

# Ekonomický a menový vývoj

jeseň 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 3. októbra 2023.

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

# Obsah

<b>1</b>	<b>Zhrnutie</b>	<b>7</b>
<b>2</b>	<b>Aktuálny makroekonomický vývoj v zahraničí a v SR</b>	<b>9</b>
2.1	Vonkajšie prostredie	9
2.2	Aktuálny vývoj v SR	12
2.2.1	Spotrebiteľské ceny	12
2.2.2	Ceny nehnuteľností	15
2.2.3	Ekonomický rast	17
2.2.4	Trh práce	19
<b>3</b>	<b>Strednodobá predikcia</b>	<b>24</b>
3.1	Globálny výhľad a technické predpoklady predikcie	24
3.2	Makroekonomická predikcia SR	25
3.3	Prognóza vývoja verejných financií	35
3.4	Riziká prognózy	39
<b>Zoznam boxov</b>		
Box 1	Odhad vplyvu vyšších úrokových sadzieb na ekonomiku SR	31
Box 2	Udržateľnosť dlhu a scenáre konsolidácie	40
<b>Zoznam tabuliek</b>		
Tabuľka 1	Základné ukazovatele ekonomického vývoja	8
Tabuľka 2	Externé prostredie a technické predpoklady	25
Tabuľka 3	Vývoj jednotlivých zložiek inflácie	27
Tabuľka 4	Mzdy	35
Tabuľka 5	Jesenná strednodobá predikcia (P3Q-2023) základných makroekonomických ukazovateľov	46
<b>Zoznam tabuliek v boxoch</b>		
Box 1		
Tabuľka A	Zvýšenie úrokových sadzieb	31
<b>Zoznam grafov</b>		
Graf 1	Kompozitný index nákupných manažérov	10
Graf 2	Globálny index nákupných manažérov	10
Graf 3	Index nákupných manažérov v priemyselnej výrobe	11
Graf 4	Eurozóna: Hodnotenie objednávok v priemysle	11
Graf 5	Eurozóna: Vybrané ceny potravín	12
Graf 6	Eurozóna: Dovozné ceny výrobcov spotrebných tovarov a ceny priemyselných výrobcov bez energií v HICP	12
Graf 7	Vývoj celkovej inflácie HICP	13
Graf 8	Štruktúra zrýchlenia/spomalenia inflácie HICP	13

Graf 9	Vývoj celkovej a čistej inflácie HICP	13
Graf 10	Vývoj cien potravín HICP	13
Graf 11	Ceny potravín a agrokomodity	14
Graf 12	Dovozné ceny a ceny tovarov	14
Graf 13	Index dostupnosti bývania	15
Graf 14	Kompozitný index na hodnotenie vývoja ceny bývania	15
Graf 15	Ceny nehnuteľností a počet rozostavaných bytov	17
Graf 16	Vývoj HDP	18
Graf 17	Spotreba domácností	18
Graf 18	Čerpanie prostriedkov z rozpočtu EÚ	19
Graf 19	Vývoj nezamestnanosti	20
Graf 20	Vývoj zamestnanosti podľa odvetví	20
Graf 21	Indikátor napätia na trhu práce	21
Graf 22	Priemerný počet uchádzačov o zamestnanie na jedno voľné pracovné miesto	21
Graf 23	Počet aktívnych pracovných ponúk	22
Graf 24	Zamestnanosť a cudzinci	22
Graf 25	Faktory mzdového vývoja na základe faktorového modelu	23
Graf 26	Vývoj miezd	23
Graf 27	Zahraničný dopyt	24
Graf 28	3-mesačný Euribor	25
Graf 29	Výnosy 10-ročných SK vládnych dlhopisov	25
Graf 30	Štruktúra inflácie HICP	26
Graf 31	Posun v predikcii oproti júnu	26
Graf 32	Nákladové faktory a ceny spracovaných potravín	27
Graf 33	Komponenty čistej inflácie)	27
Graf 34	HDP	28
Graf 35	Revízia HDP	28
Graf 36	Vývoj príjmov, spotreby a miery úspor domácností	29
Graf 37	Čerpanie zdrojov EÚ a čistá finančná pozícia Slovenska	30
Graf 38	Investície	31
Graf 39	Vývoj zamestnanosti	35
Graf 40	Vývoj reálnych kompenzácií na zamestnanca	35
Graf 41	Rozklad salda verejných financií	36
Graf 42	Fiškálna pozícia	36
Graf 43	Porovnanie deficitu a jeho dekompozície	37
Graf 44	Porovnanie verejného dlhu	37
Graf 45	Dlh verejnej správy a faktory zmeny	38
Graf 46	Čistý a hrubý dlh verejnej správy	39
Graf 47	Podiel LFA na hrubom dlhu	39
<b>Zoznam grafov v boxoch</b>		
Box 1		
Graf A	Úrokové sadzby hypoték	32

Graf B	Úrokové sadzby pre nefinančné spoločnosti	32
Graf C	Transmisia do úrovne vybraných premenných	33
Graf D	Transmisia do rastu vybraných premenných	33
Graf E	Vplyv vyšších úrokových sadzieb na rast HDP	34
Graf F	Vplyv vyšších úrokových sadzieb na infláciu HICP	34
Box 2		
Graf A	Porovnanie deficitov krajín eurozóny	40
Graf B	Štrukturálna rozpočtová bilancia v scenároch	42
Graf C	Konsolidácia primárneho štrukturálneho salda v scenároch	42
Graf D	Efekt konsolidácie na reálne HDP	43
Graf E	Hrubý a čistý dlh v scenároch	44
Graf F	Úrokové náklady v scenároch	44
Graf G	Vplyv konsolidácie na infláciu	45
Graf H	Efekt na zamestnanosť	45

## 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 na budúci rok poklesne o čosi rýchlejšie, než sme pôvodne očakávali.** Po dlhšom čase a s určitým oneskorením dochádza k prenosu nižších nákladov aj do spotrebiteľských cien. Vidno to najmä pri potravinách. Ďalší pokles agrokomodít a výrobných cien potravín prinesie úľavu pre peňaženky spotrebiteľov najmä v budúcom roku. Celková inflácia však bude odznievať postupne. V budúcom roku budú ťahať infláciu nahor najmä regulované ceny energií. Tie sa musia v určitom čase dotiahnuť na trhové ceny. Zvoľnenie rastu cien možno očakávať až v druhej polovici roku 2025, keď by sa rast cien mal priblížiť viac k 3 %.

**Zo svetovej ekonomiky prichádzajú negatívne správy a riziko ochladenia v globálnom meradle predstavuje najmä vývoj v Číne.** Sprísňovanie menovej politiky si vyberá svoju daň v podobe obmedzovania spotrebiteľského dopytu a investícií. Pomaly vyprcháva aj impulz z popandemického oživenia v sektore služieb. Čína sa borí s viacerými problémami a nedarí sa jej naštartovať ekonomiku. Očakávame, že v najbližšom období nepriaznivý vývoj doľahne aj na našu ekonomiku.

**Ekonomike sa darilo v 1. polroku nad očakávania.** Očakávania zníženia výkonu ekonomiky Slovenska sa vďaka automobilovému priemyslu nenaplnili. Ten dokázal viac ako vykompenzovať pokles súkromnej spotreby. Predpoklad o čerpaní eurofondov zostáva rovnaký, časť prostriedkov zostane nedočerpaných. Preto sme pre tento rok nezmenili rast ekonomiky.

**Zhoršili sme odhad rastu ekonomiky v budúcom roku.** Okrem slabšieho dopytu po našich výrobkoch zo zahraničia sme znížili aj predpoklad o produkcii rozšírených kapacít v automobilovom priemysle. Na investície doľahne neistota a prísnejšia menová politika. Pre rozpočty domácností prinášame dobrú správu v podobe opätovného rastu kúpyschopnosti. Prejaví sa zvýšením spotrebiteľského dopytu a doplnením úspor.

**Zamestnanosť by sa mala po prechodnej stagnácii pomaly zvyšovať.** Trh práce naprieč ekonomikami vo svete zostáva odolný. Rovnako ani firmy na Slovensku nepristúpili k prepúšťaniu. Situácia s dostupnosťou pracovnej sily sa nelepší a je pomerne náročné nájsť kvalifikovanú pracovnú silu. Následne to vytvára prostredie pre dynamický rast miezd.

**V tomto roku očakávame zvýšenie deficitu verejných financií o 3,5 percentuálneho bodu na úroveň 5,5 % HDP.** Spôsobí ho najmä oneskorený vplyv inflácie na sociálne výdavky, potreba opatrení na kompenzáciu vysokých cien energií, ale aj prijaté trvalé opatrenia účinné

v prevažnej miere od začiatku tohto roka. V ďalších rokoch sa bez zmien rozpočtových politík deficit na vysokých úrovniach udrží. Prognózované verejné zadĺženie sa udrží tesne pod 60 % hranicou do roku 2025, no Slovensko sa ocitlo v pásme vysokého rizika udržateľnosti. Na ozdravenie verejných financií bude v najbližšom období potrebné prijať výrazné a adekvátne konsolidačné opatrenia.

Základný scenár makroekonomického vývoja nezohľadňuje budúce konsolidačné úsilie. Podľa platných rozpočtových pravidiel vláda pristúpi k predloženiu vyrovnaného rozpočtu. Nakoľko však dnes nedisponujeme informáciami o forme konsolidácie, nie je možné ju zohľadniť v predikcii. V boxe sa však venujeme tejto problematike a vysvetľujeme, prečo musíme konsolidovať, o koľko a v akom časovom rozmedzí a aké sú dôsledky rôznych scenárov konsolidácie verejných financií. Nová vláda, ktorá vzíde zo septembrových volieb, bude musieť pripraviť potrebnú konsolidáciu s konkrétnymi návrhmi. Tie zapracujeme do nasledujúcej predikcie, ktorú predstavíme v decembri.

**Tabuľka 1 Základné ukazovatele ekonomického vývoja**

	Skutočnosť	Jesenná predikcia (P3Q-2023)				Zmena oproti letnej predikcii (P2Q-2023)		
		2022	2023	2024	2025	2023	2024	2025
<b>HDP</b> (medziročná zmena v %)	1,7	1,5	2,7	3,4	0,1	-0,6	0,2	
<b>HICP</b> (medziročná zmena v %)	12,1	10,9	5,6	3,7	-0,1	-0,6	0,0	
<b>Priemerná nominálna mzda</b> (medziročná zmena v %)	6,9	9,4	8,2	6,2	-1,6	-0,1	0,0	
<b>Priemerná reálna mzda</b> (medziročná zmena v %)	-5,2	-1,2	2,3	2,1	-1,2	0,7	0,1	
<b>Zamestnanosť</b> (medziročná zmena v %, ESA 2010)	1,8	0,4	0,6	0,2	0,0	-0,1	-0,1	
<b>Miera nezamestnanosti</b> (%, VZPS)	6,1	5,8	5,2	4,9	-0,3	-0,2	-0,1	

Zdroj: NBS

Poznámka: Reálne mzdy deflované infláciou CPI.



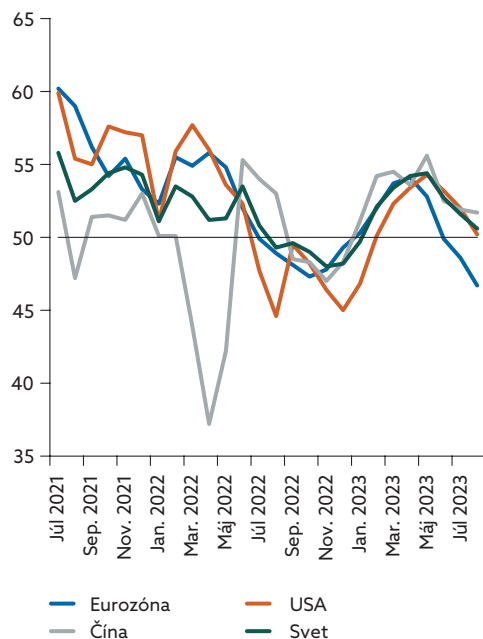
## 2 Aktuálny makroekonomický vývoj v zahraničí a v SR

### 2.1 Vonkajšie prostredie

Po výraznejšom oživení v úvode roka sa globálna ekonomická aktivita podľa indexu nákupných manažérov (PMI - Purchasing Managers Index) začala koncom 2. štvrťroka postupne oslabovať (graf 1). Vo viacerých krajinách, vrátane eurozóny, poklesol tento index pod 50, teda pod hranicu deliacu rast od poklesu ekonomiky. Oslabenie globálnej ekonomiky bolo spojené aj so zmiernením efektu otvorenia hospodárstva v Číne. Nielen tam, ale aj v ďalších ekonomikách prebiehalo oživenie najmä v sektore služieb. V závere 2. štvrťroka sa však rast v tomto sektore začal spomaľovať a v ďalších mesiacoch výrazne poklesol (graf 2). Napriek výraznému zlepšeniu fungovania globálnych ponukových reťazcov, zníženiu dopravných nákladov a nižších cien komodít, pretrvával v priemyselnej výrobe útlm naprieč krajinami. Vo viacerých prípadoch dokonca PMI naznačuje jej pokles. Spolu s miernym znížením globálneho obchodu v priebehu 2. štvrťroka to poukazuje na ochladzujúci sa globálny dopyt.

Spomedzi vyspelých ekonomík zatiaľ najvyššiu odolnosť, a to aj napriek výraznému sprísneniu menovej politiky, potvrdzuje hospodárstvo USA. V 2. štvrťroku vzrástlo o 0,6 % a jeho rast podporili súkromná spotreba a investície. Spotrebiteľský dopyt naďalej profitoval z pokračujúceho rastu zamestnanosti, ako aj zo zníženia inflácie, čo podporilo reálne príjmy. Investičný dopyt ťažil zo stimulov orientovaných na podporu zelenej ekonomiky.

**Graf 1**  
Kompozitný index nákupných manažérov (Purchasing Managers Index)



Zdroj: Macrobond

**Graf 2**  
Globálny index nákupných manažérov (Purchasing Managers Index)



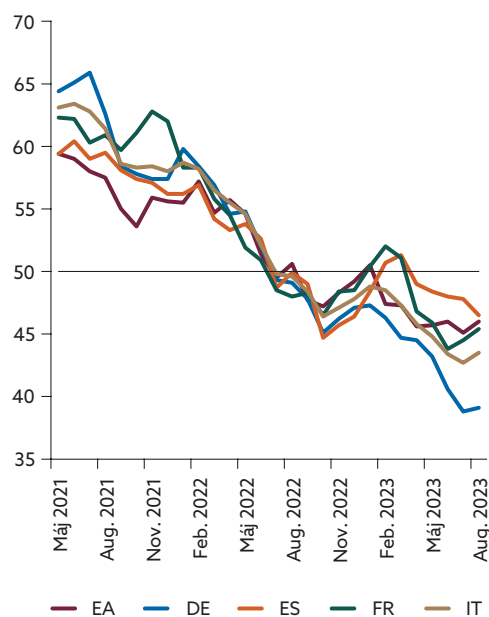
Zdroj: Macrobond

**Hospodárstvo eurozóny** na rozdiel od USA v posledných troch štvrtrokoch **viac-menej stagnovalo**. Po poklese v poslednom štvrtroku 2022 zaznamenalo v nasledujúcich dvoch štvrtrokoch len nepatrný rast (0,1%).<sup>1</sup> Súkromnú spotrebu naďalej nepriaznivo ovplyvňovala pomaly klesajúca inflácia, vrátane vysokého rastu cien potravín. Napriek pokračujúcemu rastu zamestnanosti tak spotreba stagnovala. Oslabovanie globálneho dopytu sa súčasne premietlo do poklesu vývozov. Podniky v priemysle, teda odvetví, ktorého výkonnosť sa výraznejšie oslabil (graf 3), naďalej pociťujú pomerne výrazné zhoršenie svojej konkurenčnej pozície a pokles exportných objednávok (graf 4).

**Spotrebiteľská inflácia v eurozóne sa postupne zmiernovala**. Oproti maximám, ktoré dosiahla v závere roka 2022, poklesla v auguste približne o polovicu na 5,3 %. Výrazne to podporilo zníženie cien energetických komodít. Ich pokles sa však nedávno zastavil a najmä ceny ropy začali mierne rásť v dôsledku jednostranného zníženia ťažby zo strany Saudskej Arábie a Ruska. Tieto kroky je už možné pozorovať vo zvyšujúcich sa cenách pohonných látok.

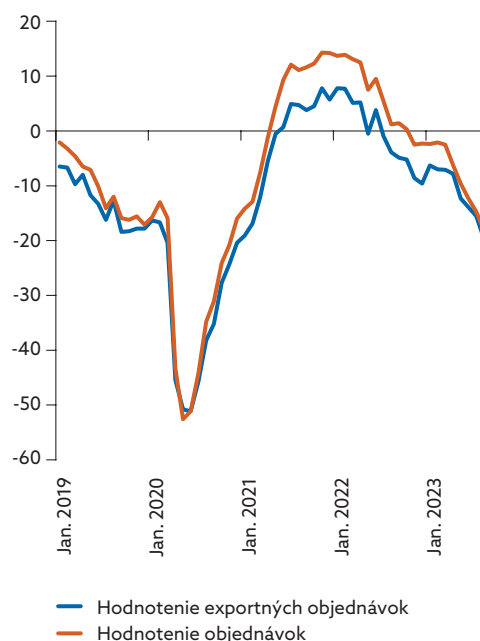
<sup>1</sup> Údaje HDP pre eurozónu za 1. štvrtrok boli revidované z poklesu o 0,1 % na rast 0,1 %.

**Graf 3**  
Index nákupných manažérov  
v priemyselnej výrobe



Zdroj: Macrobond

**Graf 4**  
Eurozóna: Hodnotenie objednávok  
v priemysle (saldá odpovedí v %)



Zdroj: Macrobond

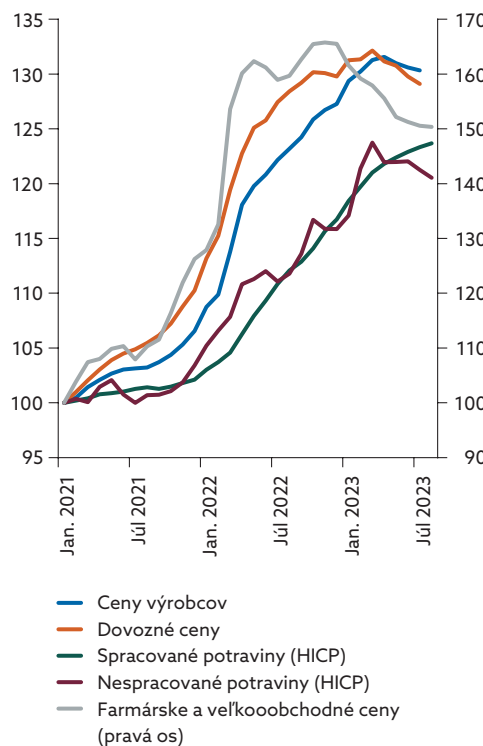
Vysoký zostáva cenový rast potravín (takmer 10 % v auguste), výrazne prevyšujúci celkovú infláciu. Cenová dynamika potravín sa však postupne zmiernuje, keď v porovnaní s marcovým maximom poklesla o viac ako 5 p. b. Nákladové vplyvy, ktoré boli zodpovedné za vysoký rast cien potravín postupne odznievajú. Farmárske a veľkoobchodné ceny začali už od začiatku tohto roka postupne klesať a podobnú tendenciu možno pozorovať v posledných mesiacoch aj pri cenách výrobcov potravín, resp. dovozných cenách (graf 5). Výsledkom je zatiaľ nepatrné zníženie spotrebiteľských cien nespracovaných potravín. V cenách spracovaných potravín sa zatiaľ vo väčšej miere prejavujú dopady minulých cien energií, prípadne mzdové náklady.

Jadrová inflácia<sup>2</sup> síce mierne klesá, zostáva však na vysokých úrovniach. Jej zmiernovanie podporujú najmä ceny tovarov. Tie priaznivo ovplyvňuje výrazné zníženie nedostatku a zlepšenie fungovania dodávateľských reťazcov. Znižujú sa tak tlaky na výrobcov, keď sa postupne spomaľuje rast dovozných cien. S oneskorením sa to premieta aj do spotrebiteľských cien tovarov (graf 6). Naopak, vývoj cien služieb zatiaľ nenaznačuje výraznejšie spomalenie. V ich cenách sa pravdepodobne vo väčšej miere odráža stále silný trh práce. Zamestnanosť v posledných troch štvrtrokoch

<sup>2</sup> Jadrová inflácia je inflácia bez cien energií a potravín.

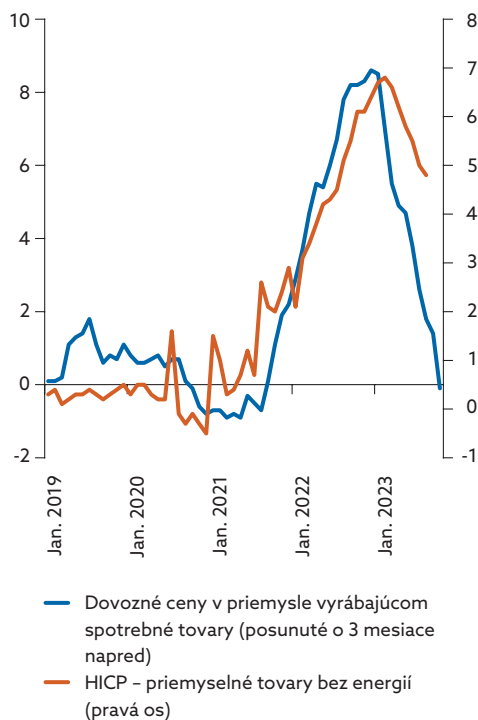
rástla rýchlejšie ako ekonomika a viaceré indikátory naznačujú relatívne silný mzdový rast.

**Graf 5**  
Eurozóna: Vybrané ceny potravín  
(index, január 2021 = 100)



Zdroj: Macrobond

**Graf 6**  
Eurozóna: Dovožné ceny výrobcov  
spotrebných tovarov a ceny  
priemyselných výrobcov bez energií  
v HICP (medziročná zmena v %)



Zdroj: Macrobond

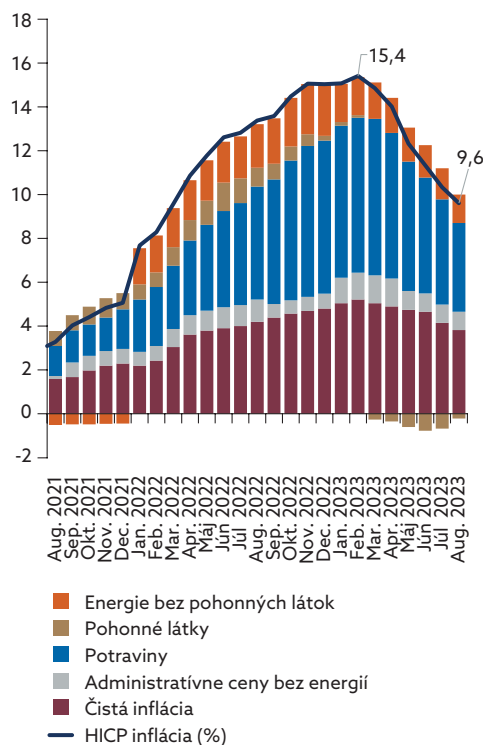
## 2.2 Aktuálny vývoj v SR

### 2.2.1 Spotrebiteľské ceny

**Inflácia dosiahla v auguste 9,6 % a vývoj jej hlavných položiek je rovnaký ako v eurozóne** (graf 7). Inflácia pokračuje šiesty mesiac v spomaľovaní (graf 8). Od februára kumulatívne spomalila takmer o 6 p. b. najmä vďaka zmierňovaniu tempa rastu cien potravín. Celková inflácia spomaľuje výraznejšie ako čistá inflácia<sup>3</sup> (graf 9). Inflácia bola v auguste 2023 v súlade s predpokladmi z letnej predikcie.

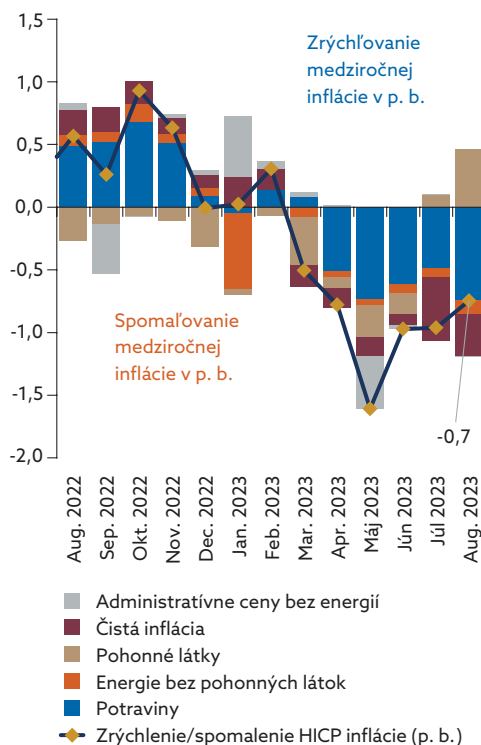
<sup>3</sup> Čistá inflácia je inflácia bez energií, potravín a abstrahuje aj od administratívnych cien.

**Graf 7**  
Vývoj celkovej inflácie HICP (medziročná zmena v %, príspevky v p. b.)



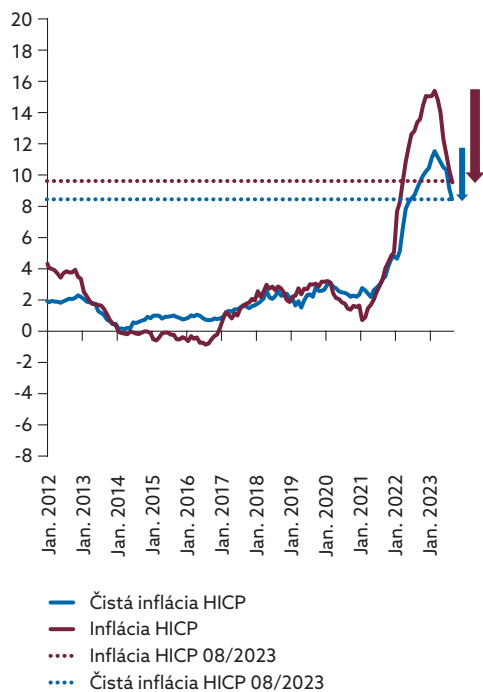
Zdroj: ŠÚ SR, NBS

**Graf 8**  
Štruktúra zrýchlenia/spomalenia inflácie HICP (príspevky v p. b.)



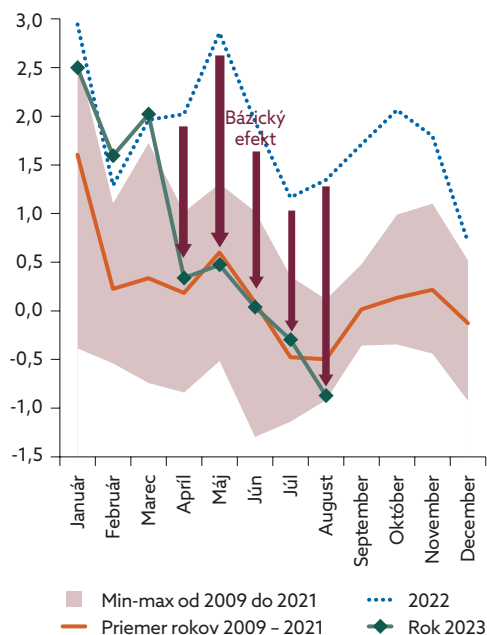
Zdroj: ŠÚ SR, NBS

**Graf 9**  
Vývoj celkovej a čistej inflácie HICP (medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

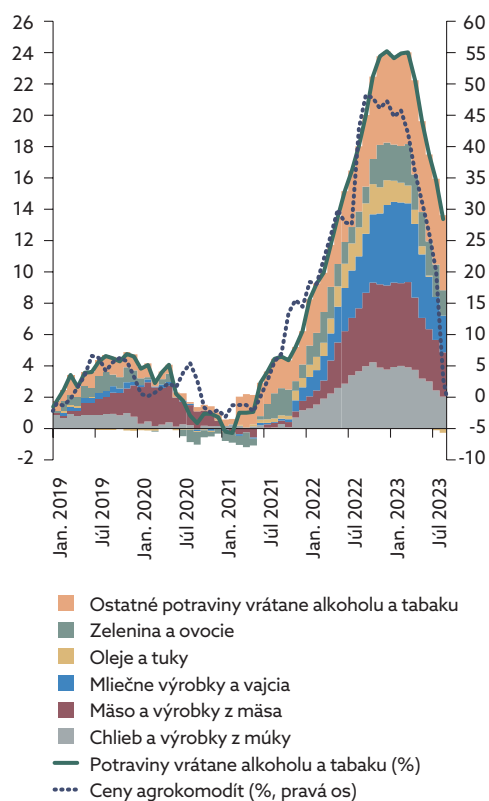
**Graf 10**  
Vývoj cien potravín HICP (medzimesačná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

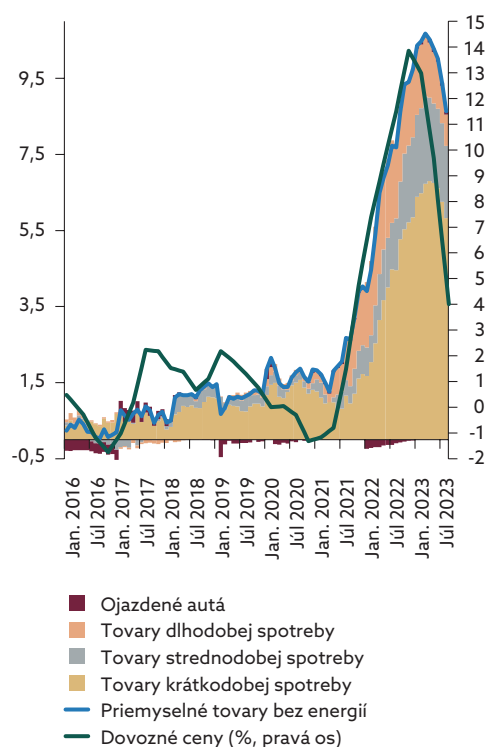
Od apríla ceny potravín takmer kopírovali priemer medzimesačných zmien cien za obdobie rokov 2009 až 2021. Pokles cien v auguste bol dokonca na úrovni najvýraznejšieho medzimesačného poklesu cien vo vyššie spomenutom období (graf 10). Silná cenová báza minulého roka tak výraznou mierou prispieva k spomaleniu cien potravín, ako aj celkovej inflácie HICP. V cenách potravín sa tak konečne začína prejavovať predchádzajúci výrazný klesajúci trend cien agrokomodít (graf 11).

**Graf 11**  
Ceny potravín a agrokomodity  
(medziročná zmena v %, príspevky  
v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

**Graf 12**  
Dovozné ceny a ceny tovarov  
(medziročná zmena v %, príspevky  
v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

**Ceny služieb zostávajú aj naďalej vysoké. Došlo síce k zmierneniu medziročného rastu cien, avšak do veľkej miery to spôsobilo administratívne rozhodnutie o zrušení koncesionárskych poplatkov.<sup>4</sup> Ceny služieb v posledných troch mesiacoch rástli rýchlejšie, ako sa očakávalo. Premietanie nákladových impulzov, výraznejšia zotrvačnosť cenotvorby služieb a relatívne rýchly rast miezd tak bráni k prehodnoteniu cien nadol.**

<sup>4</sup> K spomaleniu celkovej inflácie v júli 2023 o 0,33 p. b. prispelo očakávané zrušenie koncesionárskych poplatkov.

Zmena trendu v cenách dovozu sa konečne začala výraznejšie transformovať aj do spomaľovania rastu cien priemyselných tovarov (graf 12). Okrem poľavenia nákladových faktorov ktomu prispieva slabý spotrebiteľský dopyt.

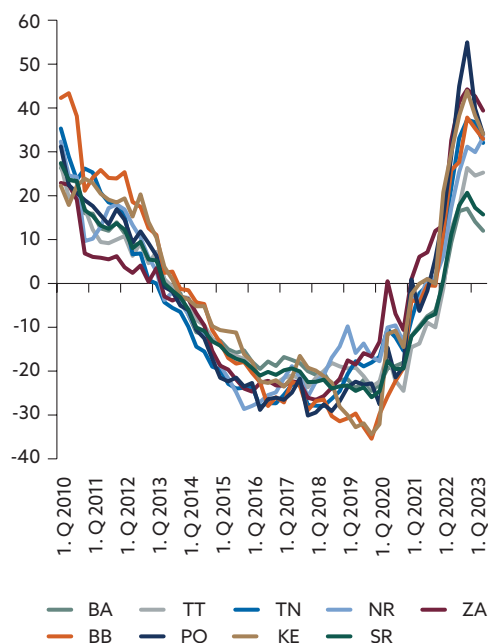
**Ceny energií zrýchlili v dôsledku nedávneho rastu cien ropy na svetových trhoch.** Predĺženie obmedzenia ponuky sa automaticky premietlo do rastu cien pohonných látok na Slovensku.

## 2.2.2 Ceny nehnuteľností

**Ponukové ceny nehnuteľností na bývanie pokračovali v poklese aj v 2. štvrtroku 2023. Oproti predchádzajúcemu štvrtroku sú o 2,3 % nižšie.** Tempo cenového poklesu sa mierne spomalilo. Poklesli najmä ceny bytov, kým ceny domov stagnovali. Najvýraznejšie zlacňovanie zaznamenal Prešovský, Košický a Trenčiansky kraj. Ceny nehnuteľností neklesli v Trnavskom a Nitrianskom kraji, v ktorých domy tvoria výraznú časť ponuky. Od cenového vrcholu v júli 2022 ponukové ceny kumulatívne klesli o 9 %.

**Graf 13**

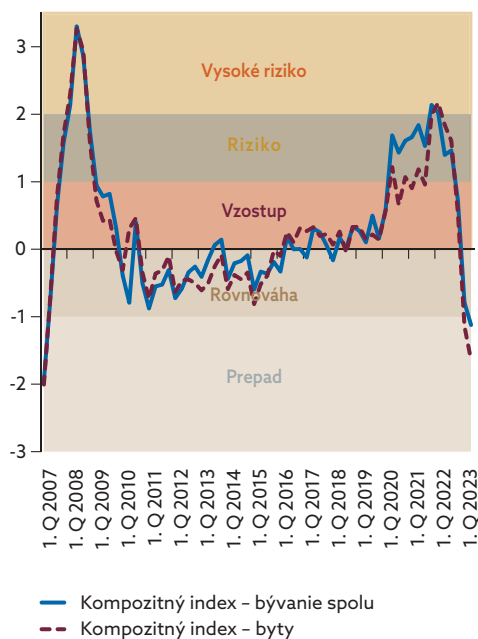
Index dostupnosti bývania (podiel HAI k jeho historickému priemeru v %)



Zdroj: NBS, NARKS, ŠÚ SR, United Classifieds

**Graf 14**

Kompozitný index na hodnotenie vývoja ceny bývania



Zdroj: NBS, NARKS, ŠÚ SR, United Classifieds

**Pokles cien nehnuteľností v spojení s rastom nominálnych miezd vyústil do mierneho zlepšenia dostupnosti bývania aj v 2. štvrtroku (graf 13).**

Index dostupnosti bývania<sup>5</sup> (HAI) sa zlepšil o 1,5 bodu, pričom ak by sa úrokové sadzby nezmenili, posun by bol výraznejší.<sup>6</sup> Index dostupnosti bývania sa najviditeľnejšie skorigoval v krajoch s najvýraznejším cenovým poklesom – v Prešovskom, Košickom a Trenčianskom kraji.

**Pokračujúce ochladenie na realitnom trhu spolu s vývojom nominálnych ekonomických veličín spôsobilo ďalší pokles hodnoty kompozitného indexu<sup>7</sup> (graf 14).** Rozdiel je ešte vypuklejší pri pohľade na ceny samotných bytov, keďže ceny rodinných domov v 2. štvrťroku stagnovali. V porovnaní s predchádzajúcimi štvrťrokmi sa hodnota kompozitného indexu znížila už len mierne. Dôvodom je predovšetkým spomalenie cenového poklesu, ale aj zastavenie rastu nájomného. Naďalej však platí, že ceny nehnuteľností pokračujú v poklese, zatiaľ čo nominálny príjem rastie a celková inflácia len postupne pribrzdzuje. Nožnice medzi vývojom realitného trhu a ekonomickými fundamentmi zostávajú roztvorené.

**Množstvo dokončených bytov zostáva vysoké, naopak, začatých stavieb výrazne ubudlo.** Výsledkom je postupný pokles počtu aktuálne rozostavaných bytov, v predchádzajúcom roku charakterizovaný ako rekordne vysoký. Tieto nehnuteľnosti sa postupne dostávajú na trh, čím prispievajú k dnešnému cenovému poklesu. Počet vydaných stavebných povolení bol v 2. štvrťroku o 26 % nižší ako v rovnakom období minulého roku. Podobná situácia je aj v prípade začatých bytov. Dá sa očakávať, že súčasný vývoj môže byť v budúcnosti v niektorých regiónoch zdrojom tlakov na rast cien nehnuteľností (graf 15).

---

<sup>5</sup> Index dostupnosti bývania – Housing affordability index (HAI). 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.

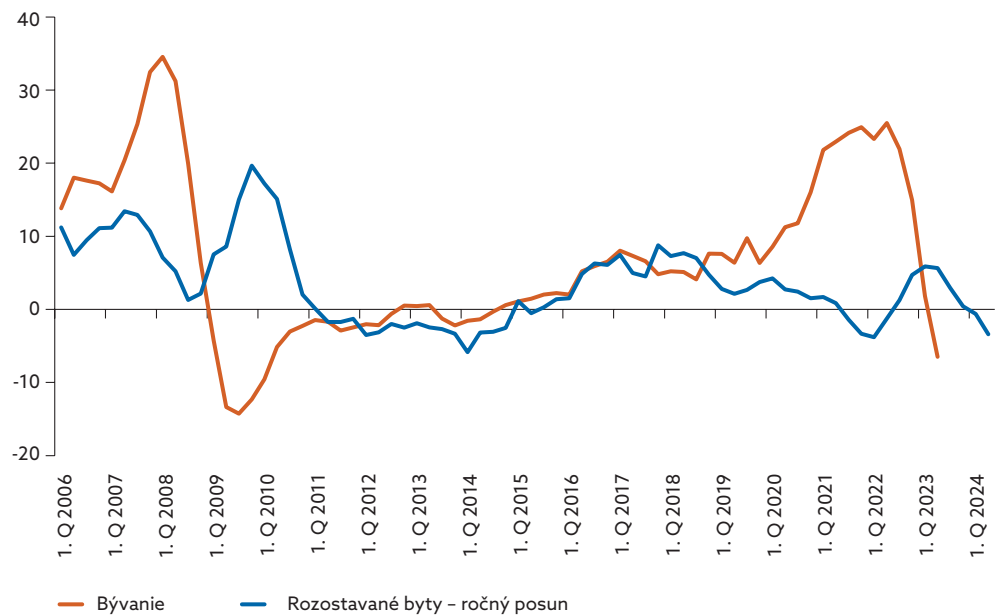
<sup>6</sup> Dosiahnutie úrovne dlhodobého priemeru by si dnes vyžadovalo dodatočný pokles cien o 11,6 %.

<sup>7</sup> 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/nájomné, úvery na bývanie/hrubý disponibilný príjem domácností, objem výstavby bytových budov/HDP). Bližšie informácie o zostavovaní kompozitného indexu sú v analytickom komentári [Kompozitný index na hodnotenie vývoja ceny bývania](#).



Graf 15

Ceny nehnuteľností a počet rozostavaných bytov (medziročná zmena v %)



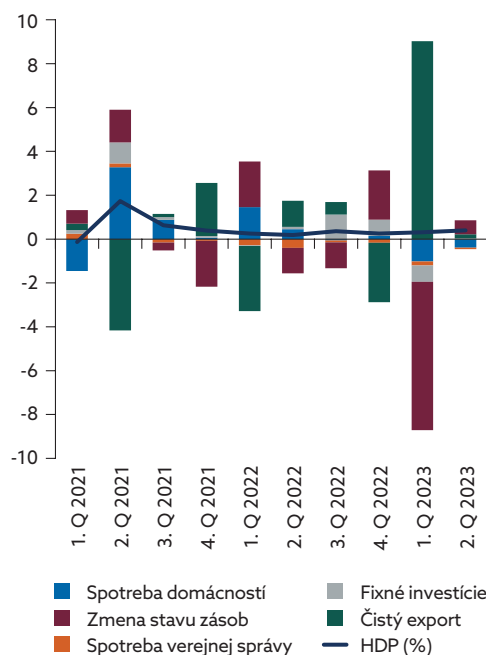
Zdroj: NBS, NARKS, ŠÚ SR, United Classifieds

### 2.2.3 Ekonomický rast

**Ekonomika sa v 2. štvrtroku 2023 medzištvrtročne zvýšila o 0,4 % (graf 16). Domáci dopyt zostal naďalej utlmený.** Hoci sa inflácia postupne spomaľovala, vysoké ceny stále ukrajovali z príjmov domácností a tie pokračovali v znižovaní svojich výdavkov. Z priemyslu sa darilo hlavne v výrobe automobilov, ostatné odvetvia bojujú s nízkym dopytom. Väčšina podnikov zostáva konzervatívna aj ohľadom budúcej výroby pod vplyvom zhoršujúcich sa signálov zo zahraničia.

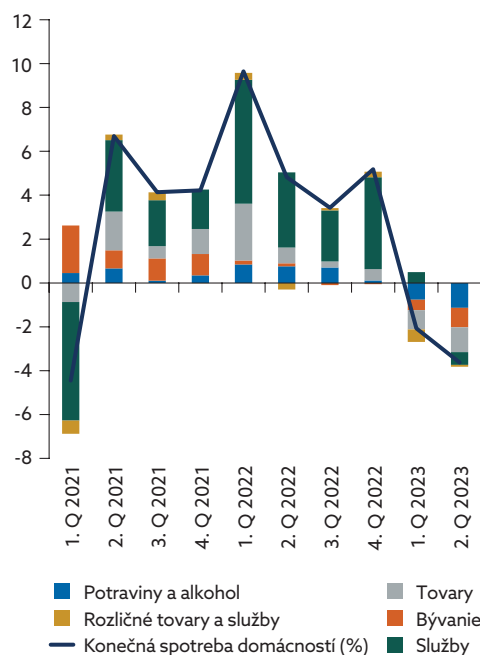
**Obmedzovanie nákupov spotrebiteľmi pokračovalo.** Zvyšovanie miezd spolu s postupným spomaľovaním inflácie nebolo dostatočné a reálne príjmy stále mierne klesali. V dôsledku toho domácnosti znížili spotrebu všetkých položiek spotrebného koša. Míňali menej nielen na tovary, ale už aj na služby, ktoré doteraz dobiehali pandemiou zameškané tržby (graf 17). Napriek tomu, že domácnosti naďalej škrtali spotrebu, nedokázali ušetriť toľko prostriedkov ako v minulosti a miera úspor zostala na nízkej úrovni.

**Graf 16**  
Vývoj HDP (medzištvrtročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

**Graf 17**  
Spotreba domácností (medzištvrtročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

**Zvyšovanie exportov bolo opäť ťahané z veľkej časti iba automobilovým priemyslom.** Zvyšok podnikov začína pociťovať zhoršovanie zahraničného dopytu v produkcii a v nízkych objednávkach. Energeticky náročná výroba sa stále nespamätala po ťažkom období zápasenia s cenami energií a zostáva slabá. Dovozy zotrvali na nízkej úrovni jednak vplyvom pokračujúceho poklesu domáceho dopytu a taktiež zníženou spotrebou energií v utlmenom priemysle. Saldo obchodu sa tak udržalo v kladných hodnotách z predchádzajúceho štvrtroka.

**Investičná aktivita firiem poklesla, domácnosti pokračovali v znižovaní investícií do bývania.** Prísna menová politika zvyšuje podnikom aj domácnostiam náklady spojené s úverovaním. Podniky v aktuálnom štvrtroku nakupovali najmä dopravné prostriedky.

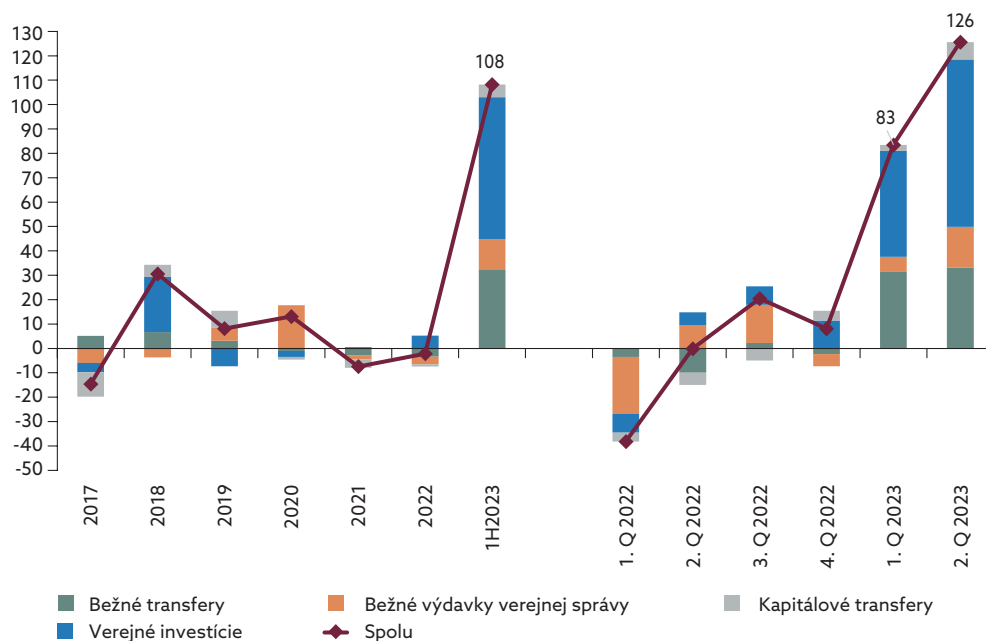
**Čerpanie prostriedkov z rozpočtu EÚ už druhý štvrtrok za sebou výrazne rastie najmä s podporou verejných investícií (graf 18).** Očakávané oživenie je stimulované veľkým objemom ešte nevyužitých zdrojov a skracovaním horizontu čerpania z tretieho programového obdobia do konca roka. K záveru polroka bolo využitých dvojnásobne viac zdrojov v porovnaní s rovnakým obdobím predchádzajúceho roka. Objemovo dosiahli výdavky úroveň 1,3 % HDP vrátane Plánu obnovy.

Kapitálové zdroje sa investovali najmä do výstavby rýchlostných ciest, modernizácie ciest I. triedy, koľají a vozového parku železníc. Výraznejšie čerpanie zaznamenali aj projekty výskumu štátnych univerzít a v súkromnom sektore. V závere 2. štvrťroka sa štátnej správe a obciam uvoľnili bežné výdavky v objeme 0,1 % HDP na krytie nákladov spojených s pomocou odídencom v súvislosti s ozbrojeným konfliktom na Ukrajine.

Z Plánu obnovy sa uvoľnili zo štátneho rozpočtu v 2. štvrťroku kapitálové zdroje na zlepšenie energetickej hospodárnosti rodinných domov. Spolu s administratívnymi výdavkami dosiahlo čerpanie z Plánu obnovy v 1. polroku úroveň 0,2 % HDP.

### Graf 18

Čerpanie prostriedkov z rozpočtu EÚ (medziročná zmena v %)<sup>1)</sup>



Zdroj: Štátna pokladnica, NBS

1) Očistené od čerpania na finančné nástroje

**Spotreba verejnej správy pokračovala vo svojom dynamickom raste aj v 2. štvrťroku.** Najvýraznejšie prispievajú kompenzácie na zamestnanca cez zvyšovanie miezd a medzispotreba vplyvom vysokých cien energií a palív.

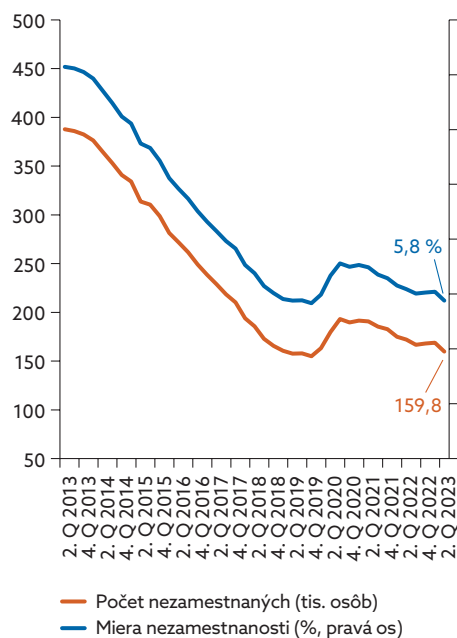
#### 2.2.4 Trh práce

**Trh práce zostáva stabilný, pričom nezamestnanosť poklesla na historicky najnižšiu úroveň zaznamenanú pred pandémiou** (graf 19). Zamestnanosť celý 1. polrok viac-menej stagnovala. Priemysel a stavebníctvo, ktorým sa produkčne celkom darilo, dokázali nájsť zamestnancov. Na druhej strane,

po pandemickom dobiehaní a naberaní zamestnancov došlo v službách a obchode v 2. štvrtroku k poklesu (graf 20).

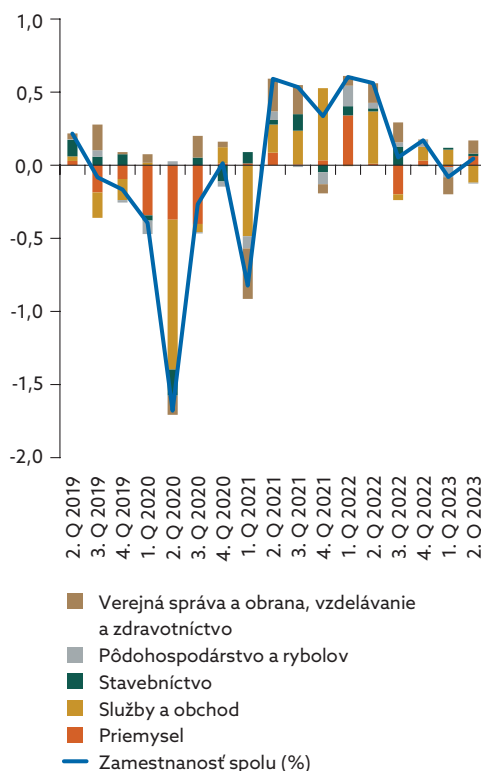
**Graf 19**

Vývoj nezamestnanosti (počet osôb, miera nezamestnanosti v %)



**Graf 20**

Vývoj zamestnanosti podľa odvetví (medzištvrtročná zmena v %, príspevky v p. b.)

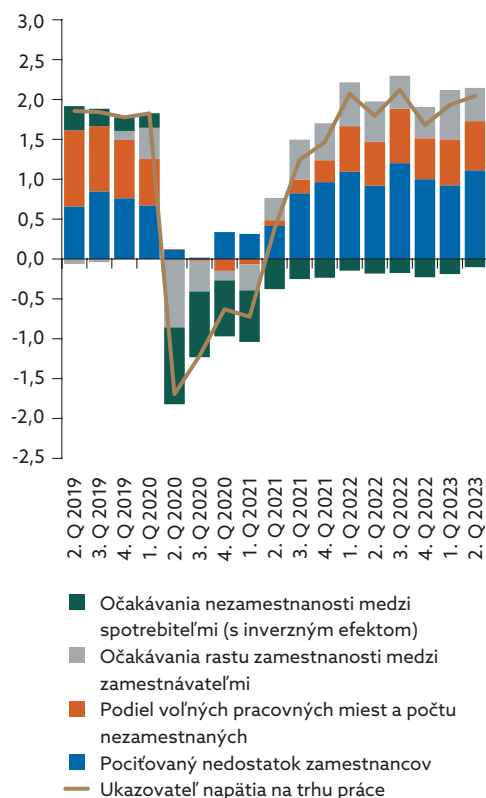


Zdroj: ÚPSVaR, NBS

Zdroj: ŠÚ SR, NBS

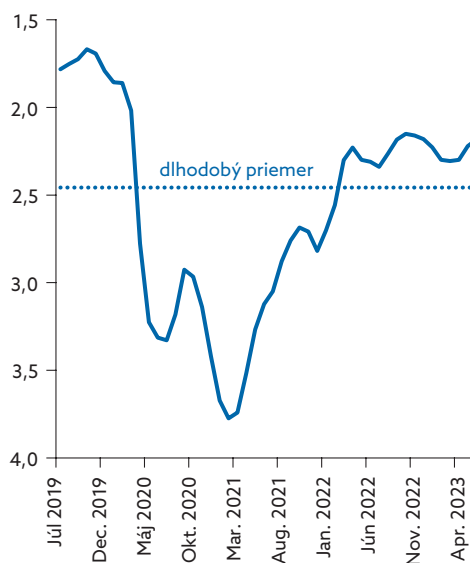
**Napätie na trhu práce je stále vysoké.** Pokles nezamestnanosti a s tým súvisiaca klesajúca ponuka práce zvyšujú napätie na trhu práce. Potvrdzujú to aj prieskumy medzi firmami, v ktorých firmy ako hlavnú príčinu tlakov na trhu práce uvádzajú vnímaný nedostatok pracovných síl (graf 21). S klesajúcou nezamestnanosťou sa znižuje priemerný počet uchádzačov na jedno voľné pracovné miesto. Tento ukazovateľ je nad dlhodobým priemerom od začiatku roka 2022 (graf 22).

**Graf 21**  
Indikátor napätia na trhu práce  
(príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, EK, NBS

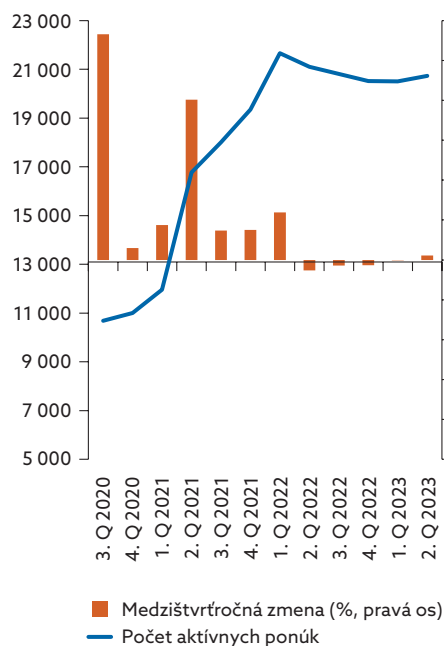
**Graf 22**  
Priemerný počet uchádzačov  
o zamestnanie na jedno voľné  
pracovné miesto



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

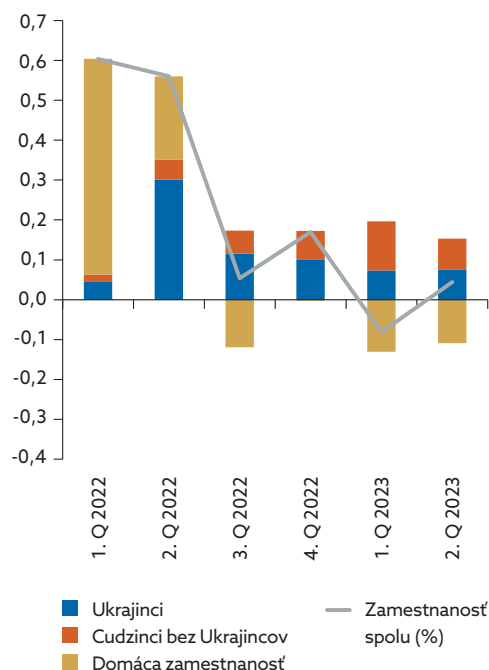
**Počet voľných pracovných pozícií stagnuje a voľné pracovné miesta sa darí zapĺňať prílevom zahraničných pracovníkov.** Počet voľných pracovných miest a aktívnych pracovných ponúk stagnuje, ale na vysokých úrovniach (graf 23). Najviac voľných pracovných miest je naďalej v priemysle a v obchode. Pribúdajú voľné pracovné miesta v oblasti informačných technológií, finančných služieb a v oblasti rekreácie a zábavy. Firmy naďalej aktívne hľadajú zamestnancov aj v cudzine. Počet zamestnaných cudzincov pokračoval v raste, a vykompenzoval tak klesajúcu zamestnanosť domácich pracovníkov (graf 24). Približne polovicu novo zamestnaných cudzincov tvoria odídenci z Ukrajiny.

**Graf 23**  
Počet aktívnych pracovných ponúk



Zdroj: Profesia.sk, NBS

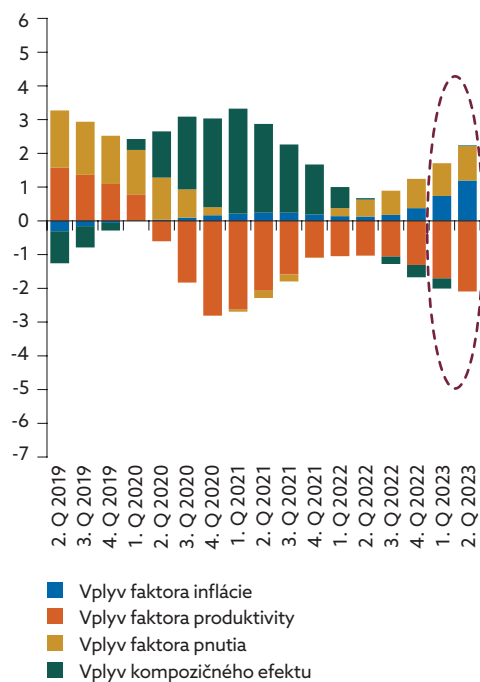
**Graf 24**  
Zamestnanosť a cudzinci  
(medzištvrtročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

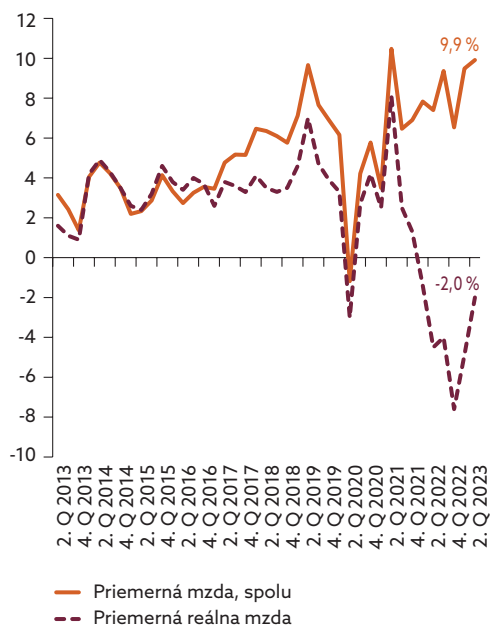
**Medziročná dynamika miezd sa zrýchlila, zvýšenia kúpyschopnosti sa však domácnosti nedočkali.** Mzdy napriek rýchlejšiemu rastu zaostali za očakávaniami. Hlavne vývoj platov v súkromnom sektore bol v 1. polroku pomalší, než sa predpokladalo. Vysoký rast dosahujú mzdy v stavebníctve a v činnostiach spojených s nehnuteľnosťami. Slabnúcí dopyt a rýchle popandemické dobiehanie v predchádzajúcom období spôsobili, že mzdy v oblasti ubytovacích a stravovacích služieb po dynamickom vývoji v predchádzajúcich štvrtrokoch prudko spomalili rast. Hlavnými určujúcimi faktormi vo vývoji miezd sú naďalej inflačný vývoj a napätie na trhu práce (graf 25). Aj keď nominálne mzdy rýchlo rástli, nestačili pokryť infláciu a reálne mzdy poklesli (graf 26). Dobrou správou je, že prepád reálnej mzdy sa znižuje a v 2. polroku by sa mohla preklopiť do kladných hodnôt.

**Graf 25**  
Faktory mzdového vývoja na základe  
faktorového modelu (príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

**Graf 26**  
Vývoj miezd (medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

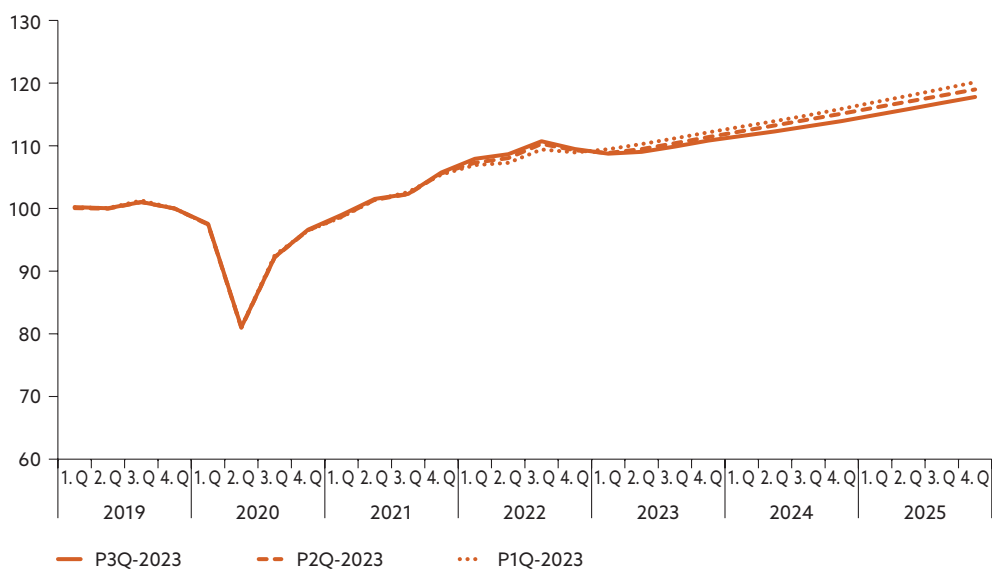
## 3 Strednodobá predikcia

### 3.1 Globálny výhľad a technické predpoklady predikcie<sup>8</sup>

Výhľad zahraničného dopytu po slovenských produktoch sa oproti našej letnej predikcii zhoršil naprieč celým horizontom predikcie (graf 27). Horší ako pôvodne predpokladaný vývoj v roku 2023 pramení zo slabšieho vývoja dovozov u viacerých našich hlavných obchodných partnerov, najmä Nemecka. Ku koncu roka 2025 očakávame úroveň zahraničného dopytu nižšiu oproti letnej predikcii o viac ako 1 %.

Graf 27

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



Zdroj: NBS

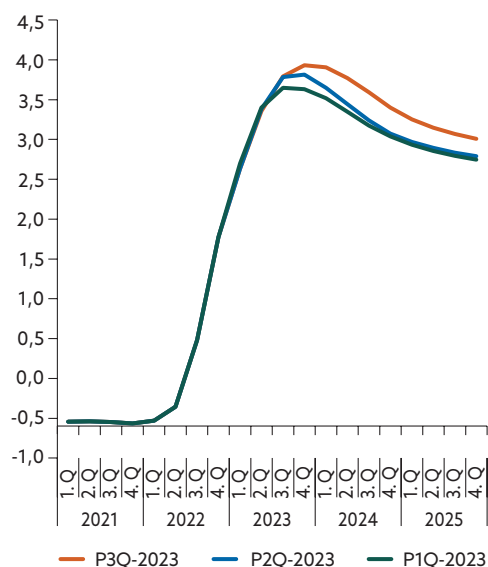
Oproti minulej predikcii revidujeme nahor predpoklady cien ropy. Ku koncu roka 2025 očakávame, že cena ropy v USD bude o viac ako 10 % vyššia než v lete, a to na úrovni 78 USD za barel. Výmenný kurz by sa mal držať tesne pod 1,1 dolára za euro počas celého horizontu predikcie.

Sprísňovanie menovej politiky v dôsledku vyššej inflácie a prehodnotenie trhových očakávaní vývoja úrokových sadzieb nahor spôsobili ďalší nárast krátkodobých aj dlhodobých očakávaných trhových úrokových sadzieb o 20 bázických bodov ku koncu roka 2025 (grafy 28 a 29).

<sup>8</sup> Technické predpoklady strednodobej prognózy vychádzajú z *Makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu – september 2023*.

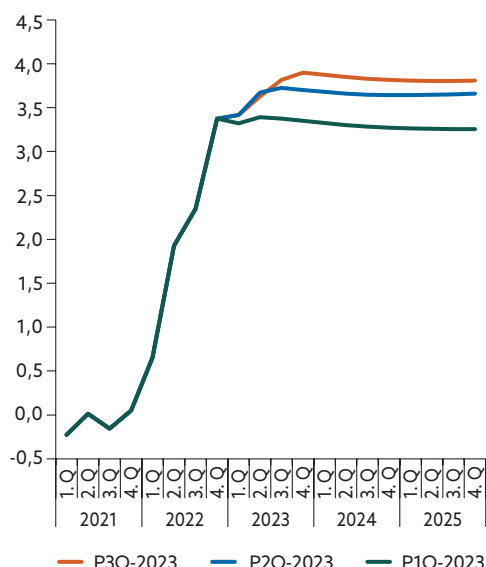


**Graf 28**  
3-mesačný Euribor



Zdroj: EK, NBS

**Graf 29**  
Výnosy 10-ročných SK vládných dlhopisov



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

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

	Skutočnosť	Jesenná predikcia (P3Q-2023)			Zmena oproti letnej predikcii (P2Q-2023)		
		2022	2023	2024	2025	2023	2024
Rast zahraničného dopytu Slovenska	6,9	0,4	2,8	3,2	-0,8	-0,5	-0,2
Výmenný kurz USD/EUR <sup>1)2)</sup> (úroveň)	1,05	1,09	1,09	1,09	0,2	0,1	0,1
Cena ropy v USD <sup>1)2)</sup> (úroveň)	103,7	83,0	81,7	77,8	6,3	12,6	10,6
Cena ropy v USD <sup>1)</sup>	45,8	-19,9	-1,5	-4,8	4,8	5,4	-1,7
Cena ropy v EUR <sup>1)</sup>	63,5	-22,4	-1,6	-4,8	4,4	5,5	-1,7
Cena neenergetických komodít <sup>1)</sup>	6,6	-13,6	-3,1	3,2	-2,1	-1,1	1,9
EURIBOR - 3M (% p. a.)	0,3	3,4	3,7	3,1	0,0	0,3	0,2
Výnos 10-ročného štátneho dlhopisu SR (%)	2,1	3,7	3,8	3,8	0,1	0,2	0,2

Zdroj: ECB, ŠÚ SR, NBS

**Poznámka:**

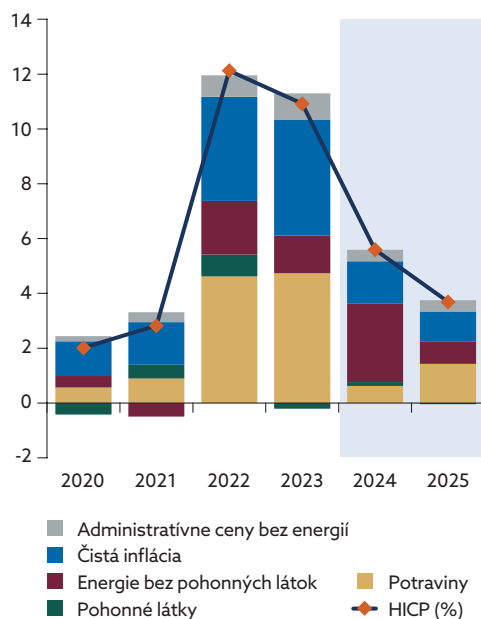
1) Medziročný rast v % a zmeny oproti predchádzajúcej predikcii sú rátané z nezaokrúhlených čísel.

2) Zmeny oproti predchádzajúcej predikcii v %.

## 3.2 Makroekonomická predikcia SR

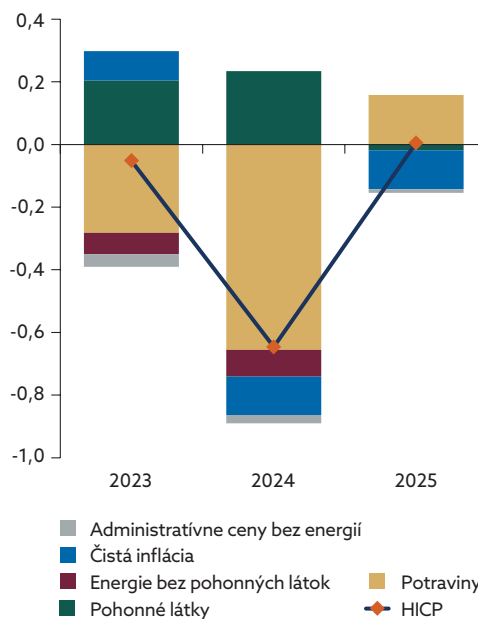
Rast cien by mal poľavovať, inflácia však zostane ešte aj v budúcom roku pomerne vysoká (graf 30). Vyššiu infláciu spôsobí najmä úprava regulovaných cien energií, ktoré prispievajú k viac ako polovici celkového nárastu cien. Na druhej strane, pokles cien vstupov a zastabilizovanie trhových cien energií vytvorili dostatočný priestor pre dezinflačný vývoj v najbližších mesiacoch. Preto sme pristúpili k zníženiu inflácie v porovnaní s letnou predikciou (graf 31).

**Graf 30**  
Štruktúra inflácie HICP (medziročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

**Graf 31**  
Posun v predikcii oproti júnu (p. b.)



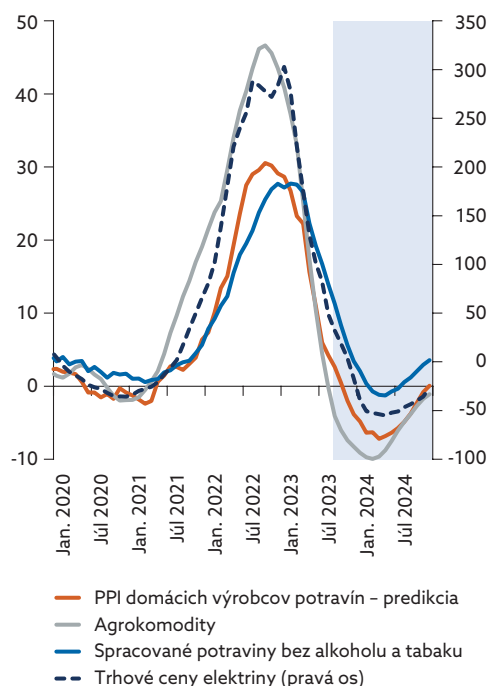
Zdroj: ŠÚ SR, NBS

**Niektoré potraviny začínajú zlacňovať, celkovo však potravinová inflácia zostáva napriek klesajúcemu trendu naďalej vysoká.** Pokles trhových cien agrokomodít a energií sa už stihol premietnuť do výrobných cien potravín (graf 32). Spotrebiteľské ceny by sa mali začať prispôsobovať v najbližších mesiacoch. Aktuálny vývoj naznačil, že by to mohlo byť aj rýchlejšie ako pôvodné odhady v lete. V rokoch 2024 a 2025 by ceny potravín mali rásť podobným tempom ako pred energetickou krízou. Ak by sa však naplnili predpoklady o trhových cenách a prenose nákladových faktorov do spotrebiteľských cien, ceny potravín by mohli začiatkom budúceho roku v medziročnom porovnaní aj poklesnúť.

**Za posledné mesiace výrazne ustúpili inflačné tlaky plynúce z porúch fungovania dodávateľských reťazcov. Prejavilo sa to v znížení dovozných cien, najmä tovarov.** Odznenie nárastu nákladov sa premietlo už aj do poklesu niektorých výrobných cien, čo sa premietne aj do cenoviek na pultoch v obchodoch. Takýto vývoj by mal pokračovať aj v nasledujúcich mesiacoch.

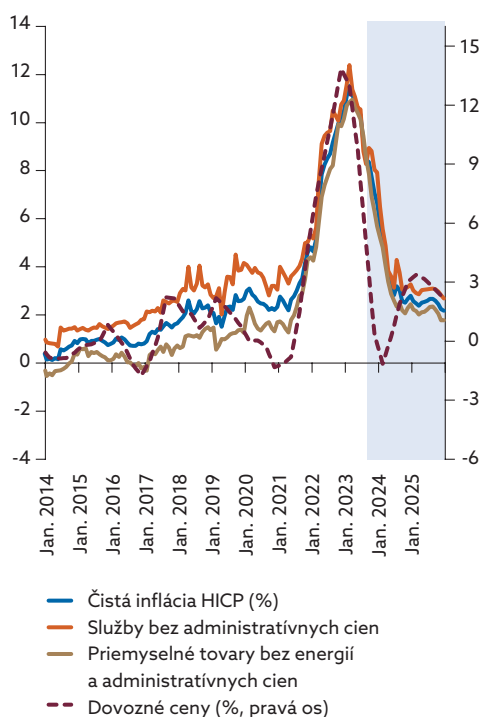
**V cenách služieb by sa mali ešte určitý čas prejavovať nákladové faktory.** Keďže služby sú náročnejšie na ľudský kapitál, na ich cenotvorbu tak významnejšie vplývajú náklady práce. Predpokladáme, že premietnutie väčšej časti cien energií a potravín do cien služieb už máme za sebou a aj ceny služieb začnú spomaľovať v súlade s tým, ako pominú nákladové faktory (graf 33).

**Graf 32**  
Nákladové faktory a ceny spracovaných potravín (medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

**Graf 33**  
Komponenty čistej inflácie (medziročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Predpoklady o regulovaných cenách energií zostávajú oproti júnovej predikcii nezmenené. V platnosti zostáva Memorandová cena elektrickej energie, pričom ostatné položky výslednej spotrebiteľskej ceny by mali rásť. Ceny plynu by sa mali zvýšiť približne o tretinu v budúcom roku a ďalších 20 % v roku 2025, čím by sme sa dostali na trhové úrovne.

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

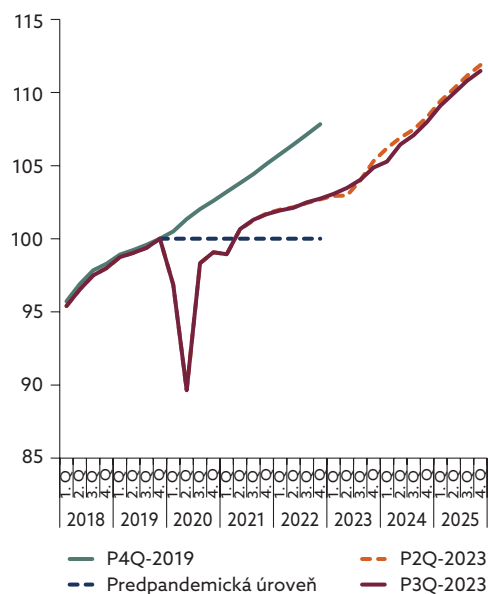
	Priemer 2004 - 2008 (predkrízové obdobie)	Priemer 2010 - 2014 (pokrízové euro obdobie)	2022	2023	2024	2025
HICP	4,1	2,0	12,1	10,9	5,6	3,7
Potraviny	3,6	3,1	16,1	15,0	1,9	4,5
Priemyselné tovary bez energií	0,2	0,3	7,3	9,0	3,2	2,2
Energie	8,3	2,3	18,8	7,7	20,3	5,1
Služby	5,3	2,5	9,3	10,2	4,2	3,6
Čistá inflácia	1,8	1,0	8,3	9,4	3,5	2,5

Zdroj: ŠÚ SR, NBS

**Slabší vývoj globálnej ekonomiky a normalizácia menovej politiky skresali výhľad rastu našej ekonomiky (graf 34).** Tento rok ešte skončí pravdepodobne podľa očakávaní z letnej predikcie. Ekonomiku potiaha čerpanie eurofondov a čistý export. V ďalších dvoch rokoch by však malo

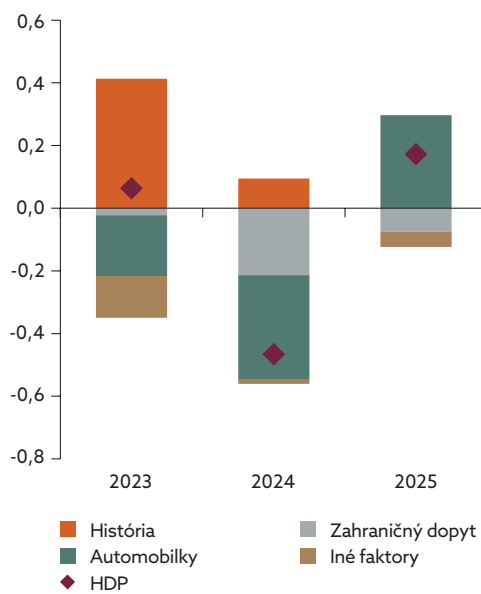
dôjsť k obnove rastu reálnych príjmov domácností, čím sa naštartuje spotrebiteľský dopyt (graf 35). V aktuálnej predikcii sme prehodnotili pohľad načasovania a objemu dodatočnej produkcie v automobilovom priemysle. Nenaplnil sa predpoklad o postupnom nábehu od 3. štvrťroku tohto roka, preto ho posúvame do ďalšieho roka. Objem rozšírenej produkcie by mal byť nižší ako pôvodný predpoklad, ktorý bral do úvahy len dodatočný počet vyrobených áut. Aktuálne predpokladáme do istej miery substitučný efekt.

**Graf 34**  
HDP (index, 4. Q 2019 = 100)



Zdroj: NBS

**Graf 35**  
Revízia HDP (p. b.)

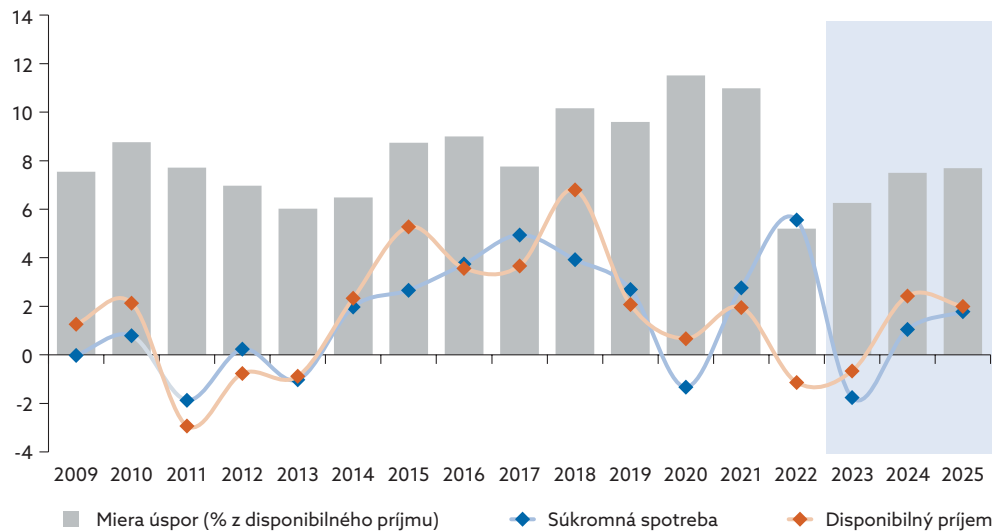


Zdroj: NBS

**Od budúceho roka sa s ústupom vysokej inflácie očakáva oživenie súkromnej spotreby.** Malo by sa skončiť dlhšie obdobie poklesu reálnych príjmov, čo pomôže naštartovať spotrebiteľský dopyt. Domácnostiam okrem toho zostanú zdroje aj na postupné doplnenie úspor (graf 36). Oproti júnovej predikcii obmedzili domácnosti výdavky výraznejšie, čo sa prejaví vo vyššom poklese súkromnej spotreby v tomto roku. Posledné vysoko-frekvenčné údaje naznačujú, že sme sa v letných mesiacoch odrazili od dna a spotrebiteľský dopyt by mal začať rásť. Bude to však mierne pomalšie, ako sme predpokladali v júni. Podľa dostupných údajov rastú nominálne mzdy miernejšie, čo sa premietlo aj do výhľadu disponibilného príjmu v roku 2024. Zdá sa, že firmy si dôkladne strážia náklady práce a v prostredí neistoty nejdú nad rámec možností, čím posúvajú návrat stratenej kúpyschopnosti domácností.

Graf 36

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



Zdroj: NBS

**Zo zahraničia prichádzajú nepriaznivé signály.** Európskej ani čínskej ekonomike sa zatiaľ nepodarilo zreštartovať. Naďalej tak prichádzajú negatívne signály o zlých náladách nielen v priemysle, ale aj v službách. Zatiaľ sa to výraznejšie neprejavilo v exportnej výkonnosti. Tá je do značnej miery odolná vďaka plneniu objednávok z minulosti. Avšak nepriaznivá situácia u našich obchodných partnerov by mala doľahnúť na našich exportne orientovaných producentov v nasledujúcich štvrtrokoch.

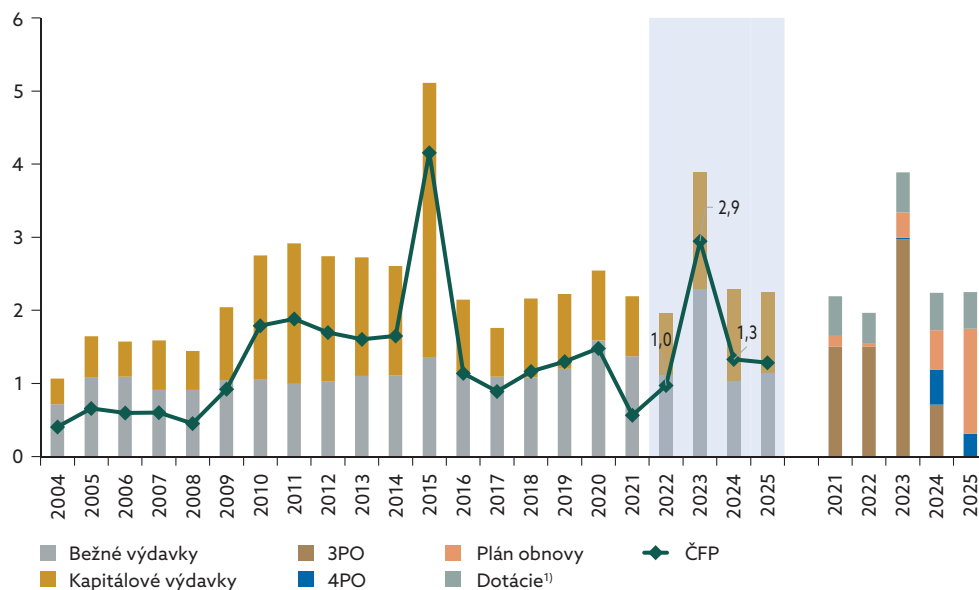
**Investície by mali potiahnuť ekonomiku v tomto roku, budú to však najmä eurofondy.** Celkové čerpanie prostriedkov z fondov EÚ by malo dosiahnuť 3,9 % HDP (resp. čistá finančná pozícia by mala dosiahnuť 2,9 % HDP, graf 37). Domáci dopyt by mal byť najviac stimulovaný cez ukončovanie verejných investícií v oblasti dopravy, životného prostredia, digitalizácie a vedy a výskumu. Časť bežných výdavkov vo forme dotácií by mala byť využitá na kompenzácie zvýšených nákladov na energie pre domácnosti.<sup>9</sup> V nasledujúcich rokoch sa očakáva pokles príjmov<sup>10</sup> pri predpoklade pozvoľného rozbiehania čerpania z nového (štvrtého) programového obdobia a postupnej gradácii investícií z Plánu obnovy.

<sup>9</sup> V prognóze sa ráta s aktuálnym zaznamenaním energopomoci krytej z prostriedkov EÚ v objeme 1 % HDP v roku 2023. Časť hotovostných výdavkov sa predpokladá aj v roku 2024, avšak tie by mali byť len predmetom zúčtovania a účtovne by mali ovplyvniť čerpanie v roku 2023.

<sup>10</sup> V roku 2024 sa predpokladajú ešte výdavky z 3PO (bez energopomoci) s povahou preplatenia nákladov prijímateľom pomoci za výdavky zrealizované do konca roka 2023. V prognóze sa uvažuje, že časť z alokácie pre Politiku súdržnosti EÚ (14,5 mld. €) sa nestihne vyčerpať. Trvalá strata, tzv. dekomitment, sa predpokladá v objeme 400 mil. €.

Graf 37

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



Zdroj: NBS

1) Dotácie tvoria najmä poľnohospodárske fondy, spolu 3. a 4. programové obdobie

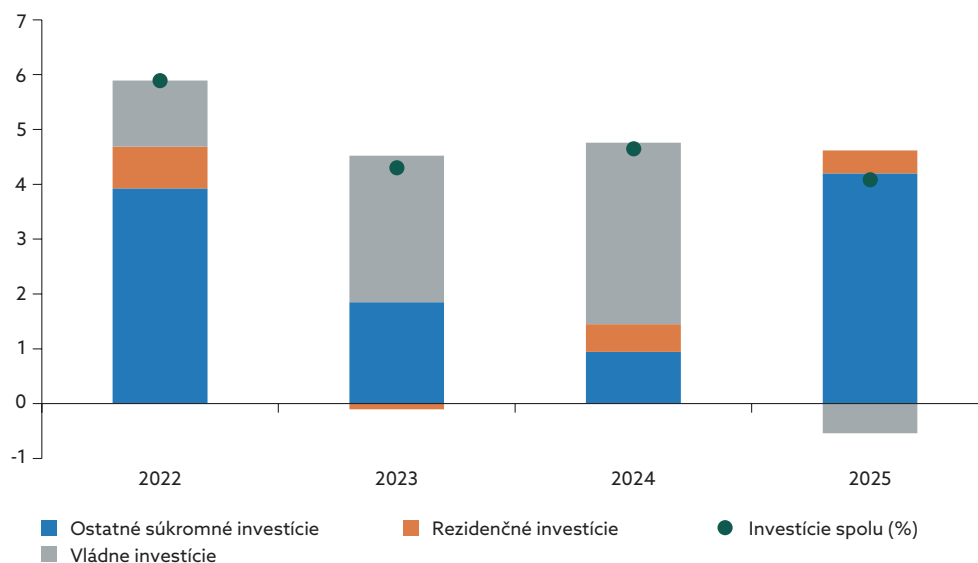
**Poznámka:** ČFP – čistá finančná pozícia, 3PO – 3. programové obdobie EÚ pre roky 2014 – 2020, 4PO – 4. programové obdobie pre roky 2021 – 2027. NGEU – Nástroj EÚ pre budúce generácie (prognóza obsahuje zdroje z Fondu obnovy a odolnosti, REACT-EU a Fondu spravodlivej transformácie).

**Na investície súkromného sektora dolieha normalizácia menovej politiky a neistota spojená s vývojom globálneho dopytu.** Investície firiem v 1. polroku poklesli. Zdraženie externých zdrojov pre podniky bolo pomerne prudké a navyše v prostredí energetickej krízy. V ďalších mesiacoch sa očakáva ešte dobeh pôsobenia menovej politiky a investície by sa mali výraznejšie oživiť v roku 2025<sup>11</sup> (graf 38).

<sup>11</sup> V roku 2025 rátame už aj s prvými investíciami novej automobilky.

Graf 38

Investície (medziročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: NBS

## Box 1

### Odhad vplyvu vyšších úrokových sadziieb na ekonomiku SR<sup>12</sup>

Ekonomiky v eurozóne čelia od začiatku minulého roku významnému zvyšovaniu úrokových sadziieb. ECB v súvislosti s nárastom inflácie pristúpila k sprísneniu menovej politiky (ďalej iba „MP“). Zavedenie prísnejšej MP tlmí dopyt a ekonomickú aktivitu s cieľom stabilizovať infláciu.

Pre odhad vplyvu prísnejšej MP na ekonomický vývoj Slovenska vychádzame z predpokladu permanentného zvýšenia krátkodobých, ako aj dlhodobých sadziieb oproti predpokladom z predikcie v decembri 2021 (tabuľka A). Hodnoty v tabuľke predstavujú veľkosť nárastu úrokových sadziieb, ktorému je ekonomika vystavená.

Tabuľka A Zvýšenie úrokových sadziieb (priemer roka v bázických bodoch)

	2022	2023	2024	2025
3-mesačný Euribor	80,5	360,5	364,8	299,9
10-ročné vládne dlhopisy	199,5	351,9	360,5	351,8

Zdroj: ECB

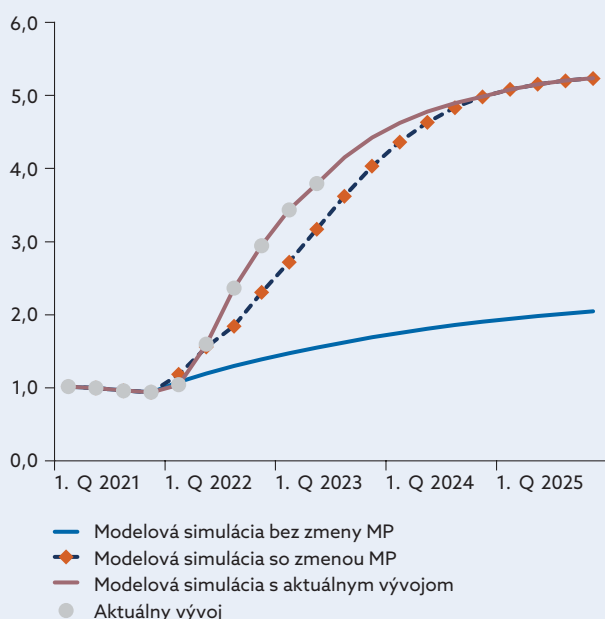
**Poznámka:** Uvedené hodnoty predstavujú zmenu výšky úrokových sadziieb v aktuálnej predpovedi oproti predpokladom z predikcie v decembri 2021.

<sup>12</sup> Odhad vplyvu je počítaný na základe štrukturálneho modelu NBS pre ekonomiku SR.

Reštriktívna MP sa v prvom rade odzrkadľuje v náraste klientskych sadzieb úverov. Sadzby hypoték dokonca zažívajú dynamickejší nárast, ako by naznačovala modelová simulácia zohľadňujúca doterajší historický vývoj. Na druhej strane, sadzby pre nefinančné spoločnosti sa vyvíjajú v súlade s modelovými očakávaniami. V strednodobom horizonte by sa pri zvýšení úrokových sadzieb uvedenom v tabuľke A mohli sadzby hypoték stabilizovať mierne nad úrovňou 5 %. V prípade sadzieb pre nefinančné spoločnosti sa predpokladá po náraste nad 5 % malá korekcia mierne pod 5 % v súlade s očakávaným poklesom krátkodobých úrokových sadzieb (grafy A a B).

**Graf A**

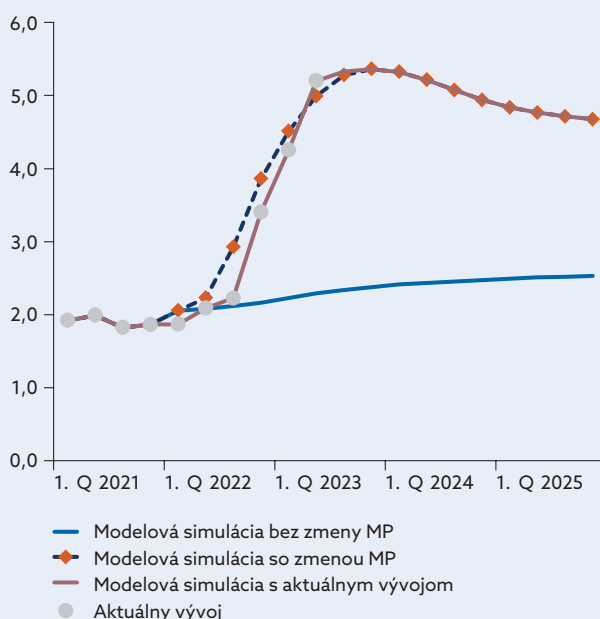
Úrokové sadzby hypoték (%)



Zdroj: NBS

**Graf B**

Úrokové sadzby pre nefinančné spoločnosti (%)



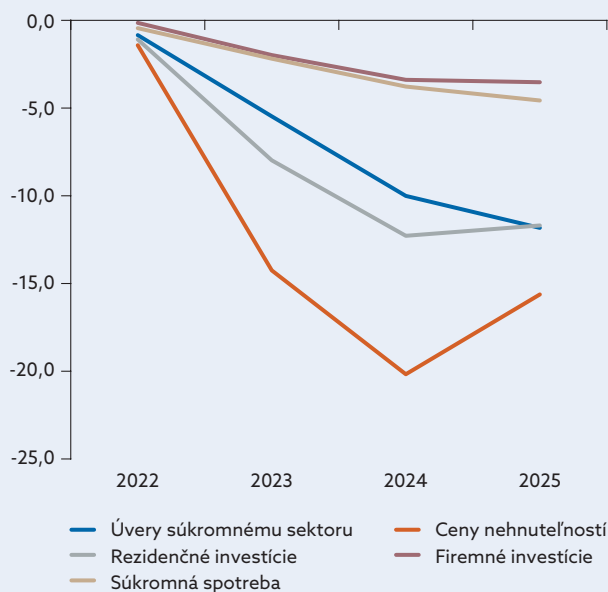
Zdroj: NBS

Takéto zvýšenie klientskych sadzieb vyúsťuje do utlmenia dopytu po úveroch zo strany domácností a firiem, pričom kumulatívny vplyv na objem úverov súkromnému sektoru z dôvodu sprísňovania menovej politiky by mohol predstavovať takmer 12 p. b. (graf C). Obmedzená dostupnosť financovania vedie k postupnému spomaleniu rastu investícií v podnikovom a rezidenčnom sektore, čo sa odzrkadľuje i v korekcii cien nehnuteľností. Modelová simulácia naznačuje, že pokles cien nehnuteľností by mohol pokračovať aj v roku 2024. Korekcia cien nehnuteľností by mohla kumulatívne dosiahnuť až 20 % v rokoch 2023 - 2024 oproti scenáru bez zmeny úrokových sadzieb. Okrem investičnej aktivity možno očakávať aj oslabenie spotrebiteľského dopytu.



**Graf C**

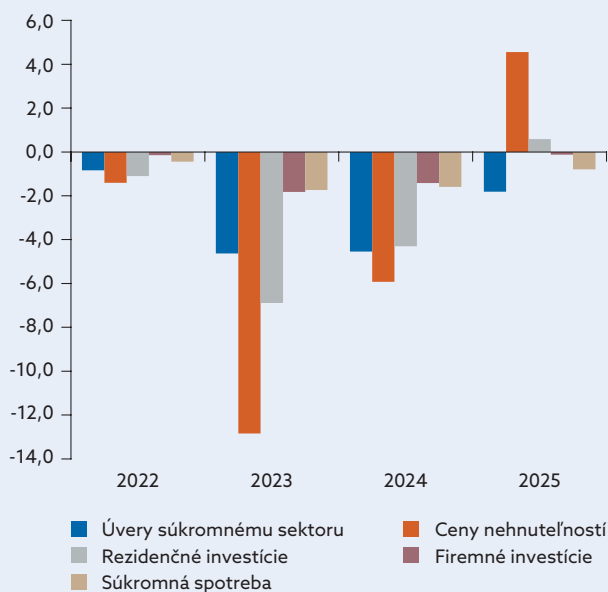
Transmisia do úrovne vybraných premenných  
(zmena úrovne oproti nezmenenej MP v %)



Zdroj: NBS

**Graf D**

Transmisia do rastu vybraných premenných  
(zmena rastu oproti nezmenenej MP v p. b.)



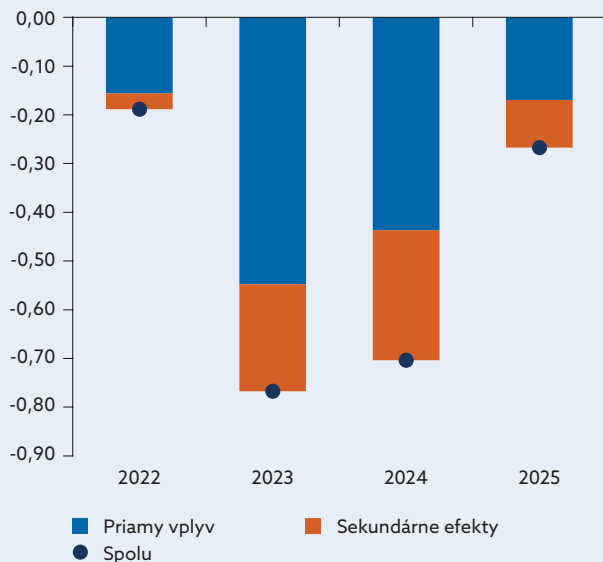
Zdroj: NBS

Reštriktívna MP sa uplatňuje plošne v rámci celej eurozóny, a preto treba brať do úvahy aj utlmenie ekonomickej aktivity kľúčových obchodných partnerov, tzv. sekundárne efekty. Po zohľadnení aj týchto sekundárnych efektov sprísňovania menovej politiky by mohol byť rast HDP slovenskej ekonomiky na základe modelovej simulácie utlmený približne o 0,7 - 0,8 p. b. v rokoch 2023 a 2024. V roku 2025 by negatívny vplyv mohol predstavovať približne 0,3 p. b. do rastu HDP (graf E). Zavedenie prísnejšej menovej politiky by mohlo viesť k postupnému zníženiu cenovej hladiny o 0,9 p. b., pričom sekundárne efekty by mali mať iba nepatrný príspevok (graf F).

Celkový efekt sprísňovania menovej politiky na ekonomiku SR by mohol byť pravdepodobne väčší ako uvedené odhady. V modelovej simulácii sme sa venovali len vplyvu cez vyššie úrokové sadzby. Ďalšími transmisnými kanálmi by mohli byť silnejší výmenný kurz, vplyv na ceny komodít a globálnu ekonomiku, ale aj zmena smerovania neštandardných menových nástrojov.

**Graf E**

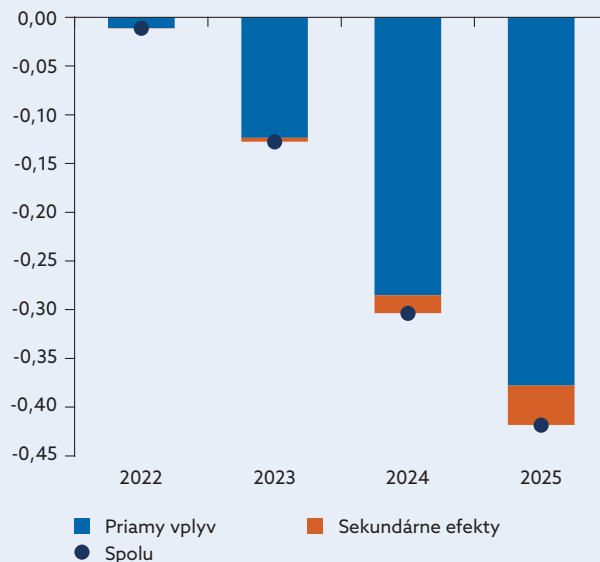
Vplyv vyšších úrokových sadzieb na rast HDP (p. b.)



Zdroj: NBS

**Graf F**

Vplyv vyšších úrokových sadzieb na infláciu HICP (p. b.)

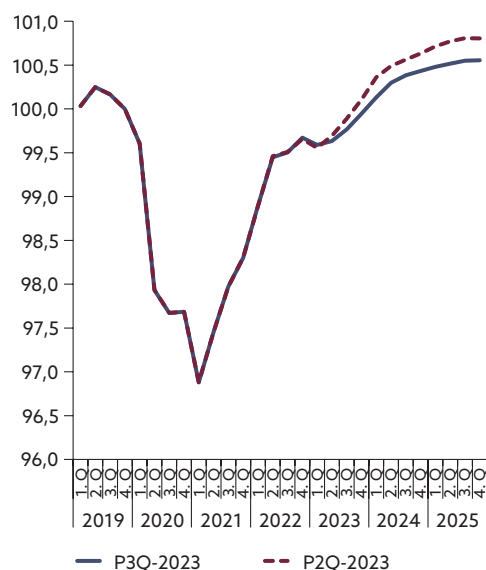


Zdroj: NBS

**Situácia na trhu práce by sa mala zlepšovať, avšak pomalším tempom, ako sa očakávalo v letnej predikcii (graf 39).** Domáca časť ekonomiky je pod vplyvom prísnejšej menovej politiky a vysokej inflácie potlačená. Slabší zahraničný dopyt zvyšuje neistotu ďalšieho vývoja. Všetky tieto faktory tak prispievajú k stagnácii zamestnanosti, ktorá by mala pokračovať ešte v najbližších mesiacoch. Firmy stále pociťujú nedostatok pracovnej sily, avšak opatrnosť ich odrádza od naberania nových zamestnancov. Malo by sa to zlepšiť s naštartovaním globálneho obchodu a so zvýšením domáceho dopytu. K tomu dôjde s odznievaním inflácie a opätovným rastom reálnych príjmov.

**Graf 39**

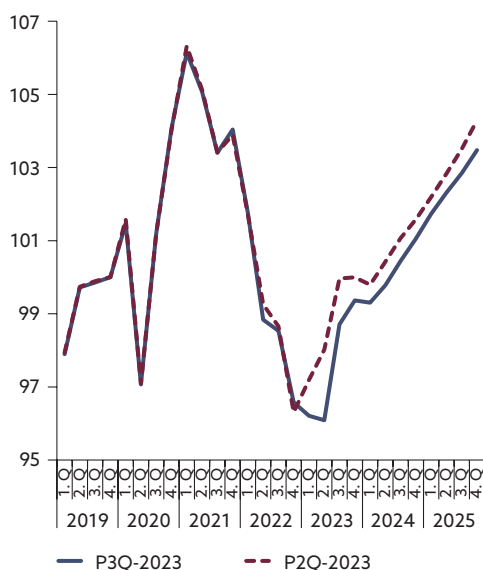
Vývoj zamestnanosti (index, 4. Q 2019 = 100)



Zdroj: NBS

**Graf 40**

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



Zdroj: NBS

**Vysoký prepad kúpyschopnosti domácností bude tlačiť na rast nominálnych miezd v ďalších rokoch (graf 40).** V snahe dobehnúť aspoň časť stratených reálnych príjmov budú zamestnanci pri vyjednávaniach požadovať ešte stále vysoké nárasty nominálnych miezd. Firmy väčšinou upravujú mzdy podľa minulej inflácie, takže určité dobiehanie (rýchlejší rast nominálnych miezd ako inflácia v danom roku) očakávame, nebude však vytvárať dodatočné inflačné tlaky.

**Tabuľka 4 Mzdy (medziročná zmena v %)**

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

Zdroj: ŠÚ SR, NBS

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

### 3.3 Prognóza vývoja verejných financií

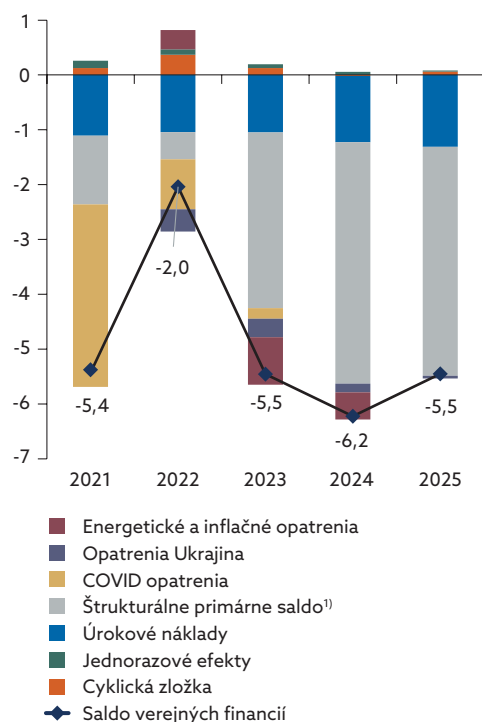
**Hospodárenie verejných financií by malo v roku 2023 dosiahnuť deficit na úrovni 5,5 % HDP (graf 41).** Ide o najvyšší nominálny deficit od veľkej finančnej krízy v rokoch 2009 – 2010. Na rozdiel od krízových časov však bude v tomto roku pôsobiť ekonomický cyklus mierne pozitívne.

Vysoký deficit tak na jednej strane spôsobujú opatrenia na kompenzáciu vysokých cien energií, no väčšina deficitu je tvorená štrukturálnym deficitom, teda bez vplyvu ekonomického cyklu a jednorazových efektov. V ďalších rokoch očakávame zastabilizovanie deficitu na historicky vysokých úrovniach. V roku 2023 by mal verejný dlh dosiahnuť 57,4 % HDP a v ďalších rokoch by mal z dôvodu pretrvávajúcich deficitov narásť až tesne pod hranicu 60 % HDP. Bez prijatia výrazných konsolidačných opatrení tak hrozí, že v dlhšom období sa zadlženie bude ďalej zvyšovať (viac v boxe 2 v kapitole Riziká).

**V porovnaní s minulou predikciou je odhad salda verejných financií na rok 2023 mierne nižší, a to o 0,2 p. b. HDP.** Je to spôsobené najmä prehodnotením výšky opatrení na kompenzáciu vysokých cien energií, ale aj vyšším výberom daní v tomto roku (najmä DPH a daň z príjmu firiem). V roku 2024 ešte stále pozitívne pôsobí nižšia očakávaná úroveň kompenzačných opatrení, no negatívna revízia makroekonomického vývoja (najmä nominálnych makrobáz, ktoré sú kľúčové pre vývoj daňových príjmov) vývoj deficitu zhoršuje. Nižšie očakávania výberu daní, spolu s vyššími očakávanými výdavkami na zdravotnú starostlivosť vedú na konci horizontu predikcie k vyššiemu deficitu.

**Graf 41**

Rozklad salda verejných financií (% HDP)



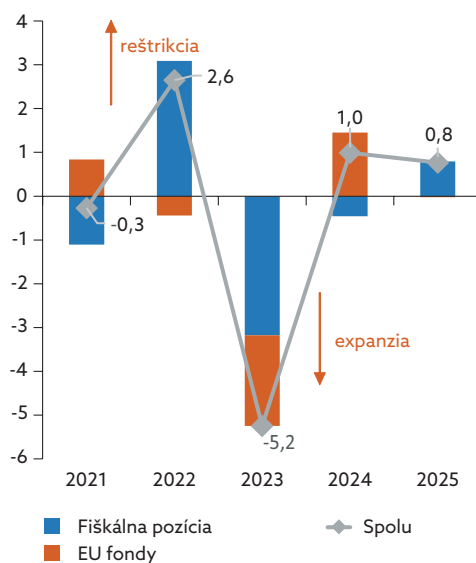
Zdroj: ŠÚ SR, NBS

1) Bez opatrení COVID, Ukrajina, Energie

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

**Graf 42**

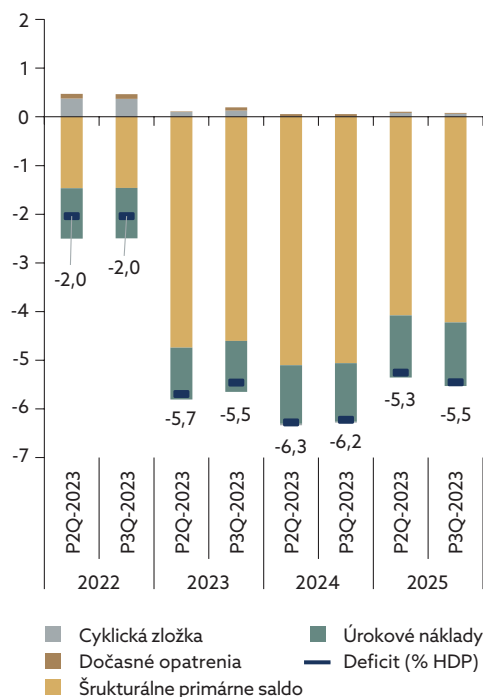
Fiškálna pozícia (p. b. HDP)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

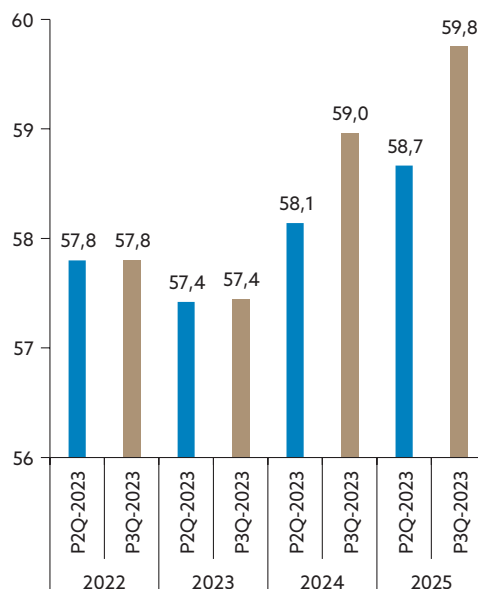
**Poznámka:** Fiškálna pozícia – medziročná zmena cyklicky očisteného primárneho salda.

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



Zdroj: NBS

**Graf 44**  
Porovnanie verejného dlhu (% HDP)



Zdroj: NBS

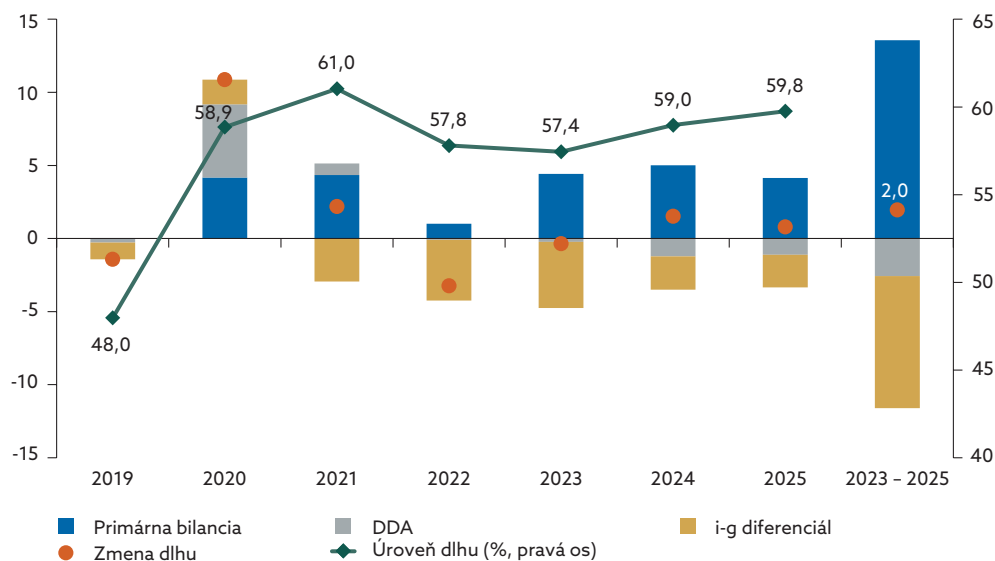
**Verejný dlh v roku 2023 by mal zostať približne na úrovni predchádzajúceho roku (57,4 % HDP, graf 44). Nadalej by však mal presahovať horným limit dlhovej brzdy.<sup>13</sup> Ekonomický rast v nominálnom vyjadrení by mal vykompenzovať vyšší primárny deficit najmä vplyvom jednorazových opatrení (energopomoc a protiinflačné opatrenia). V nasledujúcich dvoch rokoch by mal dlh postupne rásť nad rámec hornej hranice sankčných pásiem dlhovej brzdy<sup>14</sup> v dôsledku pokračujúceho deficitného hospodárenia verejnej správy. Na konci horizontu v roku 2025 by mal dosiahnuť úroveň 59,8 % HDP (graf 45).**

<sup>13</sup> Najvyšší sankčný limit dlhovej brzdy na rok 2023 je 54 % HDP. Prechodným ustanovením Ústavného zákona o rozpočtovej zodpovednosti sa horný limit dlhu verejnej správy od roku 2018 znižuje o 1 p. b. až do roku 2027 na konečnú úroveň 50 % HDP.

<sup>14</sup> Horná hranica dlhovej brzdy platná pre hrubý dlh v roku 2025 je 52 %. Medzera medzi očakávaným dlhom a touto hranicou sa blíži k 8 p. b. HDP, resp. nominálny dlh by mal presahovať hornú hranicu približne o 11 mld. €.

Graf 45

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



Zdroj: NBS, ŠÚ SR

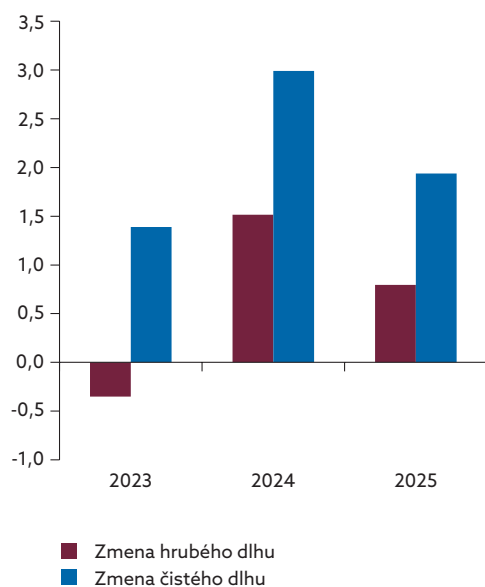
Poznámky: DDA – faktor zosúladenia rozpočtového deficitu a zmeny dlhu (angl. *deficit debt adjustment*); i-g diferenciál – faktor zohľadňujúci vplyv miery úrokových nákladov a ekonomického rastu na zmenu dlhu.

Pri rastúcom zadlžení sa predpokladá čiastočné refinancovanie rozpočtového schodku z naakumulovaných likvidných finančných aktív (LFA), ktoré od predzásobenia počas pandémie neklesli pod 10 % HDP. Využitie likvidity by malo strednodobo pribrzdiť rast hrubého dlhu. Na druhej strane rozpúšťanie rezerv by sa malo prejaviť vo vyššej dynamike rastu čistého dlhu v porovnaní s hrubým dlhom (graf 46). Na konci horizontu by mal čistý dlh dosiahnuť úroveň 54,0 % HDP.

Podiel LFA na hrubom dlhu dosahoval od začiatku pandémie<sup>15</sup> v porovnaní s EÚ nadpriemerné hodnoty (graf 47). Očakávané rozpúšťanie rezerv formou krytia rozpočtového deficitu by malo byť motivované aj nepriaznivým rastom nákladov z nového dlhu pri vyšších úrokových mierach. Na konci horizontu by sa malo Slovensko priblížiť k priemerným úrovňam EÚ. Za týmto horizontom by tak mali byť možnosti financovania z rezerv limitované.

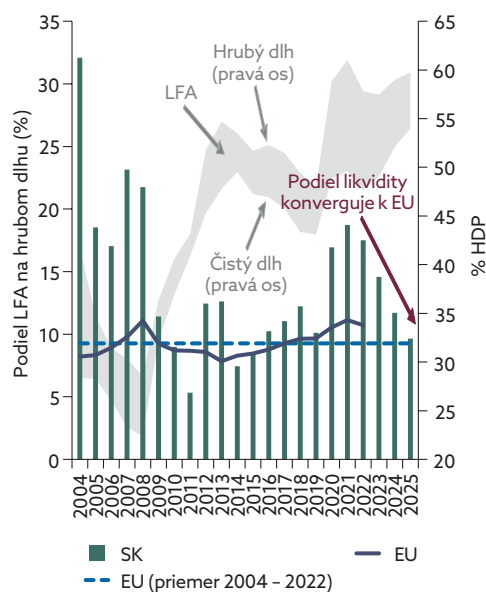
<sup>15</sup> V prvom roku pandémie sa Slovensko výraznejšie predzásobilo likviditou formou emisie nového dlhu pre krytie rizík a nákladov spojených s pandemiou.

**Graf 46**  
Čistý a hrubý dlh verejnej správy  
(medziročná zmena v p. b. HDP)



Zdroj: NBS, ŠÚ SR

**Graf 47**  
Podiel LFA na hrubom dlhu  
(% a % HDP)



Zdroj: NBS, ŠÚ SR

### 3.4 Riziká prognózy

**Riziká v reálnej ekonomike sú vychýlené smerom nadol.** Najväčšie riziko plyní z očakávanej a potrebnej konsolidácie verejných financií. Vysoká miera neistoty je spojená s povahou a veľkosťou konsolidačných opatrení, čo má dosah aj na vývoj ekonomiky.

Riziko nižšieho rastu ekonomiky plyní i z vývoja globálneho dopytu. Slabý rast svetového obchodu môže stiahnuť krehkú európsku ekonomiku do recesie a znížiť dopyt po našich výrobkoch viac, ako je obsiahnuté v predikcii. Zároveň vzhľadom na dlhodobý problém s čerpaním eurofondov vidíme riziká slabšieho čerpania prostriedkov z Plánu obnovy a nového programového obdobia.

Pozitívnym rizikom na výdavkovej strane rozpočtu sú nižšie náklady na kompenzácie vysokých cien energií pri pokračujúcej stabilizácii trhových cien energií.

**V cenovom vývoji zostávajú riziká naďalej smerom nahor.** Veľkým otáznikom je stále budúročný vývoj cien energií. Riziko vyššej, ale aj nižšej, inflácie predstavuje budúročná konsolidácia. To, či bude inflácia vyššia alebo nižšia, bude závisieť do veľkej miery od prijatých konsolidačných opatrení.

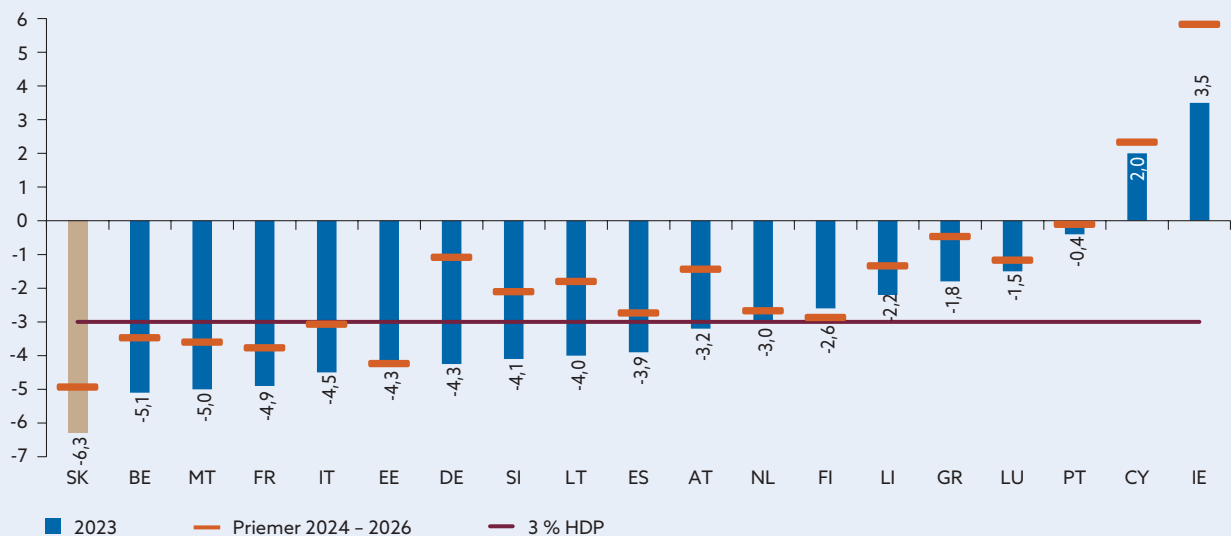
## Box 2

### Udržateľnosť dlhu a scenáre konsolidácie

Verejné financie Slovenska sa po rokoch odkladaných reforiem a nedostatočnej rozpočtovej konsolidácie ocitli v stave vysokého rizika udržateľnosti. Pri súčasnom nastavení politik, ktoré vytvárajú podmienky pre deficitné hospodárenie (graf A), a výhlade nákladov spojených so starnutím populácie, môže mať Slovensko v blízkej budúcnosti problémy s obsluhou verejného dlhu.

#### Graf A

Porovnanie deficitov krajín eurozóny (% HDP)



Zdroj: Aktuálne programy stability na roky 2023 až 2026.

Z hľadiska hodnotenia dlhodobej udržateľnosti v krajinách EÚ sa Slovensko radí medzi najzraniteľnejšie krajiny.<sup>16</sup> Aj po zohľadnení penzijnej reformy, ktorá ešte nie je súčasťou tohto hodnotenia, stále platí hodnotenie vysokého rizika.<sup>17</sup>

<sup>16</sup> EK v hodnotení dlhodobej udržateľnosti v roku 2022 vypočítala ukazovateľ S2 pre Slovensko 11,3 p. b. HDP, resp. vyhodnotila Slovensko v pásme „vysokého rizika udržateľnosti“. Je to najvyššia hodnota spomedzi členských krajín. S2 vyjadruje hodnotu, o ktorú sa musí trvalo zmeniť primárna štrukturálna bilancia verejného rozpočtu, aby sa dlh v budúcnosti stabilizoval (aktuálny dlh sa rovnal súčasnej hodnote budúcich primárnych bilancií). Do úvahy sa berú okrem súčasného nastavenia verejných politik aj dlhodobé projekcie nákladov spojených so starnutím populácie.

<sup>17</sup> Aktuálnejšie hodnotenie MF SR (Program stability SR na roky 2023 až 2026) a Rady pre rozpočtovú zodpovednosť (Správa o dlhodobej udržateľnosti verejných financií za rok 2022) zohľadňuje vplyv reformy I. piliera dôchodkového systému, čo sa pozitívne prejavilo v poklese indikátora. Hodnotenie v pásme vysokého rizika však pretrváva.



Rozpočtová konsolidácia je z tohto dôvodu nevyhnutná pre udržanie verejného dlhu na únosných úrovniach. V opačnom prípade by mohlo dôjsť k strate dôvery investorov v krajinu, čo by sa premietlo do vyššej rizikovej prémie, ktorú by investori žiadali za nové vládne pôžičky. Okrem toho by to malo destabilizačný dosah na ekonomiku a pokles životnej úrovne domácností.

Deficit verejných financií by podľa strednodobej prognózy NBS nemal klesnúť do roku 2025 pod 5 % HDP. Bez prijatia výraznejších konsolidačných opatrení by sa mal teda udržať na historicky vysokých úrovniach, čo spolu s očakávaným rastom nákladov starnutia populácie predstavuje vysoké zaťaženie pre rozpočet.

Kým rozumná konsolidácia v dlhodobom horizonte predstavuje stabilizáciu verejných financií a znižuje rizikovú prirážku nákladov dlhového financovania, strednodobo pribrzdí ekonomiku, čo sa prejaví v prechodnom spomalení hospodárskeho rastu.

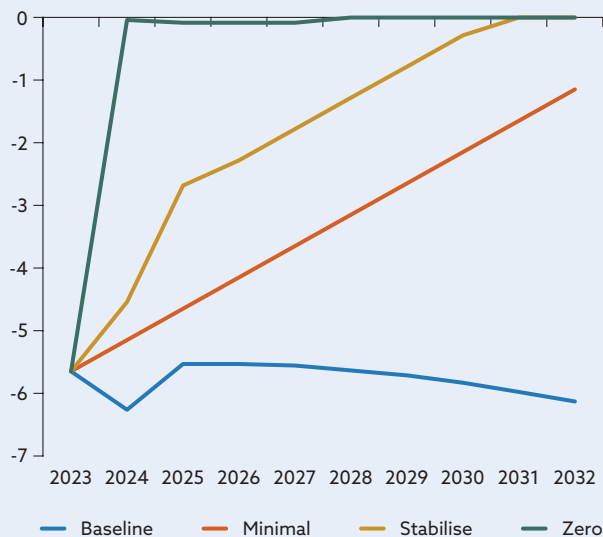
Scenáre konsolidácie<sup>18</sup> v horizonte desiatich rokov indikujú vývoj hrubého dlhu v interakcii s makroekonomickým prostredím. **Základný scenár bez konsolidácie (Baseline)** nadväzuje na strednodobú prognózu NBS a za jej horizontom do roku 2032 ponecháva nezmenenú úroveň štrukturálneho primárneho deficitu 4,2 % HDP. Náklady dlhovej služby pri zvyšovaní zadĺženia krajiny by sa mali prejavíť v postupnom raste štrukturálneho deficitu (graf B). **Scenár minimálnej konsolidácie (Minimal)** reprezentuje konsolidáciu štrukturálneho salda podľa súčasných európskych pravidiel Paktu stability a rastu na úrovni 0,5 p. b. HDP ročne. V **scenári stabilizujúcom hrubý dlh (Stabilise)** pod horným limitom platnej dlhovej brzdy je ťažisko konsolidácie v prvých dvoch rokoch, na ktoré nadväzuje minimálna konsolidácia 0,5 p. b., až kým sa nedosiahne vyrovnaný rozpočet (graf C). **Scenár vyrovnaného rozpočtu (Zero)** predstavuje „krajnú“ situáciu, keď by sa od budúceho roka realizoval vyrovnaný rozpočet.<sup>19</sup>

<sup>18</sup> Štruktúra opatrení je pre všetky konsolidačné scenáre rozdelená v pomere 50:50 medzi príjmy a výdavky. Pre simuláciu makroekonomickej odozvy boli opatrenia zakomponované do zvýšenia príjmov zo sociálnych odvodov zamestnávateľov, z výnosu z DPH a zo spotrebnej dani. Zníženie výdavkov bolo rozložené v sociálnych transferoch, v nižších mzdových výdavkoch a v nákladoch na nákup tovarov a služieb.

<sup>19</sup> Dočasne poverená vláda, ktorej poslanci NR SR nevyslovili dôveru, má pri súčasnej úrovni dlhu nad horným sankčným pásmom dlhovej brzdy, podľa Ústavného zákona o rozpočtovej zodpovednosti povinnosť predložiť do parlamentu návrh rozpočtu verejnej správy bez rozpočtového schodku.

**Graf B**

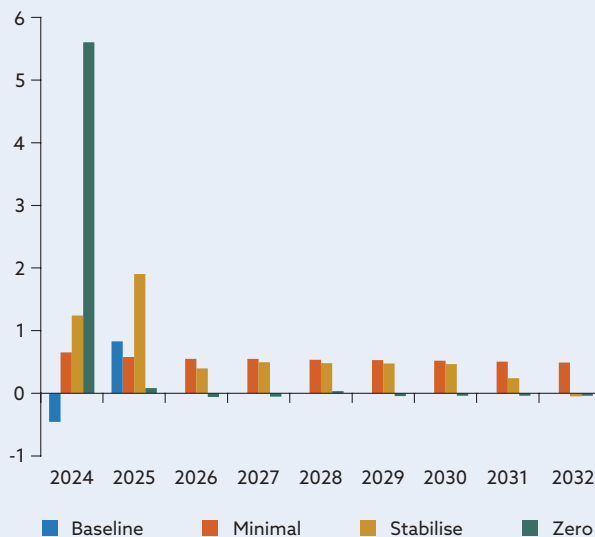
Štrukturálna rozpočtová bilancia<sup>20</sup> v scenároch (% HDP)



Zdroj: NBS

**Graf C**

Konsolidácia primárneho štrukturálneho salda v scenároch (p. b. HDP)



Zdroj: NBS

Vplyv šokov na rast ekonomiky<sup>21</sup> sa rozlišuje v závislosti od veľkosti konsolidácie. Vyššia miera pôsobenia fiškálnej reštrikcie (konsolidácie) by sa mala strednodobo prejavovať v nižšom ekonomickom raste.<sup>22</sup> Najvýraznejší šok pre ekonomiku predstavuje „extrémny“ scenár vyrovnaného rozpočtu (Zero).<sup>23</sup> Vysoká miera reštrikcie by sa okrem iného prejavila v poklese domáceho dopytu cez pokles verejnej spotreby a zamestnanosti v sektore a poklese disponibilného dôchodku a spotreby domácností. Pri scenároch minimálne požadovanej konsolidácie (Minimal) a konsolidácie so stabilizujúcim účinkom (Stabilise) sú tieto efekty miernejšie bez toho, aby ekonomika čelila riziku poklesu výkonnosti.

Protihodnotou obetovania časti hospodárskeho rastu je naštartovanie procesu ozdravenia verejných financií a stabilizácia dlhu. Pri základnom scenári bez konsolidácie nedochádza

<sup>20</sup> Energopomoc podľa pravidiel ESCB nie je hodnotená ako jednorazový efekt, preto rozdiel medzi celkovou bilanciou a štrukturálnou bilanciou neovplyvňuje. Na druhej strane, po vyrchaní energopomoci v roku 2024, sa zvyšujú trvalo iné výdavky (najmä sociálne), ktoré prispievajú k vysokej hodnote deficitného hospodárenia verejného rozpočtu.

<sup>21</sup> Odozvy šokov boli robené pomocou štrukturálneho modelu NBS pre ekonomiku SR rozšíreného o fiškálny blok.

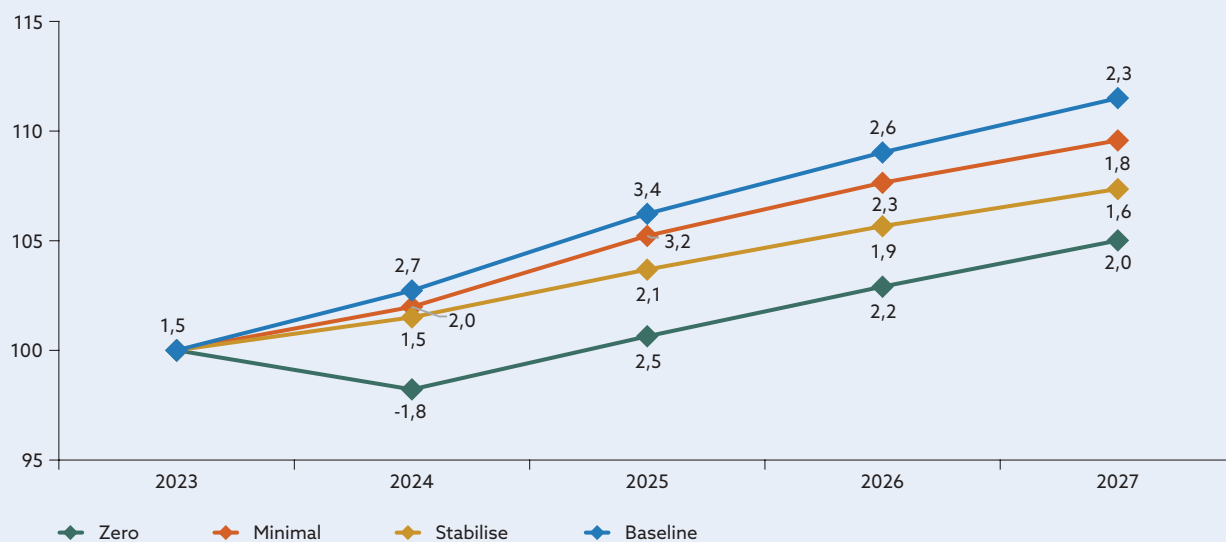
<sup>22</sup> Simulácia vplyvu konsolidácie bola modelovo projektovaná do roku 2027. Za týmto horizontom sú ročné rasty totožné s rastom v Baseline scenári. Najvýraznejší rozdiel v úrovni reálneho HDP dosiahnutom v horizonte 4 rokov (2027) voči Baselinu je pri scenári vyrovnaného rozpočtu (Zero), v ktorom sa odhaduje HDP nižšie o 6 %. Pri scenári Minimal nižšie o 2 % a pri Stabilise o 4 %.

<sup>23</sup> Scenár má technický charakter a samotná vláda deklaruje, že takáto prudká konsolidácia by nebola prínosná.

k jeho ustáleniu, dlh expanduje a na konci projekcie sa približuje k hranici 80 %. Dlh a úrokové náklady kontinuálne rastú spolu s rastom finančnej potreby na obsluhu dlhu.<sup>24</sup> Pri scenári minimálnej konsolidácie by malo dôjsť k jeho prechodnej stabilizácii. Konsolidácia však nepostačuje na dosiahnutie nízkeho rizika dlhodobej udržateľnosti (ukazovateľ S2 by bol na dolnej strane stredného rizika) a na pokrytie budúcich nákladov starnutia populácie, ktoré by sa mali výraznejšie prejaviť za horizontom projekcie. Zároveň v tomto scenári hrubý dlh nekonverguje pod hornú hranicu dlhovej brzdy a zároveň sa nevytvára bezpečnostná poistka na krytie nepredvídaných nákladov spojených s klimatickou výzvou, prípadným geopolitickým pnutím a podobne. Scenár vyrovnaného rozpočtu je do určitej miery ilustráciou extrémnej „konsolidácie“ a aj keď dlh najvýraznejšie klesá, existuje tu veľká neistota ohľadom averznej reakcie makroekonomického prostredia.

#### Graf D

Efekt konsolidácie na reálne HDP (rok 2023 = 100; čísla nad krivkami sú medziročné zmeny v %)



Zdroj: NBS

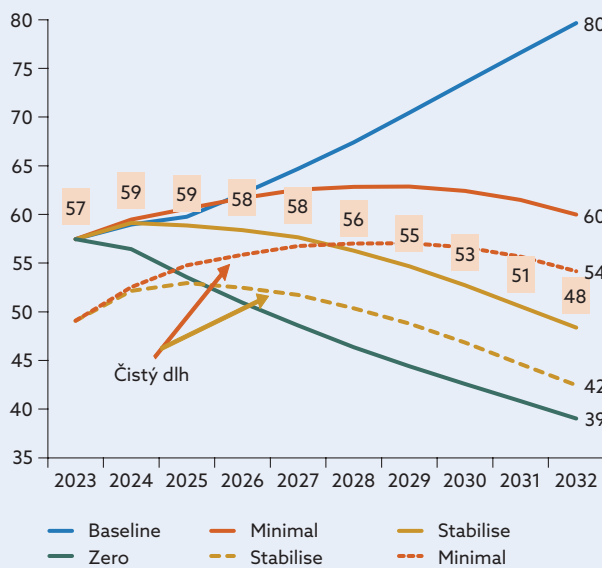
V scenári stabilizačnej konsolidácie dlh postupne klesá v celom horizonte až na 48 % HDP, resp. 42 % čistého dlhu.<sup>25</sup> Dlh by sa mal pri tomto scenári postupne dostať pod horný limit

<sup>24</sup> V scenároch je zakomponovaná dodatočná riziková prémie pre implicitnú úrokovú mieru pri dlhu. Prirážka pre dlh nad 60 % HDP bola zohľadnená v implicitnej úrokovej miere, ktorá sa zvyšovala pre dlh v pásmach dodatočných 5 p. b. HDP (napr. pre dlh v pásme 60 % až 65 % sa použila nižšia jednotná riziková prémie ako pre dlh v pásme 65 % až 70 % a pre pásma vyššie sa prémie postupne zvyšovala). Priemerná prémie vychádza z komentára RRZ [Najprv sa stratí dôvera \(Múčka, 2023\)](#).

<sup>25</sup> Podiel likvidných finančných aktív (LFA) verejného sektora na HDP je ponechaný fixný za horizontom strednodobej prognózy. Odvodzuje sa z nominálnej hodnoty LFA základného scenára predpokladaného v roku 2025 a je prepočítaný ako podiel nominálneho HDP zo scenárov.

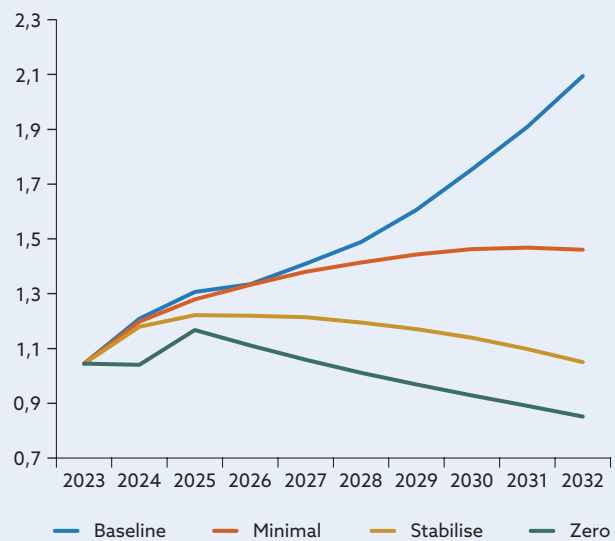
dlhovej brzdy.<sup>26</sup> Na konci horizontu po dosiahnutí vyrovnaného rozpočtu by už nedochádzalo k dodatočnej konsolidácii. Verejný rozpočet by hospodáril s primárnym prebytkom v objeme približne 1 % HDP, čo pri vyrovnanom rozpočte zodpovedá výške úrokových nákladov. Ukazovateľ dlhodobej udržateľnosti by sa mal výrazne zlepšiť a klesnúť do pásma nízkeho rizika.<sup>27</sup> Pri postupnom náraste nákladov spojených so starnutím populácie sa tento scenár javí ako bezpečné východisko pre vytvorenie rezervy na krytie nepredvídateľných rizík a zvládnutie výzvy starnutia populácie za horizontom projekcie.

**Graf E**  
Hrubý a čistý dlh v scenároch (% HDP)



Zdroj: NBS

**Graf F**  
Úrokové náklady v scenároch (% HDP)



Zdroj: NBS

### Ilustratívny odhad vplyvu konsolidácie na infláciu a zamestnanosť:

Pri danom konsolidačnom mixe predpokladáme nárast inflácie v každom scenári (graf G), nakoľko zvýšenia DPH a spotrebnej dane zvyšujú cenovú hladinu. Ostatné opatrenia majú síce opačný, ale menší efekt – znižujú infláciu, pretože znižujú dopyt, a tým aj cenové tlaky v ekonomike.

S prepacom výkonnosti ekonomiky je ako spojená nádoba zasiahnutý i trh práce. Graf H ukazuje, že úroveň zamestnanosti môže zostať približne rovnaká pri Minimal scenári, no oproti našej jesennej predikcii bez konsolidácie by to stále znamenalo prepad o viac ako 20-tisíc potenciálne zamestnaných. Eventuálny počet zamestnaných je nižší o takmer 50-tisíc v scenári

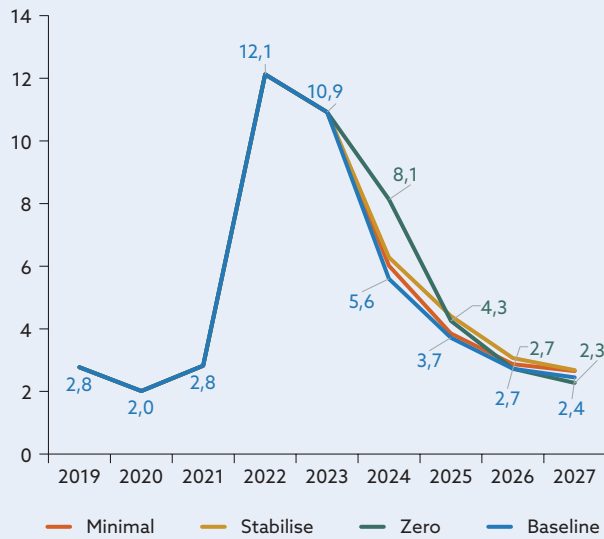
<sup>26</sup> Od roku 2027 je horný limit hrubého dlhu pre najprísnejšiu sankciu 50 % HDP.

<sup>27</sup> Poďakovanie patrí Rade pre rozpočtovú zodpovednosť za prepožičanie podkladov na kvantifikáciu ukazovateľa S2.

s realistickou trajektóriou konsolidácie (Stabilise) a takmer až o 80-tisíc pri najstriktnejšom scenári vyrovnaného rozpočtu (Zero).

**Graf G**

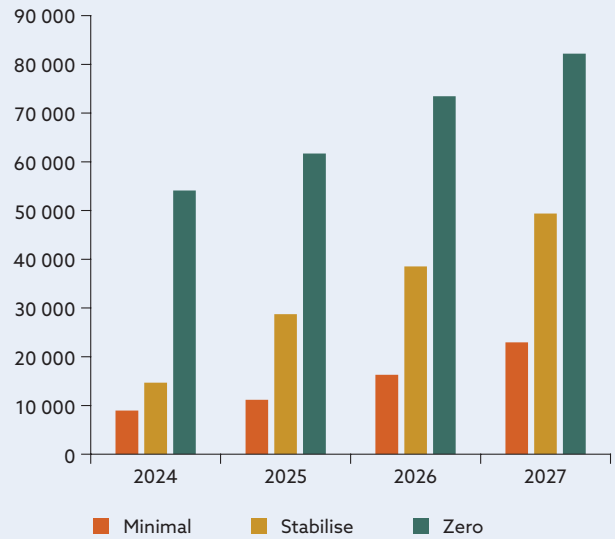
Vplyv konsolidácie na infláciu (medziročná zmena v %)



Zdroj: NBS

**Graf H**

Efekt na zamestnanosť (strata pracovných miest)



Zdroj: NBS

**Tabuľka 5 Jesenná strednodobá predikcia (P3Q-2023) základných makroekonomických ukazovateľov**

Ukazovateľ	Jednotka	Skutočnosť	Jesenná strednodobá predikcia (P3Q-2023)			Zmena oproti letnej predikcii (P2Q-2023)		
		2022	2023	2024	2025	2023	2024	2025
<b>Cenový vývoj</b>								
Inflácia meraná HICP	medziročný rast v %	12,1	10,9	5,6	3,7	-0,1	-0,6	0,0
Inflácia meraná CPI	medziročný rast v %	12,8	10,7	5,7	3,9	-0,1	-0,5	0,0
Deflátor HDP	medziročný rast v %	7,5	9,0	3,6	2,9	-0,6	-0,5	-0,1
<b>Ekonomická aktivita</b>								
Hrubý domáci produkt	medziročný rast v %, s. c.	1,7	1,5	2,7	3,4	0,1	-0,6	0,2
Súkromná spotreba	medziročný rast v %, s. c.	5,6	-1,8	1,0	1,8	-1,1	-0,2	0,1
Konečná spotreba verejnej správy	medziročný rast v %, s. c.	-4,3	-1,6	1,9	3,6	-0,4	0,0	0,2
Tvorba hrubého fixného kapitálu	medziročný rast v %, s. c.	5,9	4,3	4,6	4,1	-4,1	0,4	0,4
Vývoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	2,4	-0,7	6,8	4,0	-4,0	0,6	0,2
Dovoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	4,2	-7,8	8,2	3,3	-9,4	3,2	0,3
Čistý vývoz	mil. EUR v s. c.	1 229	7 430	6 800	7 710	4 705,8	2 868,6	2 934,7
Produkčná medzera	% z potenciálneho produktu	1,2	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1
Hrubý domáci produkt	mil. EUR v b. c.	109 652	121 348	129 168	137 429	-579,2	-1 892,7	-1 945,9
<b>Trh práce</b>								
Zamestnanosť	tis. osôb, ESA 2010	2 427	2 436	2 450	2 455	-1,9	-4,9	-6,1
Zamestnanosť	medziročný rast v %, ESA 2010	1,8	0,4	0,6	0,2	0,0	-0,1	-0,1
Počet nezamestnaných	tis. osôb, VZPS <sup>1)</sup>	170	160	144	136	-8,4	-6,8	-3,0
Miera nezamestnanosti	%	6,1	5,8	5,2	4,9	-0,3	-0,2	-0,1
Odhad NAIRU <sup>2)</sup>	%	6,4	6,2	6,1	6,1	0,0	0,0	0,0
Produktivita práce <sup>3)</sup>	medziročný rast v %	-0,1	1,1	2,1	3,2	0,1	-0,5	0,3
Neinflačné mzdy (nominálna produktivita) <sup>4)</sup>	medziročný rast v %	7,4	10,3	5,8	6,2	-0,4	-0,9	0,1
Nominálne kompenzácie na zamestnanca	medziročný rast v %, ESA 2010	6,0	9,4	8,4	6,3	-1,4	0,0	0,0
Nominálne mzdy <sup>5)</sup>	medziročný rast v %	6,9	9,4	8,2	6,2	-1,6	-0,1	0,0
Reálne mzdy <sup>6)</sup>	medziročný rast v %	-5,2	-1,2	2,3	2,1	-1,2	0,7	0,1
<b>Domácnosti a neziskové inštitúcie slúžiace domácnostiam</b>								
Disponibilný dôchodok	medziročný rast v %, s. c.	-1,1	-0,7	2,4	2,0	-1,7	0,7	-0,1
Miera úspor <sup>7)</sup>	% z disponibilného dôchodku	5,2	6,3	7,5	7,7	-0,7	0,1	0,0
<b>Sektor verejnej správy<sup>8)</sup></b>								
Celkové príjmy	% HDP	40,2	40,5	39,3	39,0	0,4	0,6	0,5
Celkové výdavky	% HDP	42,3	45,9	45,6	44,4	0,2	0,6	0,7
Saldo verejných financií <sup>9)</sup>	% HDP	-2,0	-5,5	-6,2	-5,5	0,2	0,1	-0,2
Cyklický komponent	% trendového HDP	0,4	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Štrukturálne saldo	% trendového HDP	-2,5	-5,7	-6,3	-5,5	0,2	0,0	-0,2
Cyklicky očistené primárne saldo	% trendového HDP	-1,4	-4,5	-5,0	-4,2	0,2	0,0	-0,1
Fiškálna pozícia <sup>10)</sup>	medziročná zmena v p. b.	3,1	-3,2	-0,5	0,8	0,2	-0,1	-0,2
Hrubý dlh	% HDP	57,8	57,4	59,0	59,8	0,0	0,8	1,1

## TTabuľka 5 Jesenná strednodobá predikcia (P3Q-2023) základných makroekonomických ukazovateľov (pokračovanie)

Ukazovateľ	Jednotka	Skutočnosť	Jesenná strednodobá predikcia (P3Q-2023)			Zmena oproti letnej predikcii (P2Q-2023)		
		2022	2023	2024	2025	2023	2024	2025
<b>Platobná bilancia</b>								
Bilancia tovarov	% HDP	-6,0	1,6	2,8	3,9	2,7	2,7	2,6
Bežný účet	% HDP	-8,2	0,2	0,9	2,1	2,7	2,7	2,5
<b>Externé prostredie a technické predpoklady</b>								
Rast zahraničného dopytu Slovenska	medziročný rast v %	6,9	0,4	2,8	3,2	-0,8	-0,5	-0,2
Výmenný kurz USD/EUR <sup>(1) (2)</sup>	úroveň	1,05	1,09	1,09	1,09	0,2	0,1	0,1
Cena ropy v USD <sup>(1) (2)</sup>	úroveň	103,7	83,0	81,7	77,8	6,3	12,6	10,6
Cena ropy v USD <sup>(1)</sup>	medziročný rast v %	45,8	-19,9	-1,5	-4,8	4,8	5,4	-1,7
Cena ropy v EUR <sup>(1)</sup>	medziročný rast v %	63,8	-22,3	-1,6	-4,8	4,5	5,5	-1,7
Ceny neenergetických komodít v USD	medziročný rast v %	6,6	-13,6	-3,1	3,2	-2,1	-1,1	1,9
EURIBOR – 3M	% p. a.	0,3	3,4	3,7	3,1	0,0	0,3	0,2
Výnos 10-ročného štátneho dlhopisu SR	%	2,1	3,7	3,8	3,8	0,1	0,1	0,2

Zdroj: NBS, ECB, ŠÚ SR

**Poznámka:**

- 1) VZPS – výberové zisťovanie pracovných síl
- 2) Miera nezamestnanosti, ktorá nezrýchľuje infláciu
- 3) HDP s. c. / zamestnanosť ESA 2010
- 4) Vypočítaná z nominálneho HDP a zamestnanosti zo štvrtročného štatistického výkazníctva ŠÚ SR
- 5) Priemerné mesačné mzdy ESA 2010
- 6) Mzdy ESA 2010 deflované infláciou CPI
- 7) Miera úspor = hrubé úspory / (hrubý disponibilný dôchodok + úpravy vyplývajúce zo zmeny nároku na dôchodok) \*100, pričom  
Hrubé úspory = hrubý disponibilný dôchodok + úpravy vyplývajúce zo zmeny nároku na dôchodok – súkromná spotreba
- 8) Sektor S.13
- 9) B.9N – Čisté pôžičky poskytnuté (+) / prijaté (-)
- 10) Medziročná zmena cyklicky očisteného primárneho salda. Kladná hodnota znamená reštrikciu.
- 11) Medziročný rast v % a zmeny oproti predchádzajúcej predikcii sú rátané z nezaokrúhlených čísel
- 12) Zmeny oproti predchádzajúcej predikcii v %

Detailnejšie časové rady vybraných makroekonomických ukazovateľov:  
<https://www.nbs.sk/sk/publikacie/ekonomicky-a-menovy-vyvoj>