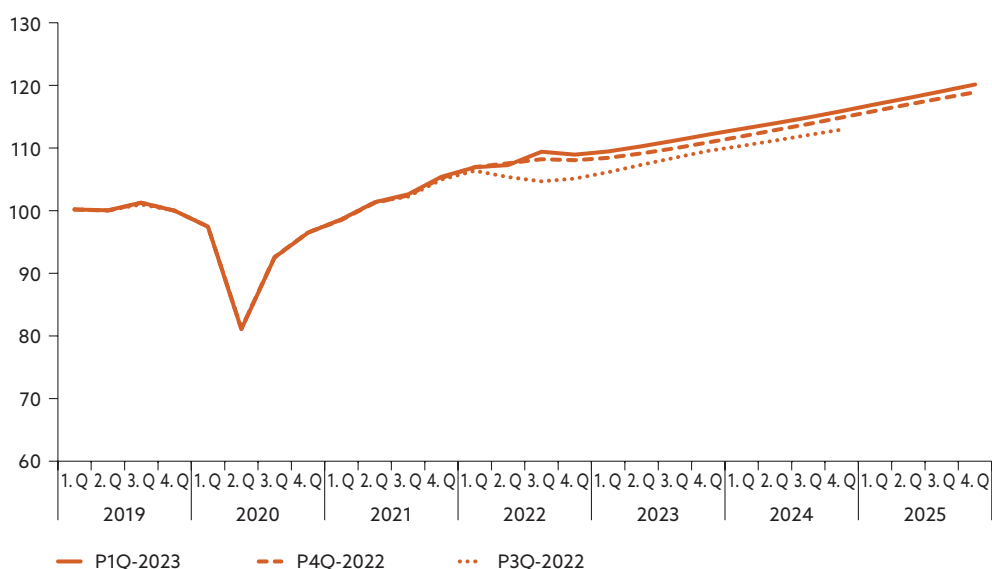
3 Strednodobá predikcia

3.1 Globálny výhľad a technické predpoklady predikcie¹⁴

Výhľad zahraničného dopytu po slovenských produktoch zostáva optimistický (graf č. 21). Lepší ako predpokladaný vývoj v roku 2022 pramenil z pozitívneho vývoja importov u viacerých našich hlavných obchodných partnerov. Ku koncu roka 2025 očakávame úroveň zahraničného dopytu vyššiu oproti zimnej predikcii o 1 %.

Graf 21

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



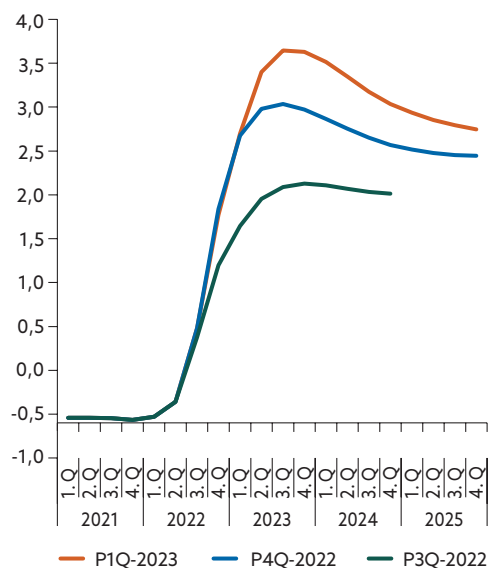
Zdroj: NBS

Oproti minulej predikcii očakávame nižšiu úroveň ceny ropy v USD, ktorá dosiahla vrchol v 2. štvrtroku 2022, a jej klesajúci trend očakávame až do konca roka 2025. Oproti zimnej predikcii očakávame posilnenie eura voči doláru v priemere o 3 % v rokoch 2023 až 2025. Výmenný kurz by sa mal držať nad paritou počas celého horizontu predikcie.

Sprísňovanie menovej politiky v dôsledku vyššej inflácie a prehodnotenie trhových očakávaní vývoja úrokových sadzieb nahor spôsobili ďalší nárast krátkych, no len kozmetický nárast dlhodobých trhových úrokových sadzieb (grafy č. 22 a 23).

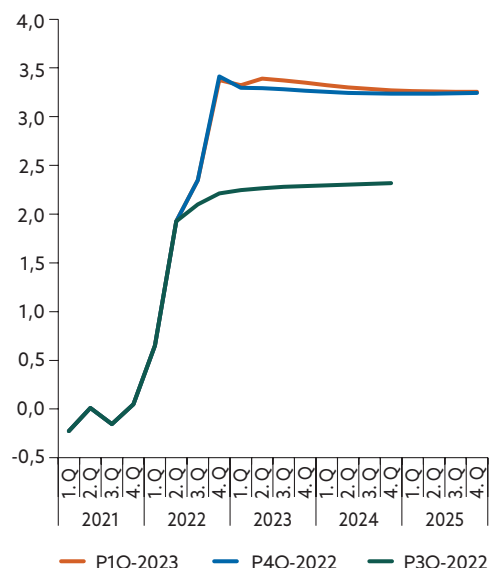
¹⁴ Technické predpoklady strednodobej prognózy vychádzajú z *Makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu – marec 2023*.

Graf 22
Trojmesačný Euribor



Zdroj: EK, NBS

Graf 23
Výnosy 10-ročných SK vládných dlhopisov



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

V posledných týždňoch (po uzavretí niektorých technických predpokladov) sa objavila zvýšená volatilita na finančných trhoch. Po februárovom zasadnutí najvýznamnejších centrálnych bánk a publikovaní vysokej jadrovej inflácie vzrástli očakávania potreby vyššej úrovne úrokových sadzieb. Neskôr vniesli krachy niektorých bánk na finančné trhy paniku a očakávania trhových sadzieb sa zosunuli výrazne nižšie, pričom zároveň poklesli aj inflačné kompenzácie. Naznačuje to, že trh má obavy z utlmenia ekonomiky v dôsledku problémov vo finančnom sektore. Takýto scenár považujeme skôr za rizikový. Posledný vývoj potvrdil upokojenie situácie a pozornosť by sa mala vrátiť najmä k ukazovateľom inflácie, ktoré trhy doteraz sledovali. Dlhodobé sadzby sa veľmi nemenili, akurát v prípade Slovenska je to dôsledok toho, že rástla riziková prémie bezrizikovým sadzbám.

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

| | Skutočnosť | Jarná predikcia (P1Q-2023) | | | Zmena oproti zimnej predikcii (P4Q-2022) | | |
|---|------------|----------------------------|------|------|--|------|------|
| | | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 |
| Rast zahraničného dopytu Slovenska | 6,0 | 2,4 | 3,3 | 3,6 | 0,7 | -0,1 | 0,0 |
| Výmenný kurz USD/EUR ¹⁾²⁾ (úroveň) | 1,05 | 1,06 | 1,06 | 1,06 | 3,3 | 3,1 | 3,1 |
| Cena ropy v USD ¹⁾²⁾ (úroveň) | 103,7 | 82,7 | 78,0 | 74,1 | -4,3 | -2,2 | -2,5 |
| Cena ropy v USD ¹⁾ | 45,8 | -20,3 | -5,7 | -5,0 | -2,9 | 2,0 | -0,3 |
| Cena ropy v EUR ¹⁾ | 63,5 | -21,1 | -5,5 | -5,0 | -5,4 | 2,2 | -0,3 |
| Ceny neenergetických komodít | 6,6 | -6,4 | 0,3 | 1,2 | 4,4 | -0,4 | -0,2 |
| EURIBOR - 3M (% p. a.) | 0,3 | 3,3 | 3,3 | 2,8 | 0,4 | 0,6 | 0,3 |
| Výnos 10-ročného štátneho dlhopisu SR (%) | 2,1 | 3,4 | 3,3 | 3,3 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |

Zdroj: ECB, ŠÚ SR, NBS

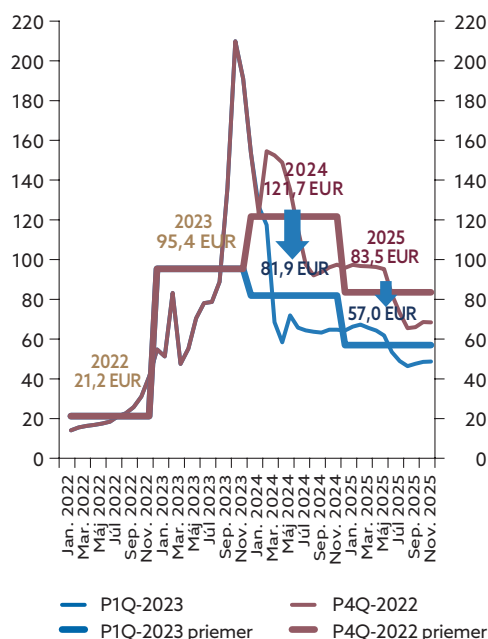
Poznámka:

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

2) Zmeny oproti predchádzajúcej predikcii v %.

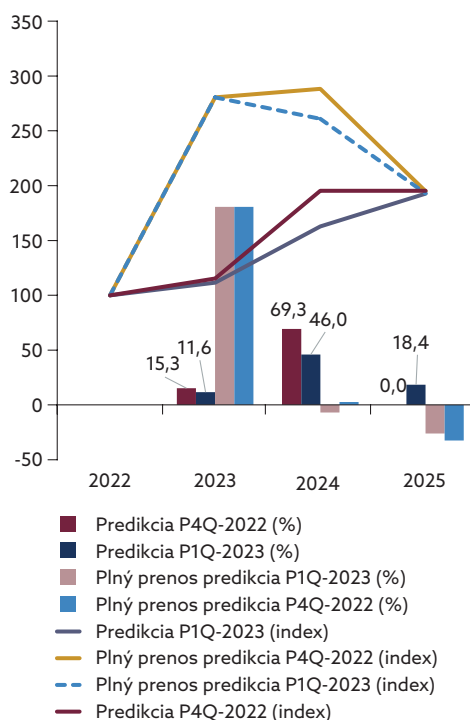
Počas posledných týždňov sa trhové ceny plynu a elektriny vrátili k predvojnovým úrovňam (graf č. 24). Pre spotrebiteľské ceny to však znamená len veľmi mierny posun nadol v dôsledku toho, že pre tento rok boli stanovené ceny na nízkej úrovni. V roku 2024 očakávame výraznejší nárast spotrebiteľských cien plynu (graf č. 25). Súčasne však bude potrebné pokračovanie menšieho rozsahu kompenzačných opatrení. V roku 2025 s dodatočným miernym nárastom dosiahneme trhové ceny.

Graf 24
Trhové ceny plynu pre výpočet regulovaných cien pre domácnosti (EUR)



Zdroj: Macrobond, NBS

Graf 25
Rast cien plynu pre domácnosti (medziročná zmena v %)



Zdroj: Macrobond, NBS

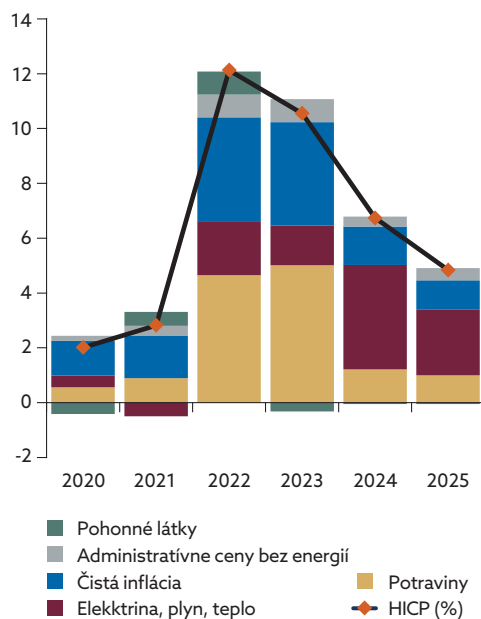
3.2 Makroekonomická predikcia SR

Inflácia by mala postupne klesať (graf č. 26) aj vďaka priaznivému vývoju na komoditnom trhu. V porovnaní so zimnou predikciou iba mierne navyšujeme infláciu v tomto roku a naopak, znižujeme v roku 2024 (graf č. 27).

Ešte určité obdobie predpokladáme prenášanie vyšších nákladov do spotrebiteľských cien. Treba mať na zreteli, že situácia sa v 1. štvrtroku zmenila. Robustný spotrebiteľský dopyt z minulého roka ochladol a tak budú na vývoj cien pôsobiť dva protichodné faktory. Slabší dopyt bude tlmiť rast cien (najmä neesenčných tovarov a služieb) a nákladové faktory budú mať tendenciu posúvať ceny vyššie.

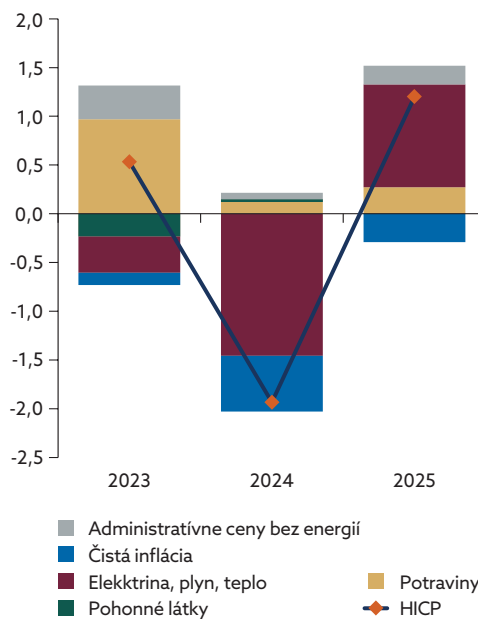
Trhové ceny energií výraznejšie poklesli, stále sú však násobne vyššie v porovnaní s obdobím pred energetickou krízou a spotrebiteľské ceny sa budú musieť dotiahnuť v strednodobom horizonte na trhovú úroveň. Preto sme trochu zmenili dynamiku dobiehania trhových cien. Očakávame mierne nižší rast regulovaných cien energií v roku 2024 a mierne vyšší v roku 2025. Kumulatívne by mali spotrebiteľské ceny plynu vzrásť do roku 2025 o 73 % a ceny elektriny o 74 %¹⁵.

Graf 26
Štruktúra inflácie HICP (medziročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 27
Posun v predikcii oproti decembru (príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Aktuálne by mala inflácia vrcholiť a ďalej by sa už mala postupne spomaľovať. Priemerná inflácia však zostane aj tento rok na dvojciferej úrovni. Infláciu nám budú ťahať vyššie ceny potravín, tovarov a služieb¹⁶. Posledný vývoj naznačil, že tlaky vstupných nákladov sa ešte nestihli v plnej miere prejavíť v spotrebiteľských cenách v minulom roku a zostávajúca časť sa premieta v týchto mesiacoch. Aktuálny výraznejší pokles cien potravinárskych komodít a energetických vstupov sa premietnu s určitým oneskorením až v druhej polovici tohto roka. Následne by sa mal rast cien potravín spomaliť k úrovňam pred vojny.

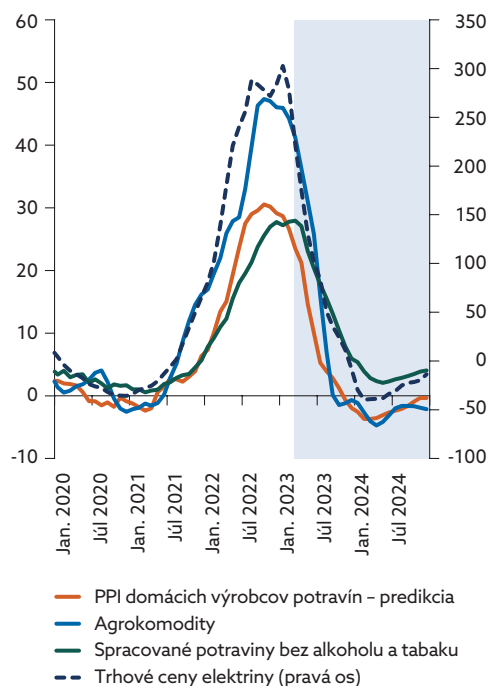
¹⁵ V roku 2024 sa nachádzame na úrovni 40 % spotrebiteľskej ceny plynu podľa predpokladanej ceny komodity.

¹⁶ Do aktuálneho výhľadu cien potravín sme zapracovali niekoľko jednorazových administratívnych faktorov. V marci by sme mali zaznamenať očakávaný rast cien tabakových výrobkov v dôsledku zvýšenia spotrebnej dane. V apríli by sa mal prejavíť nárast sadzieb spotrebnej dane v cenách liehovín. Tlmiaci efekt na ceny služieb by malo mať znovuzavedenie školských obedov zdarma a zrušenie koncesionárskych poplatkov.

V druhej polovici tohto roka by mali odznievať externé nákladové impulzy v cenách tovarov a služieb. V našej predikcii sme zhmotnili určitú mieru dlhšej zotrvačnosti v porovnaní s tým, čo naznačujú predpoklady o vývoji dovozných cien a externých nákladových vstupov (graf č. 28). V priemere za tento rok sa však čistá inflácia oproti minulému roku nezmení a zostane na pomerne vysokej úrovni (graf č. 29). Ceny tovarov sa stabilizovali, k čomu prispelo zlepšenie situácie v globálnych dodávateľských reťazcoch. Sektoru služieb pomohlo zníženie DPH, ktoré by mohlo limitovať ďalší výraznejší nárast cien. V ďalšom období očakávame postupný návrat bližšie k rovnovážnej úrovni.

Graf 28

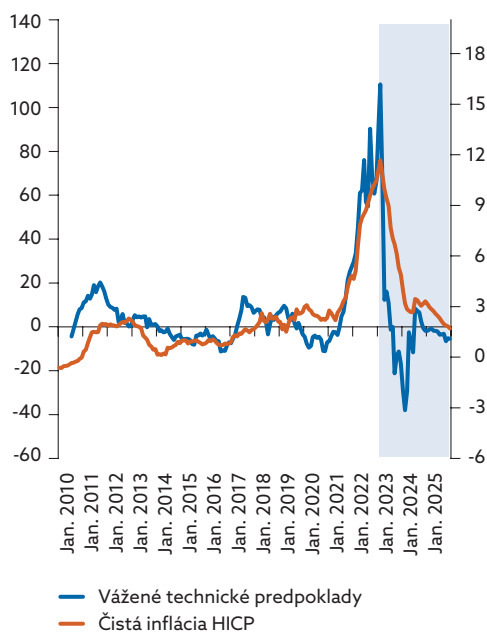
Nákladové faktory a ceny spracovaných potravín (medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 29

Technické predpoklady¹⁷ a čistá inflácia (medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Tabuľka 3 Vývoj jednotlivých zložiek inflácie (medziročná zmena v %)

| | Priemer 2004 – 2008 (predkrízové obdobie) | Priemer 2010 – 2014 (pokrízové euro obdobie) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--------------------------------|---|--|------|------|------|------|
| HICP | 4,1 | 2,0 | 12,1 | 10,5 | 6,7 | 4,8 |
| Potraviny | 3,6 | 3,1 | 16,1 | 16,0 | 3,8 | 3,1 |
| Priemyselné tovary bez energií | 0,2 | 0,3 | 7,3 | 8,1 | 3,4 | 2,5 |
| Energie | 8,3 | 2,3 | 18,8 | 7,6 | 25,2 | 15,7 |
| Služby | 5,3 | 2,5 | 9,3 | 8,5 | 3,2 | 3,2 |
| Čistá inflácia | 1,8 | 1,0 | 8,3 | 8,1 | 3,1 | 2,4 |

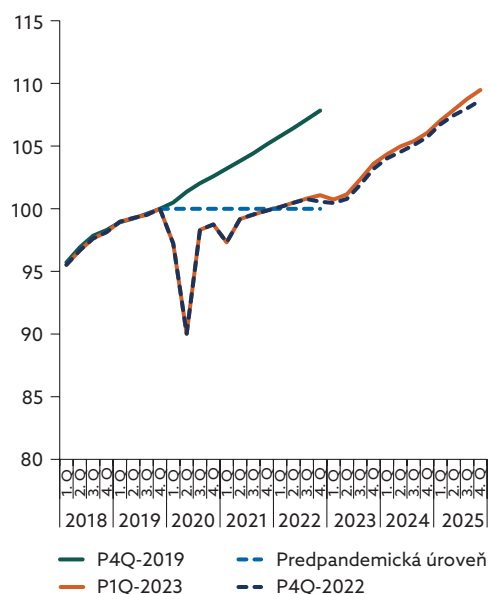
Zdroj: ŠÚ SR, NBS

¹⁷ Vážené technické predpoklady sú mix dovozných cien a cien vstupov (najmä energií).

Výhľad výkonnosti ekonomiky v strednodobom horizonte sa oproti decembru viac-menej nemení (graf č. 30). Mierny pokles ekonomickej aktivity vplyvom ochladenia spotrebiteľského dopytu sme posunuli z konca minulého roku na začiatok tohto roku (graf č. 31). Hlavným zdrojom rastu ekonomiky v tomto roku bude investičná aktivita a exportná výkonnosť.

Graf 30

HDP (index, 4. Q 2019 = 100)



Zdroj: NBS

Graf 31

Súkromná spotreba (index, 4. Q 2019 = 100)



Zdroj: NBS

Kľúčovým faktorom pre vývoj domácej časti ekonomiky bude spotrebiteľská inflácia. V minulom roku nás prekvapil entuziazmus domácností v míňaní, čo vyústilo do zvýšenia súkromnej spotreby o viac ako 5 %. Domácnosti na to spotrebovali nasporené prostriedky z obdobia pandémie. V najbližšom období očakávame, že by sa mal dostaviť efekt poklesu reálnych príjmov a ľudia budú obmedzovať svoje výdavky, najmä v prípade neesenciálnych tovarov a služieb. Súkromná spotreba by sa mala prechodne utlmiť.

Optimistickejšie v porovnaní so zimnou predikciou vyzerá zahraničný dopyt a zmierňovanie nedostatku kľúčových komponentov pre priemysel. Vojna na Ukrajine a energetická kríza zanechali negatívne stopy na výkonnosti globálnej ekonomiky v minulom roku, avšak očakávania sa zlepšili. V Číne nastáva popandemické zotavenie. Celkovo lepšia situácia v globálnom obchode by mala napomôcť slovenskej ekonomike zvýšiť exportnú výkonnosť.

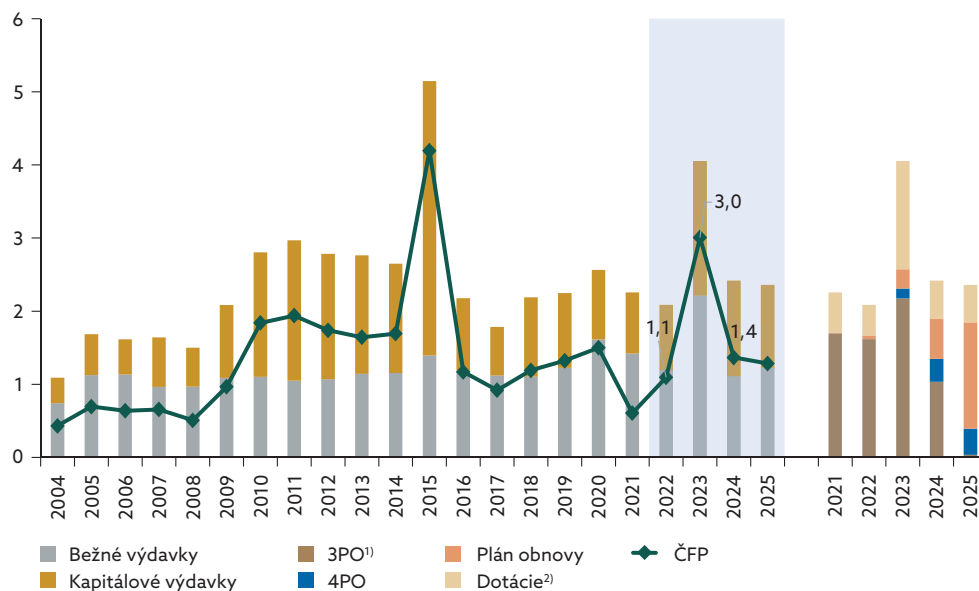
Investície budú hnacím motorom ekonomiky v tomto roku. Zvýšené čerpanie prostriedkov eurofondov a z Plánu obnovy a odolnosti sa prejaví v náraste investičnej aktivity.

V ďalších rokoch očakávame pokračovanie rastu exportnej výkonnosti. Tá bude podporená produkciou z rozšírených kapacít v automobilovom priemysle. Silné by mali byť aj vládne investície, stále bude dostatok prostriedkov z fondov EÚ a z Plánu obnovy. Paralelne by sa mali zvyšovať aj súkromné investície. V dlhšom horizonte uvažujeme s investičnou aktivitou vplyvom príchodu novej automobilky. V rámci domácej časti ekonomiky by sa mal obnoviť rast reálnych príjmov domácností, ktoré budú viac spotrebúvať. Očakávame však, že najskôr si budú pri klesajúcej inflácii odkladať viac prostriedkov a vytvárať si úspory.

Príjmy zo spoločného rozpočtu EÚ by mali v tomto roku kulminovať k úrovni 4,1 % HDP. Po odrátaní odvodov by čistá finančná pozícia mala dosiahnuť 3 % HDP (graf č. 32). Hlavným zdrojom prostriedkov určených na rozvoj slovenskej ekonomiky by mali byť príjmy z tretieho programového obdobia (3PO), ktorého čerpanie by sa malo v tomto roku ukončiť. Ekonomika by mala získať podporu cez dodatočný stimul domáceho dopytu v objeme 0,9 p. b. HDP. Dotácie s výraznejším príspevom financovania energopomoci by mali medziročne vzrásť o 1,1 p. b. HDP. Pokles príjmov po odznení 3PO by mal byť v nasledujúcom roku zmierený očakávanými investíciami z Plánu obnovy a novým programovým obdobím.

Graf 32

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



Zdroj: NBS

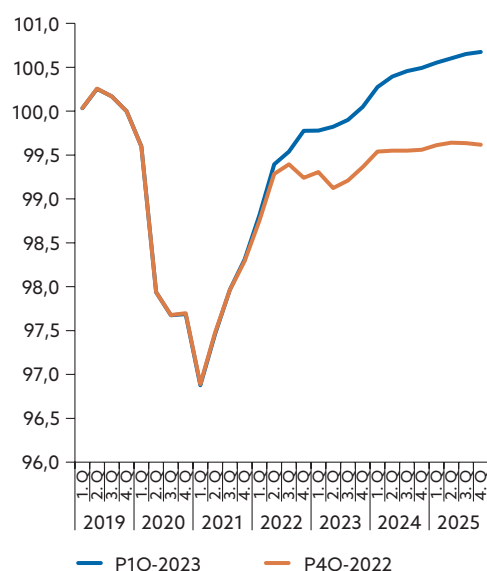
1) Očistené o odmenu za výber vlastných zdrojov EÚ (clo)

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

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

Zamestnanosť zostala odolná a situácia by sa mala po krátkej stagnácii opäť začať zlepšovať (graf č. 33). Ekonomike sa darilo v závere minulého roka nad očakávanie, čo spôsobilo, že firmy zvýšili zamestnanosť. Na krátky čas by sa mal pozitívny trend zastaviť, čo bude reflektovať očakávaný pokles spotrebiteľského dopytu začiatkom tohto roka. Predpokladáme, že firmy prečkajú toto obdobie tým, že obmedzia predovšetkým počty odpracovaných hodín. V prostredí pretrvávajúceho nedostatku pracovných síl nečakáme prepúšťania, pri následnom oživení by firmy mohli čeliť ešte väčším problémom pri hľadaní vhodných pracovníkov. V ďalších rokoch bude potrebné pri zaplňaní voľných pracovných miest čerpať aj zo zahraničia, resp. prilákať späť Slovákov pracujúcich v zahraničí, keďže domáce zdroje z radov nezamestnaných sa postupne vyčerpajú.

Graf 33
Vývoj zamestnanosti (index,
4. Q 2019 = 100)



Zdroj: NBS

Graf 34
Vývoj reálnych kompenzácií na
zamestnanca (index, 4. Q 2019 = 100)



Zdroj: NBS

Vysoká inflácia a nedostatok pracovnej sily budú tlačiť na dynamický rast miezd v celom horizonte predikcie (graf č. 34). Spätná indexácia spôsobí, že v tomto aj v budúcom roku porastú mzdy blízko 10 %. S ústupom inflácie ku koncu horizontu predikcie sa spomalí aj požiadavky na mzdy, aj keď stále budú pôsobiť pnutia na trhu práce a budeme sledovať rýchlejší rast miezd ako produktivity práce.

Tabuľka 4 Mzdy (medziročná zmena v %)

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--|------|------|------|------|------|
| Nominálna produktivita práce | 6,1 | 7,4 | 9,9 | 6,8 | 5,7 |
| Mzda, ekonomika SR | 6,1 | 7,1 | 10,2 | 9,2 | 6,4 |
| Reálna mzda, ekonomika SR | 2,8 | -5,0 | -0,4 | 2,4 | 1,5 |
| Mzda, súkromný sektor | 6,4 | 8,1 | 10,6 | 9,9 | 6,5 |
| Reálna mzda, súkromný sektor | 3,1 | -4,1 | 0,0 | 3,0 | 1,6 |
| Mzda, verejná správa, školstvo, zdravotníctvo | 5,3 | 4,1 | 8,9 | 7,0 | 6,1 |
| Reálna mzda, verejná správa, školstvo, zdravotníctvo | 2,1 | -7,7 | -1,6 | 0,3 | 1,1 |

Zdroj: ŠÚ SR, NBS

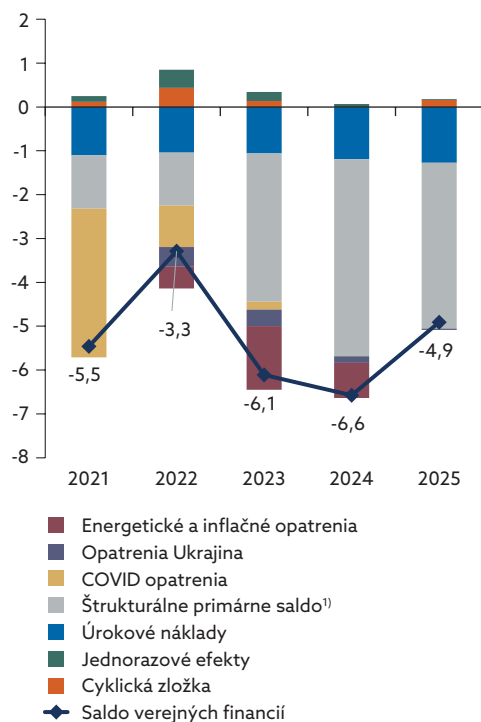
Poznámka: Deflované CPI. Nominálna produktivita práce z HDP a zamestnanosti v metodike ESA.

3.3 Prognóza vývoja verejných financií

Hospodárenie verejných financií by malo v roku 2022 dosiahnuť deficit na úrovni 3,3 % HDP a v porovnaní s rokom 2021 by malo skončiť priaznivejšie o 2,2 p. b. HDP (graf č. 35). Za priaznivejším hospodárením je oživenie ekonomiky, vyššie daňové príjmy (najmä DPH v dôsledku vyšších cien tovarov a služieb a dane a odvody z trhu práce) a nižšie výdavky v súvislosti s odznievajúcou pandémiou koronavírusu. Pozitívny vplyv tlmili rastúce výdavky spojené s rastom cien, opatrenia vyplývajúce z konfliktu na Ukrajine a osobitne náklady na zmiernenie dosahu cien energií na verejnú spotrebu a kompenzačnú pomoc firmám a zraniteľným domácnostiam a opatrenia rodinného balíčka.

V ďalších rokoch sa očakáva zhoršenie hospodárenia až k úrovniam presahujúcim -6,0 % HDP. V roku 2023 sa deficit zvýši na 6,1 % HDP a v roku 2024 dosiahne až 6,6 % HDP, pričom tento nárast je spôsobený predovšetkým opatreniami na pomoc domácnostiam a firmám s vysokými cenami energií. Celkový objem pomoci je odhadovaný na 3 mld. €, pričom sa očakáva, že približne 1 mld. € bude prefinancovaná zo zdrojov EÚ. Výdavky sa v celom horizonte prognózy zvyšujú aj nárastom investícií, kompenzácií a úrokových nákladov. Pre rok 2025 sa očakáva deficit 4,9 % HDP, pričom za miernym zlepšením sú vyššie daňové a odvodové príjmy, vyššie tržby a odznenie jednorazových výdavkov súvisiacich s energopomocou.

Graf 35
Rozklad salda verejných financií
(% HDP)

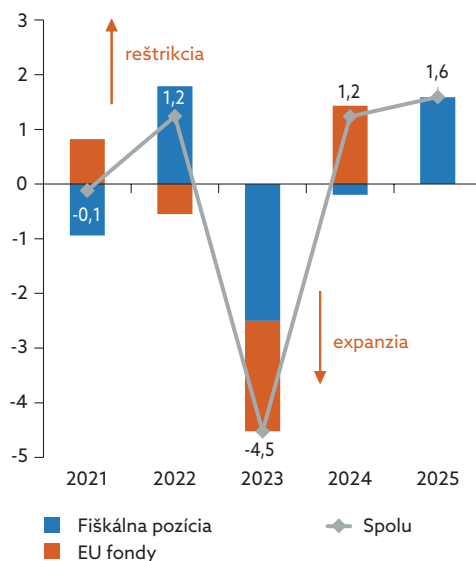


Zdroj: ŠÚ SR, NBS

1) bez opatrení Covid, Ukrajina, Energie

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

Graf 36
Fiškálna pozícia (p. b. HDP)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

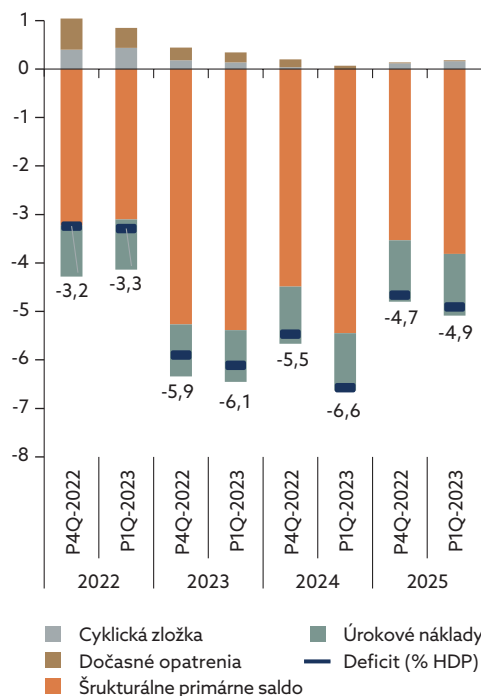
Poznámka: Fiškálna pozícia – medziročná zmena cyklicky očisteného primárneho salda.

Odhad deficitu na rok 2022 sa v porovnaní s predchádzajúcou prognózou mierne zhoršil. K zhoršeniu prispeli nižšie daňové a odvodové príjmy a vyššie výdavky na tovary a služby, najmä výdavky na energie, vodu, komunikácie a palivá, vyššia podpora OZE a nárast dotácií najmä v územnej samospráve. Tieto faktory s negatívnym vplyvom na deficit čiastočne kompenzovali vyššie tržby a predovšetkým nižšie výdavky súvisiace s peňažnými sociálnymi dávkami, nižšími bežnými a kapitálovými transfermi.

V ďalších rokoch prognózy sa rovnako predpokladá zhoršené hospodárenie (graf č. 37). Deficit v porovnaní s minulou prognózou zhoršujú nižšie daňové príjmy najmä v rokoch 2023 a 2024 spôsobené slabým záverom roka 2022 a nové legislatívne opatrenia. Od mája 2023 sa očakáva aktivácia sankcií ústavného zákona o rozpočtovej zodpovednosti (tzv. dlhová brzda), na základe ktorých bude musieť prísť k viazaniu výdavkov štátneho rozpočtu. Vzhľadom na vysokú úroveň rozpočtovaných rezerv však nemusí byť táto sankcia bolestivá. Navyše, s príchodom novej vlády a schválením nového programového vyhlásenia, sa bude opäť uplatňovať dvojročná výnimka stanovená zákonom. Hospodárenie negatívne ovplyvní aj vyššia medzispotreba, vyššie vlastné investície a výpadok tržieb z dôvodu zavedenia

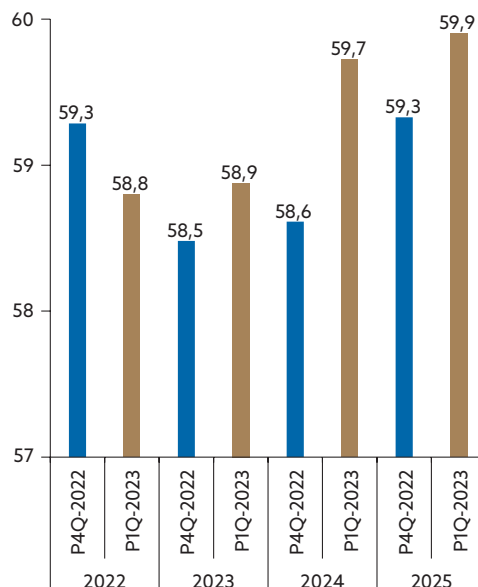
obedov zadarmo. Výdavky súvisiace s energetickou pomocou boli v roku 2023 revidované nadol pri predpoklade poklesu trhových cien energií a následnej nižšej potrebe pomoci.

Graf 37
Porovnanie deficitu a jeho dekompozície (% HDP, príspevky v p. b.)



Zdroj: NBS

Graf 38
Porovnanie verejného dlhu (% HDP)

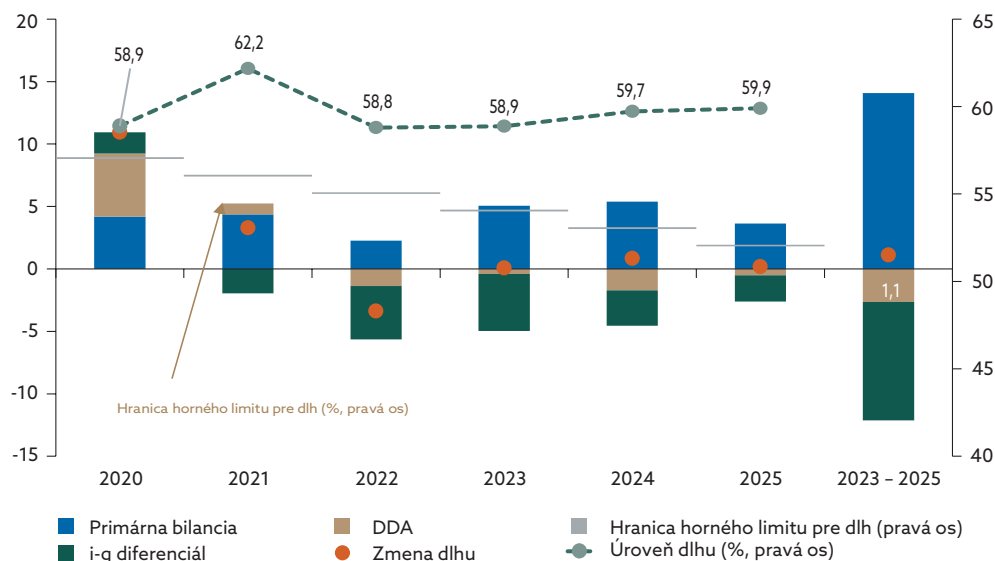


Zdroj: NBS

Verejný dlh by mal postupne rásť k hranici 60 % HDP (graf č. 38). K jeho zníženiu prispelo v roku 2022 čiastočné financovanie rozpočtového deficitu z likvidnej rezervy štátu. Pokles vkladov v Štátnej pokladnici od klientov nezaradených do verejného sektora podporil zníženie celkového objemu záväzkov štátu, čo malo dodatočný vplyv na pokles zadlženia. V nasledujúcich rokoch by mal dlh mierne rásť pri predpokladanom deficitnom hospodárení verejnej správy. V roku 2025 by mal dlh dosiahnuť úroveň tesne pod 60 % hranicou. Pri vyšších úrokových nákladoch spojených s emisiou nového dlhu sa predpokladá, že vláda bude uprednostňovať čiastočné financovanie schodkového hospodárenia cez likvidné rezervy, čo by malo prispieť k zmierneniu rastúceho zadlžovania (graf č. 39).

Graf 39

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



Zdroj: NBS, ŠÚ SR

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

3.4 Riziká prognózy

V aktuálnom výhlade prevládajú riziká v ekonomike smerom nadol. Opätovný nárast cien komodít a prípadný stres vo finančnom systéme predstavujú významné riziko pre globálny vývoj. V rámci domáceho dopytu môžu domácnosti viac obmedziť svoje spotrebné výdavky, ako je zhmotnené v aktuálnej predpovedi. S pomalšou implementáciou Plánu obnovy v rokoch 2024 a 2025 je spojené riziko nižších verejných investícií.

V cenovom vývoji predstavuje najväčšie riziko v horizonte predikcie absencia informácií o regulovaných cenách energií pre ďalšie roky. Návrat k trhovým cenám už v roku 2024 by znamenal viac ako dvojnásobné ceny plynu pre domácnosti a v ďalšom roku ich pokles o 20 %. Aký bude teda profil je zatiaľ veľká neznáma a bude závisieť do veľkej miery od prijatých opatrení novej vlády. V krátkodobom horizonte vnímame riziko intenzívnejšieho a dlhšieho prenosu vstupných nákladov do spotrebiteľských cien. To by mohlo predĺžiť a ešte viac zvýšiť infláciu v tomto roku. Napriek poklesu cien energií na komoditných trhoch vnímame naďalej dostupnosť, a tým aj ceny energií ako najväčšie riziko do budúcnosti aj v cenovom vývoji.

Európsky aj domáci bankový sektor je stabilný, má dostatok kapitálu aj likvidných prostriedkov. Nemožno však vylúčiť, že v procese ďalšieho sprísňovania nastavenia menovej politiky nedôjde k menším či väčším otrasom otrasom na trhoch a okrem oslabenia globálneho dopytu by mohlo nastať

aj neúmerné zvýšenie nákladov financovania pre banky, firmy, domácnosti, ale aj vlády. V takom prípade by bol rast ekonomiky slabší, ale tlmené by boli aj cenové tlaky.

Pre hospodárenie verejného sektora plynú riziká z cien energií, vojny na Ukrajine a predvolebných poslaneckých návrhov. Vyššia miera neistoty je spojená s nákladmi vynaloženými na energopomoc v rokoch 2023 a 2024, osobitne pri pomoci adresovanej domácnostiam vyplývajúcej z memoranda uzavretého medzi vládou a Slovenskými elektrárňami, ktoré doposiaľ nebolo potvrdené záväznou zmluvou. Vyššie riziko je spojené aj s kompenzačnou pomocou firmám, či a v akej forme bude poskytovaná za horizontom 1. štvrtroku 2023, do kedy je aktuálna pomoc platná.

Riziko je tiež spojené s prijatím poslaneckých návrhov aktuálne predložených v NR SR, ktoré zakladajú dodatočný nárok na verejné výdavky.

Pretrvávajúcim rizikom je stále aj dosah ruskej agresie na Ukrajine, s čím môžu byť spojené dodatočné náklady na materiálnu pomoc a sociálne výdavky pre odídencov.

Tabuľka 5 Jarná strednodobá predikcia (P1Q-2023) základných makroekonomických ukazovateľov

| Ukazovateľ | Jednotka | Skutočnosť | Jarná predikcia (P1Q-2023) | | | | Zmena oproti zimnej predikcii (P4Q-2022) | | |
|--|-------------------------------|------------|----------------------------|---------|---------|----------|--|----------|--|
| | | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 | |
| Cenový vývoj | | | | | | | | | |
| Inflácia meraná HICP | medziročný rast v % | 12,1 | 10,5 | 6,7 | 4,8 | 0,5 | -2,0 | 1,2 | |
| Inflácia meraná CPI | medziročný rast v % | 12,8 | 10,6 | 6,6 | 4,9 | 0,5 | -2,3 | 1,1 | |
| Deflátor HDP | medziročný rast v % | 7,6 | 9,1 | 4,0 | 2,9 | -0,3 | -0,7 | 0,4 | |
| Ekonomická aktivita | | | | | | | | | |
| Hrubý domáci produkt | medziročný rast v %, s. c. | 1,7 | 1,3 | 3,2 | 3,0 | -0,3 | 0,3 | 0,5 | |
| Súkromná spotreba | medziročný rast v %, s. c. | 5,1 | 0,7 | 0,9 | 1,3 | 0,0 | 0,2 | -0,1 | |
| Konečná spotreba verejnej správy | medziročný rast v %, s. c. | -3,2 | -0,6 | 0,6 | 2,8 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | |
| Tvorba hrubého fixného kapitálu | medziročný rast v %, s. c. | 6,5 | 9,0 | 3,8 | 3,6 | 2,2 | 0,4 | 1,3 | |
| Vývoz tovarov a služieb | medziročný rast v %, s. c. | 1,2 | 5,0 | 6,5 | 3,9 | 1,6 | -1,2 | -0,2 | |
| Dovoz tovarov a služieb | medziročný rast v %, s. c. | 3,3 | 4,9 | 4,7 | 3,1 | 2,5 | -1,5 | -0,4 | |
| Čistý vývoz | mil. EUR v s. c. | 713 | 779 | 2 522 | 3 406 | -2 198,1 | -2 041,4 | -1 900,0 | |
| Produkčná medzera | % z potenciálneho produktu | 1,4 | 0,3 | -0,1 | 0,6 | -0,1 | -0,2 | 0,2 | |
| Hrubý domáci produkt | mil. EUR v b. c. | 107 730 | 119 121 | 127 835 | 135 458 | -466,1 | -1 017,4 | 57,5 | |
| Trh práce | | | | | | | | | |
| Zamestnanosť | tis. osôb, ESA 2010 | 2 427 | 2 440 | 2 452 | 2 458 | 15,6 | 20,9 | 24,3 | |
| Zamestnanosť | medziročný rast v %, ESA 2010 | 1,8 | 0,5 | 0,5 | 0,2 | 0,4 | 0,2 | 0,1 | |
| Počet nezamestnaných | tis. osôb, VZPS ¹⁾ | 170 | 168 | 153 | 142 | -15,2 | -15,5 | -14,9 | |
| Miera nezamestnanosti | % | 6,1 | 6,1 | 5,5 | 5,1 | -0,5 | -0,6 | -0,6 | |
| Odhad NAIRU ²⁾ | % | 6,5 | 6,3 | 6,2 | 6,1 | -0,1 | -0,1 | -0,2 | |
| Produktivita práce ³⁾ | medziročný rast v % | -0,1 | 0,8 | 2,6 | 2,7 | -0,7 | 0,0 | 0,2 | |
| Neinflačné mzdy (nominálna produktivita) ⁴⁾ | medziročný rast v % | 7,4 | 10,0 | 6,8 | 5,7 | -1,1 | -0,6 | 0,7 | |
| Nominálne kompenzácie na zamestnanca | medziročný rast v %, ESA 2010 | 6,5 | 10,1 | 9,4 | 6,6 | -0,6 | -0,7 | 0,6 | |
| Nominálne mzdy ⁵⁾ | medziročný rast v % | 7,1 | 10,2 | 9,2 | 6,4 | -0,4 | -0,6 | 0,6 | |
| Reálne mzdy ⁶⁾ | medziročný rast v % | -5,0 | -0,4 | 2,4 | 1,5 | -0,9 | 0,6 | -0,5 | |
| Domácnosti a neziskové inštitúcie slúžiace domácnostiam | | | | | | | | | |
| Disponibilný dôchodok | medziročný rast v %, s. c. | -0,3 | 0,9 | 1,5 | 1,2 | -0,3 | 0,7 | -0,6 | |
| Miera úspor ⁷⁾ | % z disponibilného dôchodku | 5,7 | 5,9 | 6,6 | 6,4 | -0,2 | 0,4 | -0,1 | |
| Sektor verejnej správy⁸⁾ | | | | | | | | | |
| Celkové príjmy | % HDP | 40,7 | 40,7 | 39,6 | 39,4 | -0,3 | -0,1 | -0,1 | |
| Celkové výdavky | % HDP | 44,0 | 46,8 | 46,1 | 44,4 | -0,1 | 1,0 | 0,2 | |
| Saldo verejných financií ⁹⁾ | % HDP | -3,3 | -6,1 | -6,6 | -4,9 | -0,2 | -1,1 | -0,2 | |
| Cyklický komponent | % trendového HDP | 0,4 | 0,1 | 0,0 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Štrukturálne saldo | % trendového HDP | -4,1 | -6,5 | -6,6 | -5,1 | -0,1 | -1,0 | -0,3 | |
| Cyklicky očistené primárne saldo | % trendového HDP | -2,7 | -5,2 | -5,4 | -3,8 | -0,2 | -1,1 | -0,3 | |
| Fiškálna pozícia ¹⁰⁾ | medziročná zmena v p. b. | 1,8 | -2,5 | -0,2 | 1,6 | -0,1 | -0,9 | 0,8 | |
| Hrubý dlh | % HDP | 58,8 | 58,9 | 59,7 | 59,9 | 0,4 | 1,1 | 0,6 | |

Tabuľka 5 Jarná strednodobá predikcia (P1Q-2023) základných makroekonomických ukazovateľov (pokračovanie)

| Ukazovateľ | Jednotka | Skutočnosť | Jarná predikcia (P1Q-2023) | | | | Zmena oproti zimnej predikcii (P4Q-2022) | | |
|---|---------------------|------------|----------------------------|------|------|------|--|------|--|
| | | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 | |
| Platobná bilancia | | | | | | | | | |
| Bilancia tovarov | % HDP | -6,2 | -2,6 | -0,3 | 1,1 | 0,8 | 1,0 | 1,5 | |
| Bežný účet | % HDP | -8,2 | -4,2 | -2,2 | -0,8 | 0,6 | 0,9 | 1,4 | |
| Externé prostredie a technické predpoklady | | | | | | | | | |
| Rast zahraničného dopytu Slovenska | medziročný rast v % | 6,0 | 2,4 | 3,3 | 3,6 | 0,6 | -0,1 | 0,0 | |
| Výmenný kurz USD/EUR ^{(11) (12)} | úroveň | 1,05 | 1,06 | 1,06 | 1,06 | 3,3 | 3,1 | 3,1 | |
| Cena ropy v USD ^{(11) (12)} | úroveň | 103,7 | 82,7 | 78,0 | 74,1 | -4,3 | -2,2 | -2,5 | |
| Cena ropy v USD ⁽¹¹⁾ | medziročný rast v % | 45,8 | -20,3 | -5,7 | -5,0 | -2,9 | 2,0 | -0,3 | |
| Cena ropy v EUR ⁽¹¹⁾ | medziročný rast v % | 63,8 | -21,0 | -5,5 | -5,0 | -5,3 | 2,2 | -0,3 | |
| Ceny neenergetických komodít v USD | medziročný rast v % | 6,6 | -6,4 | 0,3 | 1,2 | 4,4 | -0,4 | -0,2 | |
| EURIBOR – 3M | % p. a. | 0,3 | 3,3 | 3,3 | 2,8 | 0,4 | 0,6 | 0,3 | |
| Výnos 10-ročného štátneho dlhopisu SR | % | 2,1 | 3,4 | 3,3 | 3,3 | 0,1 | 0,1 | 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>