

Ekonomický a menový vývoj

zima 2024

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 16. decembra 2024.
Reprodukovanie na vzdelávacie a nekomerčné účely je povolené
s uvedením zdroja.

Obsah

Mimoriadna príloha Aktualizácia zimnej predikcie	7
1 Zhrnutie	10
2 Aktuálny makroekonomický vývoj v zahraničí a v SR	13
2.1 Vonkajšie prostredie	13
2.2 Aktuálny vývoj v SR	18
2.2.1 Ekonomický rast	18
2.2.2 Trh práce	23
2.2.3 Spotrebiteľské ceny	25
2.2.4 Ceny nehnuteľností	30
3 Strednodobá predikcia	33
3.1 Globálny výhľad a technické predpoklady predikcie	33
3.2 Makroekonomická predikcia SR	34
3.3 Prognóza vývoja verejných financií	44
3.4 Riziká prognózy	48
Zoznam boxov	
Box 1 Vyčíslenie vplyvu zhoršenia obchodných vzťahov medzi EÚ a Spojenými štátmi na ekonomiku Slovenska	15
Box 2 Slovenské domácnosti opäť očakávajú rast inflácie	20
Box 3 Ceny potravín sa dostali opäť do popredia záujmu	28
Box 4 Zhoršená exportná výkonnosť Nemecka ohrozuje aj našu ekonomiku	38
Zoznam tabuliek v mimoriadnej prílohe	
Tabuľka 1 Základné ukazovatele ekonomického vývoja	9
Zoznam tabuliek	
Tabuľka 1 Základné ukazovatele ekonomického vývoja	11
Tabuľka 2 Externé prostredie a technické predpoklady	34
Tabuľka 3 Mzdy	42
Tabuľka 4 Vývoj jednotlivých zložiek inflácie	44
Tabuľka 5 Predikcia základných makroekonomických ukazovateľov	50
Zoznam tabuliek v boxoch	
Box 3	
Tabuľka A Subagregáty cien potravín v októbri 2024	29
Tabuľka B Kumulatívna zmena cien potravín bez alkoholu a tabaku od februára 2022	30

Tabuľka C	Kumulatívna zmena cien potravín bez alkoholu a tabaku od novembra 2022	30
-----------	--	----

Zoznam grafov v mimoriadnej prílohe

Graf 1	Aktualizácia zimnej predikcie so zafixovanými cenami energií	8
Graf 2	Porovnanie scenárov	9

Zoznam grafov

Graf 1	Globálny index nákupných manažérov v priemyselnej výrobe	14
Graf 2	Vývoj HDP	14
Graf 3	EA: Index nákupných manažérov	17
Graf 4	EA: Priemyselná produkcia a vnímanie konkurenčnej pozície v priemysle	17
Graf 5	EA: HICP inflácia a jej komponenty	18
Graf 6	Vývoj HDP	19
Graf 7	Vývoj príjmu a spotreby domácností	19
Graf 8	Spotreba domácností	19
Graf 9	Vývoj zahraničného obchodu	19
Graf 10	Čerpanie prostriedkov z rozpočtu EÚ	23
Graf 11	Vývoj zamestnanosti podľa odvetví	24
Graf 12	Vývoj aktívnych pracovných ponúk	24
Graf 13	Vývoj nominálnej mzdy podľa sektorov	25
Graf 14	Vývoj reálnej mzdy podľa odvetví	25
Graf 15	Vývoj inflácie HICP	26
Graf 16	Štruktúra predikčnej chyby oproti jesennej predikcii	26
Graf 17	Vývoj cien potravín	27
Graf 18	Vývoj čistej inflácie HICP	27
Graf 19	Index dostupnosti bývania	31
Graf 20	Kompozitný index na hodnotenie vývoja ceny bývania	31
Graf 21	Priemerná cena nájomného bývania	32
Graf 22	Čistý prírastok úverov na nehnuteľnosti	32
Graf 23	Zahraničný dopyt	33
Graf 24	3-mesačný Euribor	34
Graf 25	Výnosy 10-ročných SK vládnych dlhopisov	34
Graf 26	Vývoj HDP očistený o jednorazové vplyvy	35
Graf 27	Vývoj HDP a produkčnej medzery	36
Graf 28	Potenciálny produkt a jednorazové efekty	36
Graf 29	Čerpanie zdrojov EÚ a čistá finančná pozícia Slovenska	37
Graf 30	Rast ekonomiky	38
Graf 31	Súkromná spotreba	41
Graf 32	Investície	41
Graf 33	Zamestnanosť	42
Graf 34	Nominálne kompenzácie na zamestnanca	42
Graf 35	Štruktúra inflácie HICP	43

Graf 36	Posun v predikcii oproti jeseni	43
Graf 37	Rozklad salda verejných financií	45
Graf 38	Fiškálna pozícia	45
Graf 39	Porovnanie deficitu a jeho dekompozície	46
Graf 40	Porovnanie verejného dlhu	46
Graf 41	Dlh verejnej správy a faktory jeho zmeny	47
Graf 42	Hrubý dlh verejnej správy v scenároch DSA	48

Zoznam grafov v boxoch

Box 1

Graf A	Ukazovatele objemu svetového obchodu v tovaroch k svetovému HDP	15
Graf B	Dosah zavedenia obojstranných dovozných ciel medzi EÚ a US na HDP EÚ a Slovenska	15
Graf C	Čistý vývoz Slovenska a vybraných krajín EÚ k HDP	16

Box 2

Graf A	Vnímaná, očakávaná a skutočná inflácia	20
Graf B	Rozdelenie inflačných očakávaní v septembri a októbri 2024	20
Graf C	Porovnanie inflačných očakávaní a pripravenosti na veľké nákupy na Slovensku a v Česku	21
Graf D	Spotrebiteľská dôvera na Slovensku	21

Box 3

Graf A	Ceny potravín v októbri	28
Graf B	Ceny potravín retrospektívne	28
Graf C	Subagregáty cien potravín v októbri 2024	29

Box 4

Graf A	Priemerný ročný ekonomický rast	39
Graf B	Trhové podiely	39
Graf C	Vplyv spomalenia exportu Nemecka	40
Graf D	Vplyv spomalenia exportu Nemecka o 1 p. b. na rasty ekonomík	40

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.

Mimoriadna príloha

Aktualizácia zimnej predikcie

Aktuálna predikcia bola súčasťou spoločnej predikcie pre celú eurozónu (tzv. Makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu) s dátumom uzávierky podkladov 25. 11. 2024.

Po tomto termíne došlo k zásadnému obratu v politike v oblasti regulovaných cien energií na Slovensku. Pristúpili sme preto k aktualizácii predikcie.

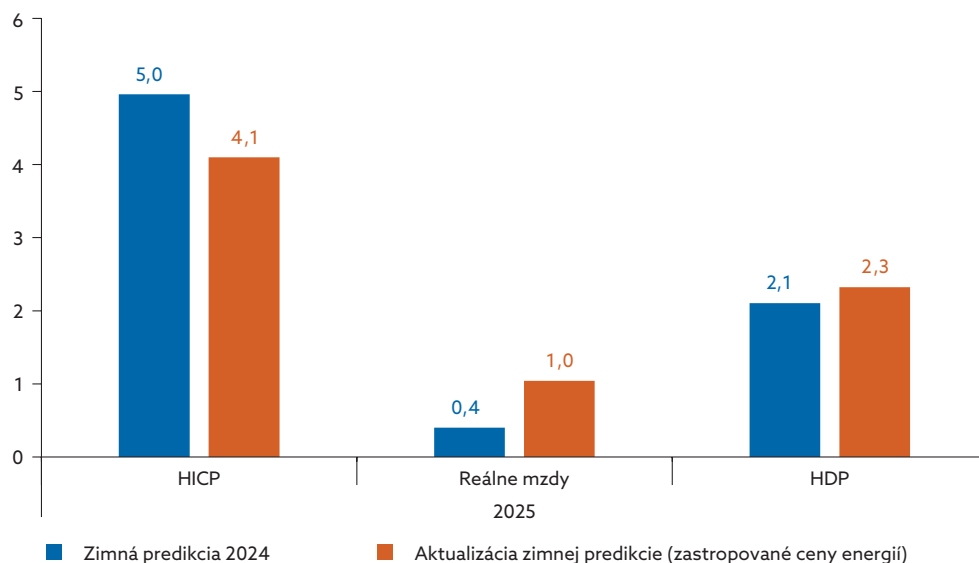
V tomto mimoriadnom úvode sumarizujeme hlavné dôsledky zmrazenia cien plynu a tepla na budúci rok. Hlavná časť dokumentu naďalej predstavuje našu predikciu, ktorá bola založená na predpoklade, že ceny plynu a tepla pre domácnosti postupne dobehnú úroveň, ktorá je v súlade s trhovými cenami.

Oproti pôvodnej predikcii očakávame v budúcom roku nižšiu infláciu. Miera inflácie by mala dosiahnuť 4,1% namiesto 5%, ktoré sme predpokladali v pôvodnej predikcii. Vplyv na infláciu je značný, keďže regulované ceny energií tvoria významnú časť spotrebného koša.

Reálne príjmy domácností by mali výraznejšie vzrásť a podporiť tak ekonomiku. Ekonomika by mala rásť tempom 2,3 %, teda o niečo rýchlejšie ako bez zastropovania cien energií. Rast reálnych miezd odhadujeme v priemere na úrovni 1 %.

V rozpočte vidíme priestor na pokrytie výdavkov spojených s tlmením cien energií bez toho, aby boli ohrozené jeho hlavné cieľové ukazovatele. Zamrazenie cien energií sa napriek tomu spája s nákladmi finančného charakteru, aj vo forme nižšej úspornosti v spotrebe energetického nosiča, ktorý zatažuje životné prostredie. Priority v týchto témach sú však kompetenciou vlády.

Graf 1
Aktualizácia zimnej predikcie so zafixovanými cenami energií (medziročná zmena v %)



Zdroj: NBS

Stanovovanie regulovaných cien energií vytvára najväčšiu neistotu v makroekonomickom vývoji v ďalšom období. Pretrváva neistota, či a kedy sa dostaneme s regulovanými cenami na trhové úrovne.

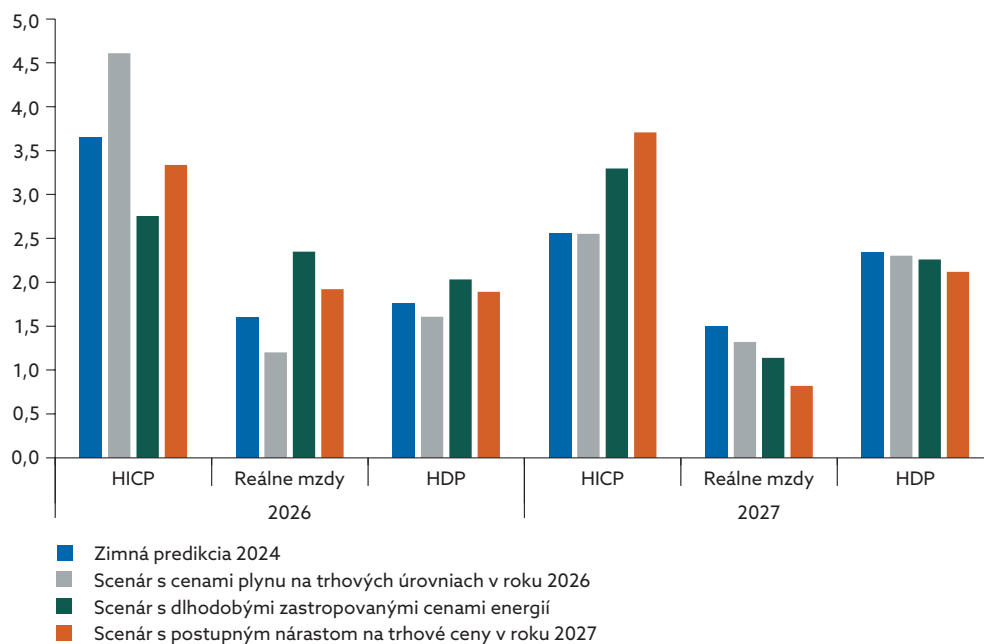
Pracujeme s viacerými scenármi. Prvý predpokladá, že ceny energií zostanú zafixované až do roku 2027. Druhý scenár počíta s postupným dorovnaním na trhové ceny v rokoch 2026 – 2027. Tretí variant zahŕňa regulované ceny energií na trhových úrovniach v roku 2026.

Nižšia inflácia znamená väčšiu kúpyschopnosť domácností, a tým aj rýchlejší rast súkromnej spotreby a zároveň aj ekonomiky. Naopak, ak bude inflácia vyššia, reálne príjmy budú rásť pomalšie a ekonomike sa bude dariť o niečo horšie. Ekonomika by mohla rásť v intervale 1,6 – 2,0 % v roku 2026 a 2,1 – 2,3 % v roku 2027.

Podobne ako v roku 2025 je akákoľvek pomoc s cenami energií spojená s fiškálnymi nákladmi v ďalších rokoch. Ozdravovanie verejných financií bude musieť pokračovať. Kompenzovanie nárastu cien energií pre domácnosti je potrebné hodnotiť aj v tomto svetle. O to väčšie bude musieť byť konsolidačné úsilie, aby vláda dosiahla stanovené fiškálne ciele v oblasti deficitu verejných financií a dlhodobej udržateľnosti verejného dlhu.

Graf 2

Porovnanie scenárov (medziročná zmena v %)



Zdroj: NBS

Tabuľka 1 Základné ukazovatele ekonomického vývoja

	Skutočnosť	Aktualizácia zimnej strednodobej predikcie (P4Q-2024)			
		2023	2024	2025	2026
HDP (medziročná zmena v %)	1,4	2,1	2,3	1,6 – 2,0	2,1 – 2,3
HICP (medziročná zmena v %)	11,0	3,2	4,1	2,8 – 4,6	2,6 – 3,7
Priemerná nominálna mzda (medziročná zmena v %)	9,6	5,7	5,5	5,0 – 5,7	4,0 – 4,7
Priemerná reálna mzda (medziročná zmena v %)	-0,7	2,8	1,0	1,2 – 2,4	0,8 – 1,5
Zamestnanosť (medziročná zmena v %, ESA 2010)	0,3	-0,1	0,1	0,0 – 0,1	0,1 – 0,2
Miera nezamestnanosti (%, VZPS)	5,8	5,3	5,4	5,7 – 5,8	5,5 – 5,7

Zdroj: NBS

Poznámka: Reálne mzdy deflované infláciou CPI.

1 Zhrnutie

Nášej ekonomike sa nedarí zrýchliť rast svojej výkonnosti. Výhľad rastu ekonomiky opäť zhoršujeme. Dočasne nám pritom ešte pomôžu jednorazové vplyvy, ako napríklad rozšírené kapacity v automobilovom priemysle alebo zdroje z Plánu obnovy a odolnosti v nasledujúcich dvoch rokoch. Vďaka tomu by slovenské hospodárstvo malo v nasledujúcich rokoch rásť tempom približne ako v tomto roku, a to okolo úrovne 2 %. Potenciál pre rast ekonomiky v tých ďalších rokoch však odhadujeme pod 2 %.

Konkurencieschopnosť je problémom ako Slovenska, tak celej eurozóny. Vysoká previazanosť a závislosť od trápiaceho sa nemeckého priemyslu dolieha na našu ekonomiku. Slabší predpokladaný vývoj v Nemecku sme zohľadnili v našom výhľade. V lete a počas jesene sme ešte nevedeli presne určiť, do akej miery boli prekvapivo nepriaznivé signály z priemyslu v prvom polroku len dočasného charakteru. Prichádzajúce údaje a nálady vo firmách doma i v zahraničí potvrdili obavy, že slabý vývoj priemyslu má trvalejšiu povahu.

Inflácia by sa mala opäť prechodne zrýchliť. Hlavnou príčinou je postupné zrealnenie cien energií pre domácnosti na trhové úrovne. Ceny by mali v priemere rásť v budúcom roku o 5 %. O rok neskôr by mali spomaliť pod 4 %. Následne by mala inflácia klesnúť pod úroveň 3 %. Očakávame, že sa tak stane aj napriek tomu, že od roku 2027 bude na cenový vývoj vplývať ďalšie opatrenie boja proti klimatickým zmenám, a to zavedenie emisných povolení v sektorech dopravy a bývania s vplyvom najmä na ceny energií a pohonných látok. Napriek tomu očakávame, že sa inflácia vráti pod úroveň 3 %.

V nasledujúcom roku by sa mal deficit verejných financií vplyvom prijatých konsolidačných opatrení znížiť na úroveň 4,5 % HDP. Očakávame, že v roku 2025 ohlásené konsolidačné opatrenia zabezpečia trvalé zlepšenie hospodárenia, no v ďalších rokoch by bez prijatia dodatočných konsolidačných opatrení mal deficit stagnovať okolo rovnakej úrovne. Verejný dlh v aktuálnom roku dosiahne podľa odhadov 59,7 % HDP, kým už v roku 2025 sa očakáva, že verejné zadĺženie prekoná hranicu 60 % HDP. Za zhoršením sú najmä pretrvávajúce vysoké deficity, pričom aj miernejší ekonomický rast bude pomerový ukazovateľ dlhu zhoršovať.

Situácia na trhu práce zostáva naďalej stabilná. Starnutie populácie a s tým spojené odchody do predčasných dôchodkov nám pomáha dočasne

riešiť najmä príchod pracovníkov zo zahraničia. To by mohlo stačiť na stabilizáciu zamestnanosti aj v ďalších rokoch. Nedostatok zamestnancov môže tlačiť na vyššie mzdové požiadavky, preto predpokladáme rasty nad úrovňou 5 %. Ľudia by si tak mali mierne zlepšiť finančnú situáciu aj po zohľadnení inflácie.

Riziká do budúca sú naďalej citelné. Pre ekonomiku aj infláciu plynú z dosahov konsolidácie verejných financií v domácej časti ekonomiky a z možných protekcionistických opatrení vo svetovom obchode. Rast ekonomiky môže byť pomalší, ak sa materializujú spomenuté hrozby. V cenách je najväčšie riziko ohľadom regulovaných cien energií. Nevieme, do akej miery budú dotované v nasledujúcich rokoch a kedy budú plne odzrkadľovať trhové ceny. Značnú neistotu predstavuje aj prenos zmien DPH do výsledných spotrebiteľských cien.

Tabuľka 1 Základné ukazovatele ekonomického vývoja

	Skutočnosť	Zimná strednodobá predikcia (P4Q-2024)				Zmena oproti jesennej predikcii (P3Q-2024)		
	2023	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026
HDP (medziročná zmena v %)	1,4	2,1	2,1	1,8	2,3	-0,4	-0,4	-0,1
HICP (medziročná zmena v %)	11,0	3,2	5,0	3,6	2,6	0,2	0,0	0,9
Priemerná nominálna mzda (medziročná zmena v %)	9,6	5,7	5,5	5,2	4,2	-0,9	0,2	1,1
Priemerná reálna mzda (medziročná zmena v %)	-0,7	2,8	0,4	1,6	1,5	-1,0	0,2	0,2
Zamestnanosť (medziročná zmena v %, ESA 2010)	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,0
Miera nezamestnanosti (%, VZPS)	5,8	5,3	5,4	5,8	5,7	0,0	0,0	0,2

Zdroj: NBS

Poznámka: Reálne mzdy deflované infláciou CPI.

V tomto dokumente sme sa bližšie pozreli aj na tieto témy:

- *Rast svetovej ekonomiky môžu brzdiť protekcionistické opatrenia*
Protekcionistické opatrenia vo svetovom obchode môžu poškodiť našu ekonomiku.
- *Ako vzrástli inflačné očakávania po oznámení konsolidácie a ako naštrbila dôveru spotrebiteľov do budúca*
Očakávania budúceho vývoja cien sa v októbri posunuli významne nahor. Ľudia začali prehodnocovať svoje dovtedy sľubné očakávania ekonomického vývoja a finančnej situácie smerom k horšiemu.
- *Neistota sa okamžite prenáša do stanovenia cien*

Rast cien potravín v októbri všetkých prekvapil. Vymykal sa aj vývoju v porovnaní s ostatnými krajinami. Prisudzujeme to neistote a očakávaným zmenám v daniach od budúceho roka.

- *Čaká nás pomalšie dobiehanie životnej úrovne vyspelých krajín*
Naša ekonomika je úzko prepojená s nemeckou. Približne 20 % tovarov od nás vyvážame do Nemecka. To však čelí už dlhšie obdobie štrukturálnym problémom. Priemyselne orientované ekonomiky môžu mať problémy s konkurencieschopnosťou v globálnom meradle. Ak nezmeníme model ekonomiky, sme odkázaní na pomalší rast blahobytu.

2 Aktuálny makroekonomický vývoj v zahraničí a v SR

2.1 Vonkajšie prostredie

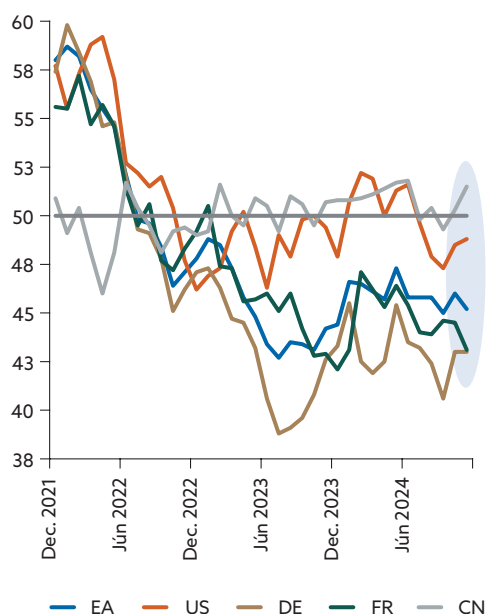
Rast globálnej ekonomiky v 3. štvrťroku podporili najmä služby. Naopak, zaostávanie priemyslu sa mierne prehĺbilo. Predstihové indikátory naznačujú, že slabá aktivita v priemysle bude pretrvávať aj v závere roka. Útlm v tomto odvetví je najvýraznejší v eurozóne, najmä v Nemecku (graf 1).

Čínska ekonomika profitovala z posilnenia súkromnej spotreby, ktorá ťažila z opatrení cielených na obnovu domácich spotrebičov. Ekonomiku podporilo aj nedávne uvoľnenie menovej politiky a rozšírenie fiškálnych stimulov. Tie by mali výraznejšie podporiť hospodárstvo v závere roka, resp. v najbližších štvrťrokoch. Čínska ekonomika však aj naďalej čelí nepriaznivým dosahom realitnej krízy a slabej spotrebiteľskej dôvere.

Americkú ekonomiku potiahol silný spotrebiteľský dopyt. Súčasne ju podporili aj nerezidenčné investície. Postupne sa však objavujú náznaky ochladzovania na trhu práce. Spolu so spomaľovaním mzdového rastu a disponibilných príjmov to pravdepodobne povedie k zmierneniu spotrebiteľského dopytu. Na druhej strane by postupné znižovanie úrokových sadzieb a úverových štandardov malo vytvárať priaznivé prostredie pre investičný dopyt.

Napriek nepriaznivým signálom z predstihových indikátorov sa ekonomický rast v eurozóne v 3. štvrťroku zrýchlil (z 0,2 % na 0,4 %) (graf 2). K posilneniu ekonomickej dynamiky prispelo oživenie súkromnej spotreby. Tá ťažila z obnoveného rastu reálnych príjmov, ktorý bol výsledkom výrazného zníženia inflácie sprevádzaného rýchlejšim mzdovým vývojom.

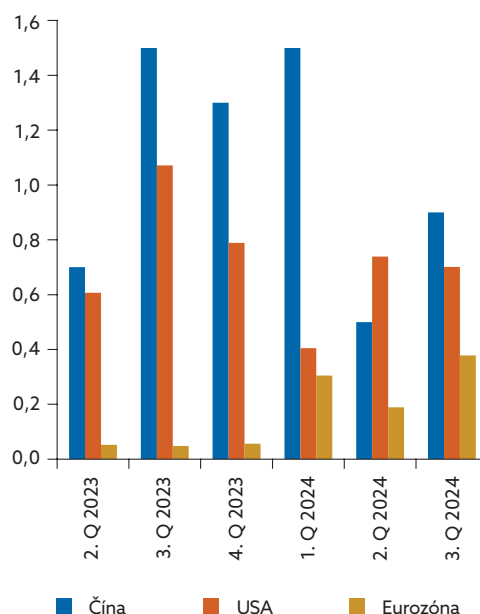
Graf 1
Globálny index nákupných manažérov
v priemyselnej výrobe



Zdroj: Macrobond

Poznámka: Hodnoty indexu nad 50 poukazujú na rast ekonomickej aktivity a pod 50 na jej pokles.

Graf 2
Vývoj HDP (medzištvrtročná zmena
v %)



Zdroj: Macrobond

Predstihové indikátory na začiatku posledného štvrtroka signalizujú slabú ekonomickú výkonnosť. Kompozitný index nákupných manažérov (PMI – Purchasing Managers' Index) poklesol v novembri na úroveň, ktorá môže naznačovať mierny pokles hospodárstva (graf 3). Zhoršenie vyhladok ekonomickej aktivity ovplyvnil predovšetkým prepád v službách, ktoré boli hlavným stimulom ekonomickeho rastu v predchádzajúcich štvrtrokoch. So slabou výkonnosťou však naďalej zápasí aj priemysel. Podniky v tomto odvetví poukazujú v prieskumoch na pokračujúci prepád nových objednávok a zhoršujúcu sa konkurenčnú pozíciu (graf 4).

Z hľadiska budúceho ekonomickeho vývoja čelí ekonomika eurozóny vrátane Slovenska neistote spojenej s možným zvýšením protekcionistických opatrení vo svete (box 1). Vzhľadom na to, že už dnes eurozóna zápasí so slabou konkurencieschopnosťou, by prípadný nárast obchodných bariér a rast ciel mohli mať negatívny dosah na ekonomický rast. Rovnako by pravdepodobne znamenal mierne inflačné efekty. Ďalšie riziká sa spájajú s geopolitickou situáciou vo svete.

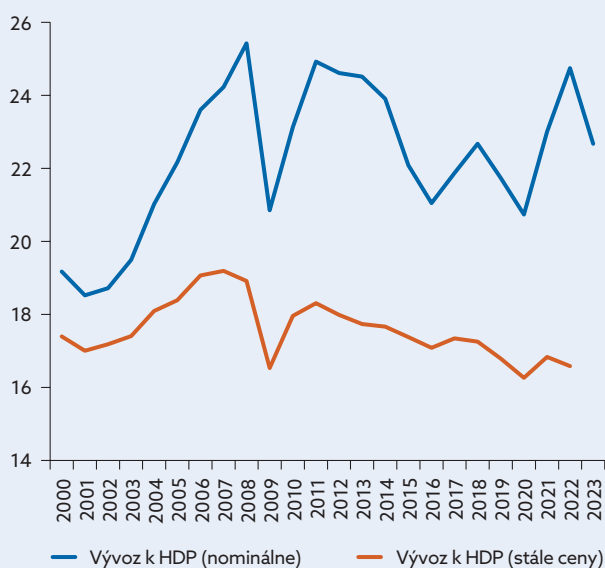
Box 1

Vyčíslenie vplyvu zhoršenia obchodných vzťahov medzi EÚ a Spojenými štátmi na ekonomiku Slovenska

Objem medzinárodného obchodu v pomere k svetovému HDP v posledných rokoch skôr stagnuje a podľa niektorých ukazovateľov dokonca klesá (graf A). V nominálnom vyjadrení napríklad zaostávala svetová obchodná výmena v roku 2023 za jej úrovňou pred desiatimi rokmi. Tento vývoj môže byť ovplyvnený úrovňou colných a iných bariér v svetovom obchode, podobne ako ich odbúravanie v skorších dekádach korešpondovalo so zvýšením objemu svetového obchodu. V tomto kontexte je dôležité pozorne sledovať riziko zhoršovania obchodných vzťahov medzi EÚ a jej hlavnými obchodnými partnermi, pričom v tomto boxe sa zameriavame na Spojené štáty.

Graf A

Ukazovatele objemu svetového obchodu v tovaroch k svetovému HDP (%)

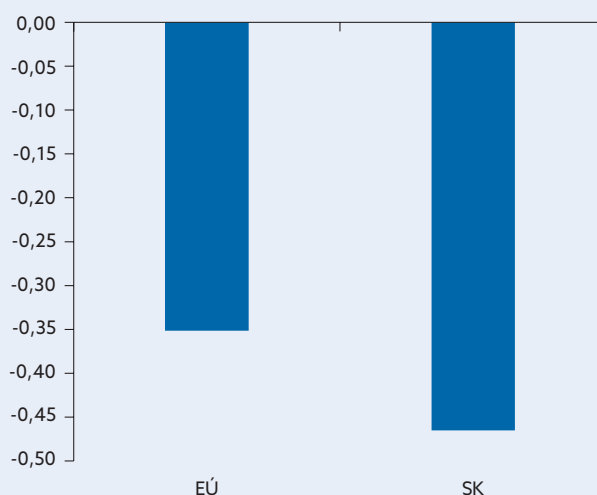


Zdroj: OECD, BIS

Poznámka: Graf zobrazuje objem svetového vývozu k HDP jednak v nominálnej hodnote a zároveň v stálych cenách (tie berú do úvahy odlišný cenový vývoj vo vývozných tovaroch a v celkovom HDP, sú dostupné po rok 2022). Obchod v tovaroch stále predstavuje gro medzinárodného obchodu napriek tomu, že obchod v službách v posledných rokoch mierne rástol.

Graf B

Dosah zavedenia obojstranných dovozných ciel medzi EÚ a US na HDP EÚ a Slovenska (zmena v %)



Zdroj: Výpočty NBS podľa globálneho ekonomického modelu Oxford

Poznámka: Graf zobrazuje odhad zmeny HDP v ekonomikách EÚ a Slovenska v prípade sprísnenia vzájomných dovozných ciel medzi ekonomikami EÚ a Spojených štátov ku koncu roka 2028 v porovnaní so základným scenárom bez ich zvýšenia. Uvažuje sa postupné sprísnenie ciel o 10 %.

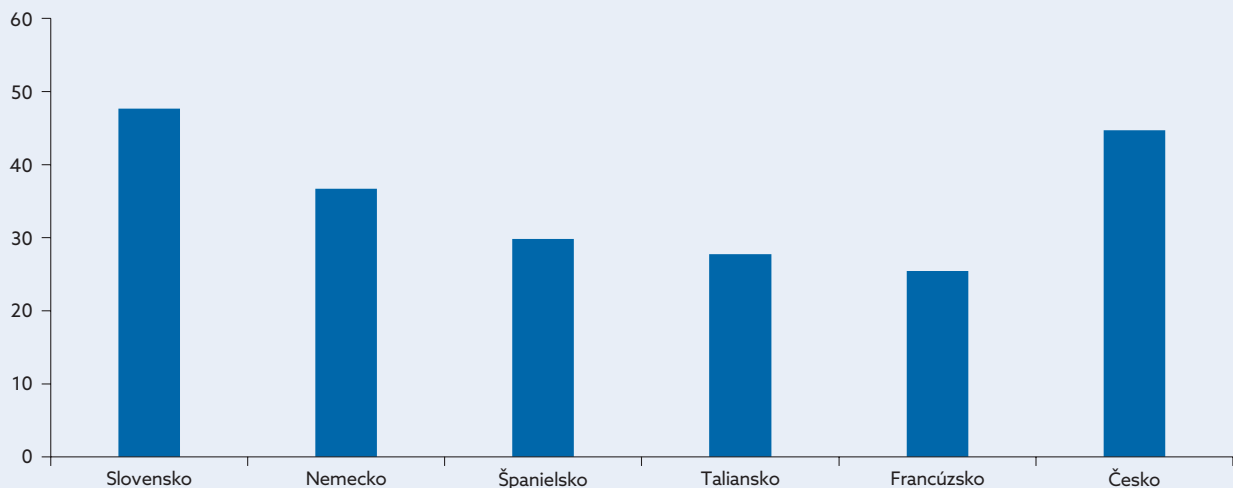
Prípadné zavedenie obojstranných ciel na dovozy medzi EÚ a Spojenými štátmi by malo na slovenské hospodárstvo výraznejší vplyv než na hospodárstvo EÚ celkovo (graf B). V strednodobom horizonte by tak celkový dosah mohol predstavovať zníženie úrovne HDP

Slovenska o 0,5 % v prípade postupného sprísnenia ciel až o úroveň 10 %. Tento scenár síce predpokladá plošné zvýšenie ciel, v prípade zhoršenia obchodných vzťahov však môžu byť viac zasiahnuté tie položky, ktoré sú na clá citlivejšie. Clá by napríklad mohli byť vyššie v sektore automobilov, čo by mohlo ešte viac zvýšiť ich vplyv na slovenskú ekonomiku. Za vyšším dosahom na Slovensko stojí hlavne vysoká miera otvorenosti nášho hospodárstva. Celkovo sú Spojené štáty dôležitým obchodným partnerom EÚ, čo ovplyvňuje veľkosť odhadov.

Čistý vývoz predstavuje pomerne vysoké percento slovenského HDP, čo zvyšuje negatívne dosahy obchodných prekážok (graf C). Konkrétne tak slovenský vývoz očistený o dovezené komponenty dosahoval v roku 2023 hodnoty v blízkosti 50 % HDP. Podobná úroveň bola aj v Českej republike, Nemecko bolo približne na úrovni 35 % HDP. Tieto údaje ukazujú, že obchodovateľné tovary majú v slovenskom hospodárstve dôležitú úlohu a ich zdaňovanie prostredníctvom ciel je ekonomicky nákladné.

Graf C

Čistý vývoz Slovenska a vybraných krajín EÚ k HDP (%)

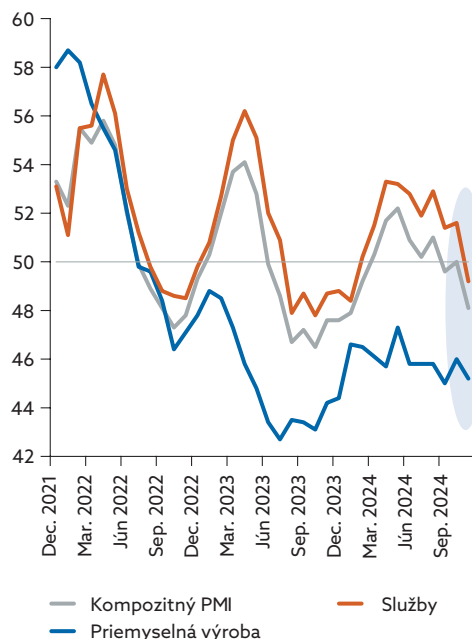


Zdroj: OECD (IO)

Poznámka: Graf zobrazuje čisté vývozy (vývoz očistený o podiel dovozu vo vývozech v pomere k HDP. Údaje za vývoz sú z roku 2023, podiel dovozu vo vývozech je však v aktuálnych produkčných tabuľkách z roku 2023 dostupný len za rok 2020.

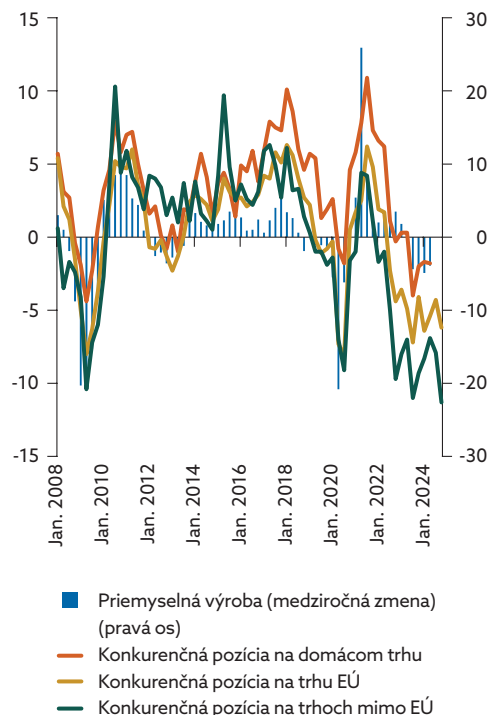
Spojené štáty sú hlavným obchodným partnerom EÚ pri exportoch a ich význam v posledných rokoch rástol. Za EÚ ako celok sa tak rola Spojených štátov v roku 2023 pohybovala približne na úrovni jednej pätiny celkového vývozu. V rámci jednotlivých krajín patrí Slovensko medzi menej priamo naviazané ekonomiky na USA, keď priamy vývoz zo Slovenska do Spojených štátov je približne 5 % z celkového exportu. Z pohľadu Slovenska je však dôležité vysoké nepriame prepojenie produkčných reťazcov cez ďalších obchodných partnerov vyvážajúcich svoje výrobky do Spojených štátov. Tým sa celkový vplyv prípadných obchodných bariér výrazne znásobuje a Slovensko môže patriť k zraniteľnejším ekonomikám.

Graf 3
EA: Index nákupných manažérov



Zdroj: Macrobond

Graf 4
EA: Priemyselná produkcia a vnímanie konkurenčnej pozície v priemysle (medziročná zmena a saldo v %)

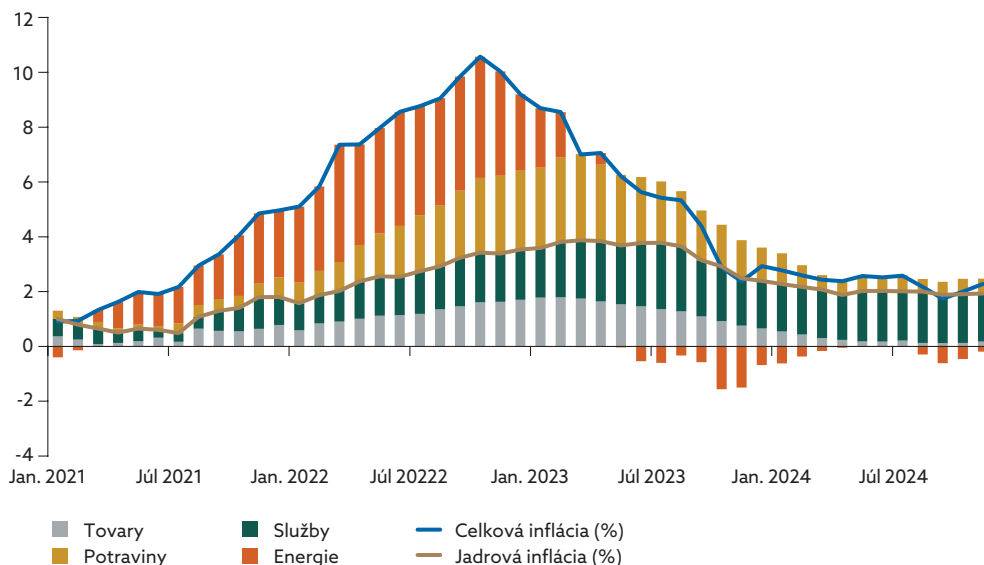


Zdroj: Macrobond

K postupnému zmiernovaniu inflácie v eurozóne na úrovne blízko 2 % prispeli v priebehu roka 2024 najmä ceny tovarov a energií (graf 5). Spomalenie cenového rastu tovarov (bez energií) podporil pokles importných cien. Ten odrážal zlepšenie fungovania ponukových reťazcov, ako aj pomerne výrazné zníženie exportných cien v Číne. Odznenie energetického šoku a stabilizácia trhu s energetickými komoditami podporili výrazné zmiernenie cenového vývoja v tomto segmente spotrebiteľského koša. Inflácia energií sa postupne aj vďaka základnému efektu vysokých cien z minulého roka, posunula do záporných hodnôt. Vplyv základného efektu však začal odznievať a medziročný pokles cien energií sa zmiernil. Naopak, rast cien potravín sa v posledných mesiacoch zrýchľoval. Výraznejšiemu zníženiu jadrovej inflácie, ktorá sa od marca pohybuje pod úrovňou 3 % (v novembri 2,7 %), bránil naďalej relatívne vysoký rast cien služieb. Ten sa už rok pohybuje na úrovni okolo 4 %. Do cien služieb sa naďalej prenášajú zvýšené náklady z minulosti vrátane mzdových. Náznaky ochladzovania na trhu práce by však mali prispieť k zmierneniu cenového vývoja aj v tomto segmente.

Graf 5

EA: HICP inflácia a jej komponenty (medziročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: Macrobond

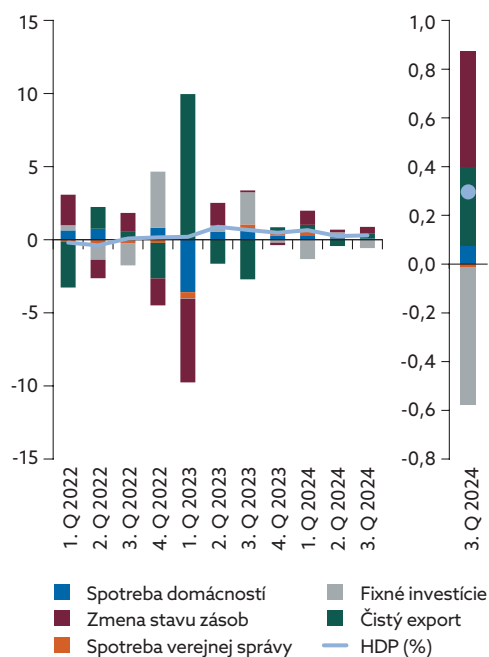
2.2 Aktuálny vývoj v SR

2.2.1 Ekonomický rast

Ekonomika pokračovala v slabšom raste aj počas leta, keď oproti 2. štvrtroku vzrástla o 0,4 % (graf 6). Pozitívny vplyv domácej spotreby postupne slabne a v priemysle pretrvávajú slabé výkony. Hoci sa situácia v eurozóne zlepšila, k čomu prispela aj letná olympiáda, slovenskí producenti z oživenia zrejme neprofitovali. Slabý dopyt bolo cítiť hlavne v autopriemysle, kde za očakávaniami zaostával aj nábeh novej produkcie. Investičná aktivita po silnom čerpaní fondov EÚ naďalej viazla.

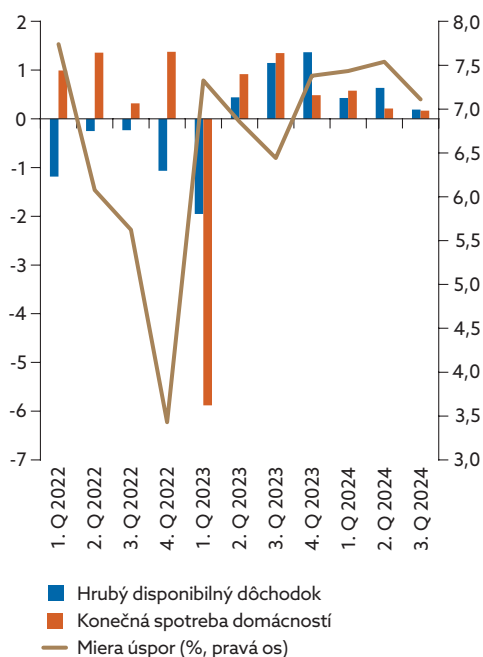
Domácnosti už nemíňali tak intenzívne ako začiatkom roka, keďže aj ich príjmy rástli iba mierne (graf 7). Spomaľovanie inflácie sa zastavilo a s ním aj tempo rastu reálnych príjmov. Obmedzovanie výdavkov na spotrebu pokračovalo aj počas leta. Domácnosti míňali len o čosi viac ako v minulom štvrtroku, počas dovolenkovej sezóny nakupovali najmä tovary bežnej spotreby a služby (graf 8). Napriek tomu, že spotreba rástla striedmo, v rozpočtoch domácností neostal priestor na výraznejšie šetrenie a miera úspor poklesla. Náklady domácností sa začali prudko zhoršovať po ohlásení vládneho balíčka konsolidačných opatrení na jeseň. Zároveň začali rásť aj inflačné očakávania, čo by mohlo mať aj prechodne stimulujúci efekt na spotrebu. Takýto vplyv však zatiaľ v prieskumoch ani v dátach nebadateľ (box 2).

Graf 6
Vývoj HDP (medzištvrtročná zmena v %, príspevky v p. b.)



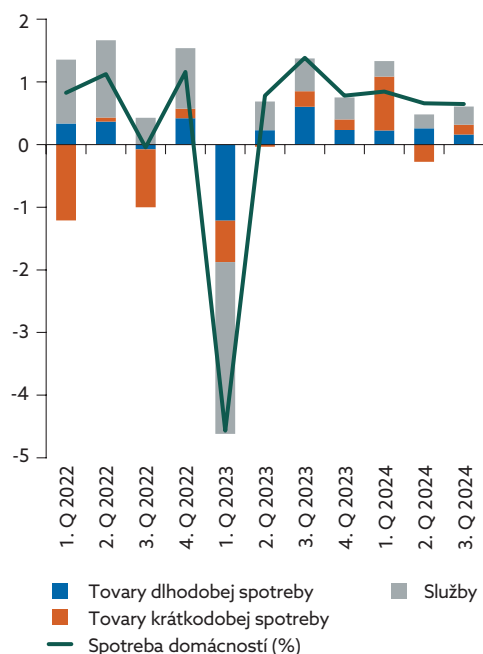
Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 7
Vývoj príjmu a spotreby domácností (medzištvrtročná zmena a miera v %)



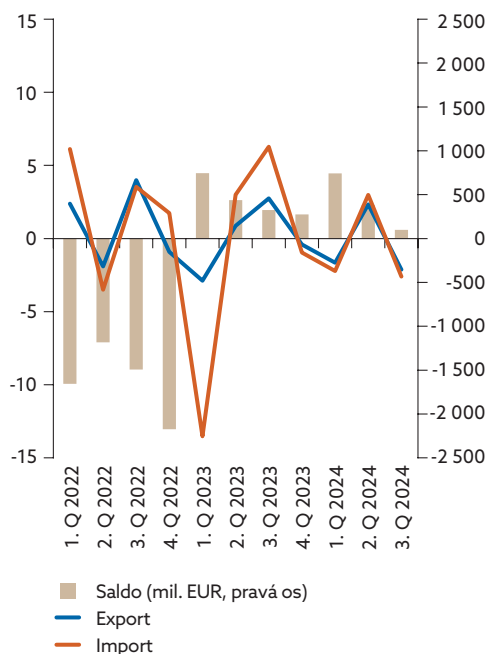
Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 8
Spotreba domácností (medzištvrtročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 9
Vývoj zahraničného obchodu (medzištvrtročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Box 2

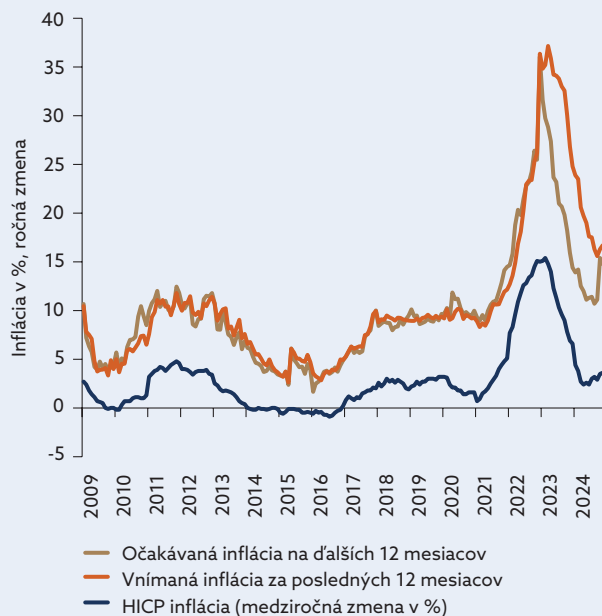
Slovenské domácnosti opäť očakávajú rast inflácie

Ohlásený konsolidačný balíček zatriasol aj očakávaniami ľudí ohľadom vývoja cien v najbližších 12 mesiacoch a výrazne ich zvýšil. Zároveň domácnosti zhoršili svoj vlastný výhľad očakávanej finančnej situácie na budúci rok, ako aj celého vývoja ekonomiky. Spôsobilo to, že vyššie inflačné očakávania na budúci rok sa zatiaľ neprejavili vo väčšej pripravenosti domácností na veľké nákupy ešte pred zvýšením cien.

Avizované zmeny DPH, cien energií a iných súčastí konsolidačného balíčka zo septembra 2024 sa odzrkadlili vo vyššom očakávanom raste cien slovenskými domácnosťami¹. Medzi septembrom a októbrom tohto roka môžeme pozorovať značný nárast priemerne očakávanej inflácie z 11 na 15 % (graf A)². V novembri zostali očakávania naďalej vysoké na 14,8 %. Nárast teda predbieha infláciu. V minulosti očakávania skôr odzrkadľovali nedávnu skúsenosť.

Graf A

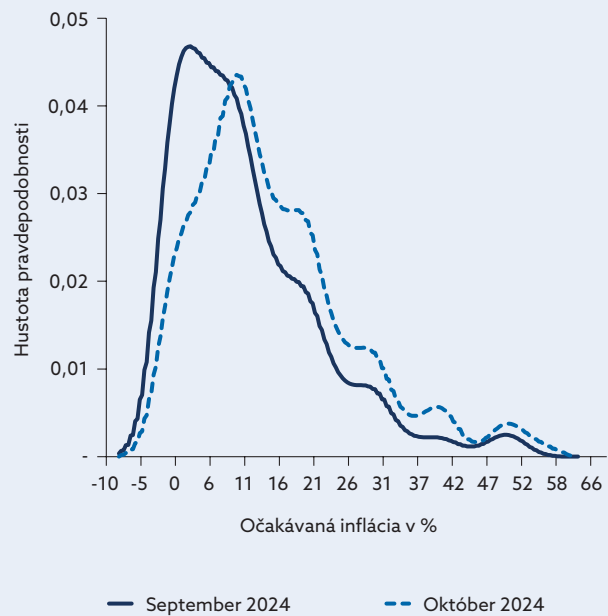
Vnímaná, očakávaná a skutočná inflácia



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

Graf B

Rozdelenie inflačných očakávaní v septembri a októbri 2024



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS

¹ Zdroj dát: Štatistický úrad SR, Harmonizovaný prieskum spotrebiteľov Európskej komisie.

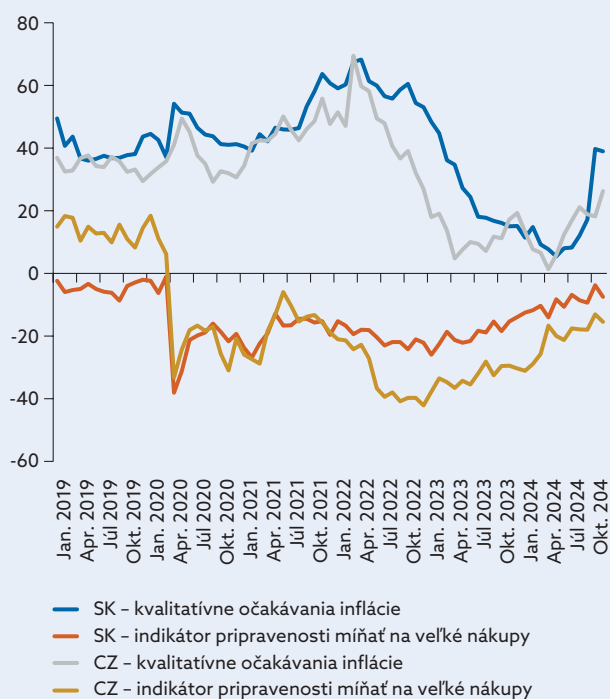
² Priemerná očakávaná inflácia na ďalších 12 mesiacov a priemerná vnímaná inflácia za posledných 12 mesiacov sa počítajú z očistených dát o 2,5 % najnižších a najvyšších inflačných očakávaní v danom mesiaci.

Zvýšil sa podiel ľudí očakávajúcich vyššiu infláciu, ako je priemerná očakávaná inflácia. Konsolidačný balíček medzi septembrom a októbrom 2024 posunul rozdelenie očakávaní doprava (graf B). Vidíme, že nielen viac ľudí očakáva vyššiu infláciu v priemere, ale narástol aj podiel ľudí, ktorí očakávajú výrazne vyššie hodnoty ako v septembri.

Vyššie inflačné očakávania sa zatiaľ neprejavili vo väčšej pripravenosti domácností na veľké nákupy. Súčasťou prieskumu je aj otázka, či si myslíte, že je alebo nie je momentálne z pohľadu celkovej hospodárskej situácie na Slovensku správny čas na veľké nákupy (nábytok, elektrické spotrebiče, elektronika atď.). Hoci sa naše inflačné očakávania v poslednom mesiaci rapídne zvýšili, v Česku nie. Napriek tomu sa však v oboch krajinách pripravenosť míňať vyvíjala rovnako (graf C).

Graf C

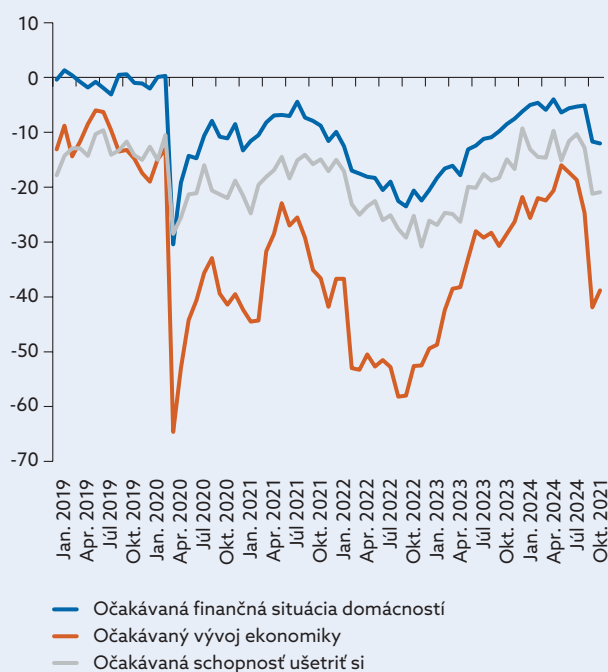
Porovnanie inflačných očakávaní a pripravenosti na veľké nákupy na Slovensku a v Česku (vážený priemer podielov odpovedí)



Zdroj: EK

Graf D

Spotrebiteľská dôvera na Slovensku (vážený priemer podielov odpovedí)



Zdroj: EK

Chýbajúca pripravenosť na veľké nákupy ešte pred zvýšením DPH môže súvisieť s celkovými vyhlídkami na budúci rok a z toho prameniaca opatrnosťou a nižšou kúpnou silou. Slovenské domácnosti očakávajú zhoršenie svojej finančnej situácie a aj celkovo vidia ekonomický vývoj slovenskej ekonomiky v horizonte najbližších 12 mesiacov negatívnejšie

ako v septembri (graf D). Medzi domácnosťami, ktoré však napriek tomu hovoria, že momentálne je správny čas na veľké nákupy je 40 % tých, ktorí očakávajú vyššiu infláciu. Pozitívny vplyv vyšších inflačných očakávaní môže teda do určitej miery kompenzovať prepad spotrebiteľskej dôvery. Bez nárastu inflačných očakávaní by sa pripravenosť na veľké nákupy mohla oproti Česku prepadnúť ešte viac (graf C).

Exporty pokračovali v oslabovaní, nízky zahraničný dopyt nepomohol ani rozbehu novej produkcie (graf 9). Ekonomia eurozóny počas leta zvýšila svoj výkon, slovenský exportéri to však nepocítili. Zlepšenie v európskych krajinách možno pripísať najmä sektoru služieb, ktorému pomohla aj olympiáda. Priemyselná časť ekonomiky sa však naďalej trápi a s ňou aj slovenský priemysel. Ani naplánované spustenie novej produkcie v autopriemysle pod vplyvom slabého dopytu zrejme nevyšlo podľa plánu. Nízke vývozy spolu s oslabujúcou sa domácou spotrebou spôsobili výraznejší prepad dovozov.

Vysoký rast verejnej spotreby zo začiatku roka sa postupne spomaľuje, čo potvrdzujú aj predbežné údaje. Najvýraznejšími faktormi sú naďalej mzdy, nasledované výdavkami na tovary a služby a zdravotnú starostlivosť. Kým za spomalením rastu miezd je odznievanie valorizácie zo septembra minulého roka, za miernym spomalením vysokej dynamiky bežných výdavkov sú najmä úspory za vynaložené prostriedky na energie.

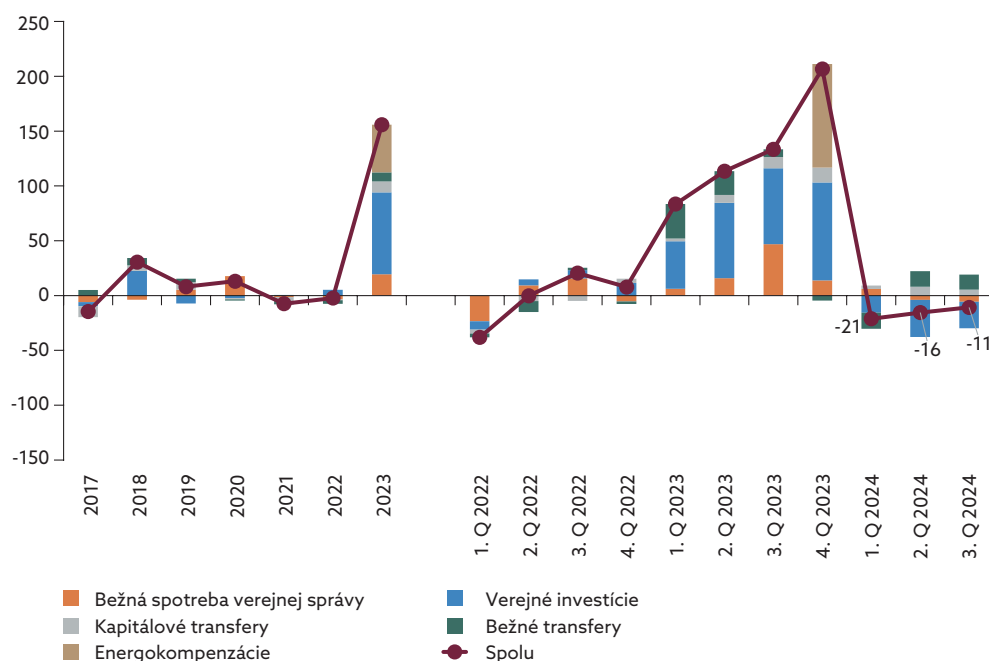
Investičná aktivita poklesla vo všetkých sektoroch. Firmy obmedzili nákupy strojov, mierne viac investovali len do dopravných prostriedkov a produktov duševného vlastníctva. Prísnejšia menová politika aj naďalej obmedzuje domácnosti a ich aktivita na realitnom trhu zostala počas leta utlmená. Verejné investície ani v druhej polovici roka nenabehli na očakávaný dynamický trend. Oproti minulému roku došlo k spomaleniu najmä pri investíciách do vojenskej a špeciálnej techniky, ako aj v civilnej oblasti do automobilovej a železničnej dopravy. Rovnako sme zaznamenali spomalenie aj pri realizácii, rekonštrukciách a modernizáciách budov. Za nižšími investičnými výdavkami bolo nielen vlašnejšie čerpanie zdrojov EÚ, ale aj šetrenie na strane domácich zdrojov.

Pokles čerpania prostriedkov zdrojov EÚ vrátane Plánu obnovy sa dva štvrtroky po sebe zmierňuje. Po odznení eurofondovej vlny sa bázický efekt najviac prejavil na medziročnom poklese financovania verejných investícií. V kontraste s tým rástli transfery mimo verejný sektor, čo súvisí aj s dobiehaním platieb z ukončeného programového obdobia

(graf 10). Z nového európskeho rámca boli využité minimálne zdroje, keď sa k záveru 3. štvrťroka vyčerpalo jedno percento z alokácie na regionálnu súdržnosť. Implementácia investičného piliera Plánu obnovy je pomalá a zaostáva aj v medziročnom porovnaní. Využité prostriedky smerovali do zdravotníctva, školstva a dopravy. Financovanie transformácie na nízkouhlíkovú ekonomiku zaostáva za výraznejším minuloročným plnením. Celkovo bolo doteraz z Plánu obnovy využitých približne 13 % zdrojov.

Graf 10

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



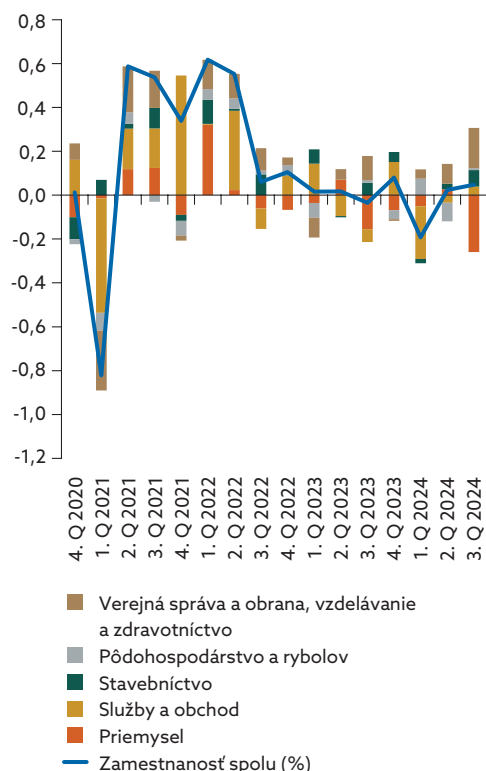
Zdroj: MF SR, NBS

1) Očistené od čerpania na finančné nástroje

2.2.2 Trh práce

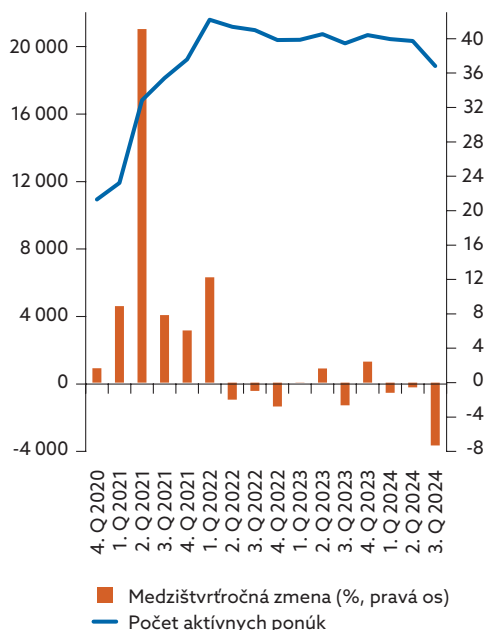
Celková zamestnanosť sa nezmenila (graf 11). Nepriaznivý vývoj pokračoval v priemysle. Slabšia výkonnosť sa premieta do znižovania stavov a optimalizácie. Horšie signály však prichádzajú zo sektora služieb, kde badať v niektorých odvetviach pokles zamestnanosti. Pozitívny vývoj bol v obchode, stavebníctve a verejnej správe. Na trhu práce dochádza od začiatku roka k protichodnému vývoju zamestnanosti a miery nezamestnanosti. Ľudia, ktorí odchádzajú z radov nezamestnaných a cudzinci nahrádzajú zamestnancov odchádzajúcich do predčasného dôchodku. Takže klesá miera nezamestnanosti pri stabilnom počte zamestnaných. Počty voľných pracovných miest klesajú, čo znamená, že dopyt po pracovnej sile sa znižuje (graf 12).

Graf 11
Vývoj zamestnanosti podľa odvetví
(medzištvrtročná zmena v %, príspevky
v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 12
Vývoj aktívnych pracovných ponúk
(medzištvrtročná zmena v %, počet)

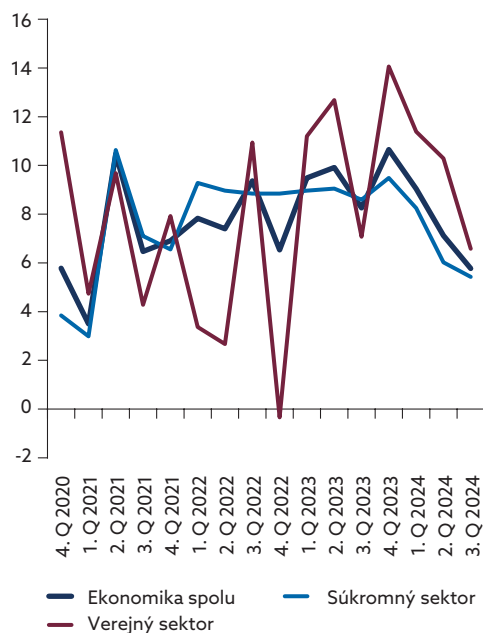


Zdroj: Profesia.sk, NBS

Mzdy pokračujú v spomaľovaní svojej dynamiky. V súkromnom sektore je väčší nedostatok vhodných zamestnancov, preto mzdy spomalili miernejšie v porovnaní s verejných sektorom (graf 13). Vo verejnom sektore odznali vysoké valorizácie z predchádzajúceho obdobia. S opätovným zrýchlením inflácie dochádza k pomalšej obnove kúpyschopnosti domácností. Zaujímavý vývoj možno pozorovať v priemysle, kde dlhodobo klesá zamestnanosť, ale zároveň prevláda nedostatok pracovných síl. Zamestnanci pracujú viac hodín, čo ťahá ich priemernú mzdu nahor.

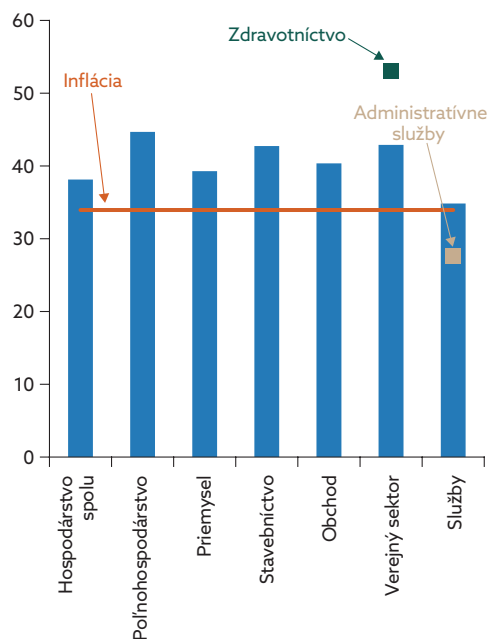
Od začiatku obdobia neistoty spojenej s pandemiou, energetickou krízou a vysokou infláciou sa z odvetvového hľadiska darilo reálnym mzdám v poľnohospodárstve, verejnom sektore a stavebníctve. Naopak, v službách sa nominálne mzdy len dotiahli na infláciu. Víťazmi z pohľadu rastu reálnej mzdy za toto obdobie sú zamestnanci zdravotníckych a sociálnych služieb (graf 14).

Graf 13
Vývoj nominálnej mzdy podľa
sektorov (medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 14
Vývoj reálnej mzdy podľa odvetví
(index, 4. Q 2019 = 100)

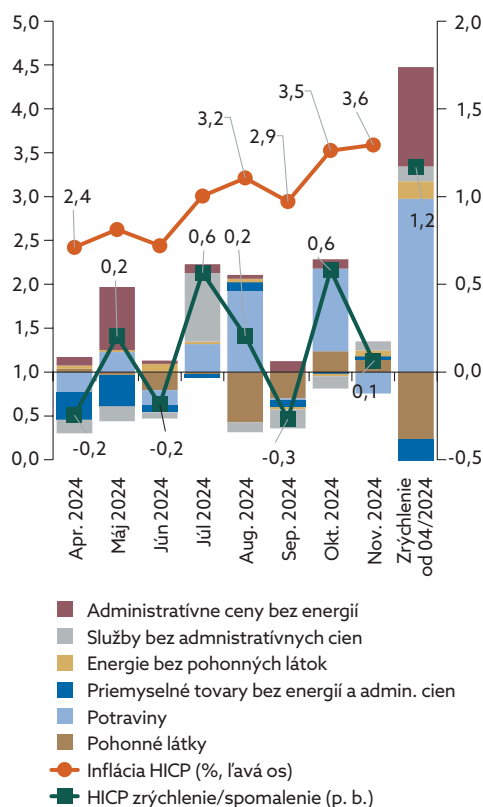


Zdroj: ŠÚ SR, NBS

2.2.3 Spotrebiteľské ceny

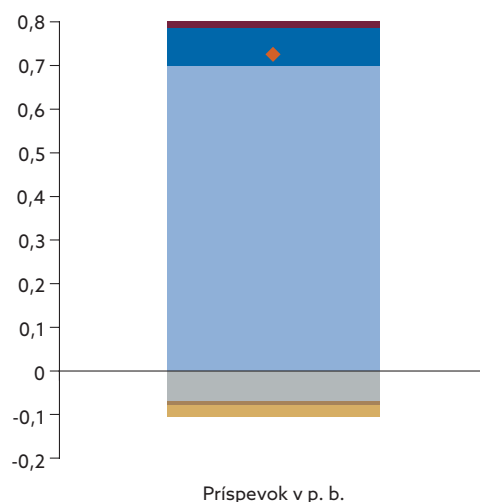
Inflácia dosiahla v novembri 3,6 %. Z krátkodobého dna v apríli sa inflácia zrýchlila o 1,2 p. b. (graf 15). K tomuto zrýchleniu prispeli najmä potraviny a odznenie vplyvu jednorazových opatrení (koncesionárske poplatky a stravovanie v školách) z minulého roka. Nebyť priaznivého vývoja cien ropy a pohonných látok inflácia by bola ešte vyššia. Rast cien v novembri bol o 0,7 p. b. rýchlejší ako predpoklady v jesennej predikcii (graf 16). Výraznejšie než očakávania rástli ceny potravín.

Graf 15
Vývoj inflácie HICP (medziročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

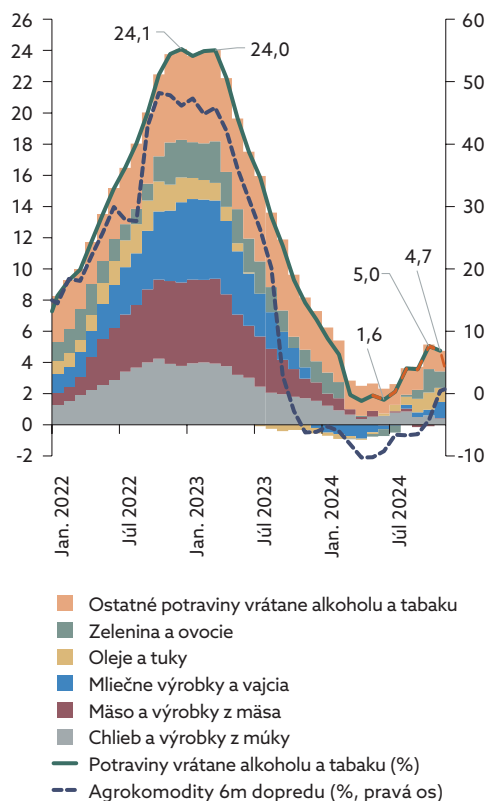
Graf 16
Štruktúra predikčnej chyby oproti jesennej predikcii (príspevky v p. b.)



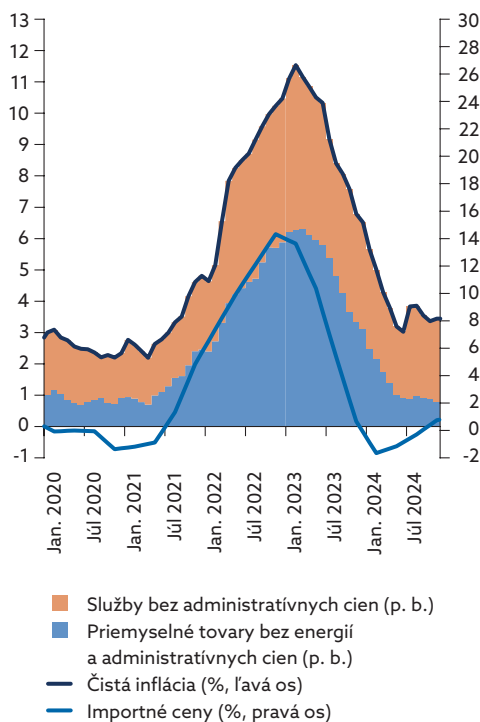
Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Medziročný rast cien potravín vrátane cien tabaku a alkoholu dosiahol v novembri 4,7 % (graf 17) a oproti októbru sa mierne spomalil. Ceny potravín v októbri medzimesačne rástli v porovnaní s ostatnými okolitými krajinami, ako aj v porovnaní s historickým vývojom netradične veľmi rýchlo (box 3). Časť tohto nárastu sa dá pripísať októbrovému rastu výrobných cien potravín pre domáci trh. Väčšia časť ostáva nevysvetlená a možno ju prisúdiť veľkej neistote budúceho ekonomického vývoja.

Graf 17
Vývoj cien potravín (medziročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Graf 18
Vývoj čistej inflácie HICP (medziročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Po dočasnom zrýchlení v júli, keď prispelo odznenie vplyvu zrušenia koncesionárskych poplatkov, sa čistá inflácia bez pohonných látok stabilizovala pri 3,4 % (graf 18). Stabilizujúco pôsobí prostredie nízkej dynamiky dovozných cien aj spomaľujúce sa tempo miezd bez nadmerných dopytových tlakov. To spôsobilo, že tempo medziročného rastu cien tovarov bez energií pokleslo na 1,5 %.

Medziročné tempo rastu cien neregulovaných služieb (5,7 %) je však naďalej relatívne vysoké, aj napriek zmierneniu tlaku zo strany mzdového vývoja. V rámci neregulovaných služieb aktuálne rastú najmä ceny vzdelávania, osobnej starostlivosti, dovolení, leteníek, poistenia a stravovacích služieb v reštauráciách. Ešte rýchlejšie však rastú rigidnejšie regulované ceny služieb (9,7 %). Vysoké medziročné tempo v novembri dosiahli regulované ceny najmä služieb osobnej dopravy, pôšt a komunikácie, ako aj odvozu odpadu.

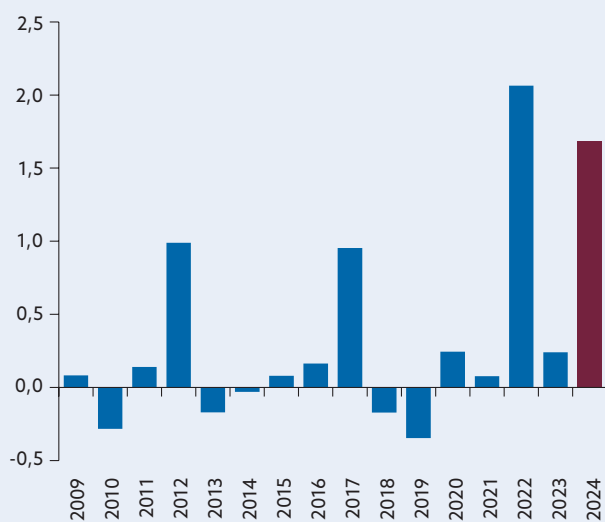
Box 3

Ceny potravín sa dostali opäť do popredia záujmu

Neistota a očakávaný rast nákladov sa v októbri podpísal pod prekvapivo vysokú infláciu potravín. V októbri sa ceny nezvykli príliš meniť s výnimkou roku 2022 (graf A). Vtedy však vrcholila inflácia vplyvom nákladového šoku. Teraz to bolo o to prekvapivejšie, že nám odzneli všetky nákladové faktory a v potravinovom dodávateľskom reťazci sme pozorovali stabilizáciu cien vstupov. Ceny potravín prekvapili nahor aj v iných krajinách, no u nás bol vývoj najdynamickejší, z čoho usudzujeme, že prevládli iné faktory. Jedným z vysvetlení je, že v období neistoty a očakávaní vyšších nákladov si firmy upravujú ceny nad to, čo by naznačovali fundamenty.

Graf A

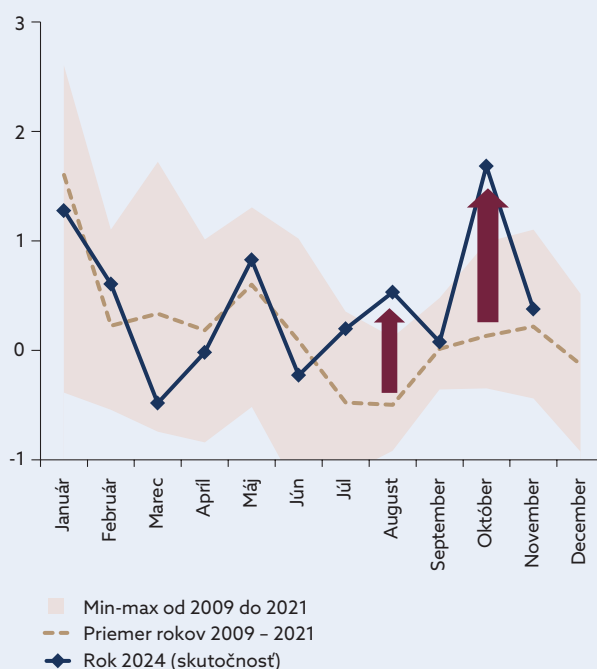
Ceny potravín v októbri (medzimesačná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf B

Ceny potravín retrospektívne (medzimesačná zmena v %)

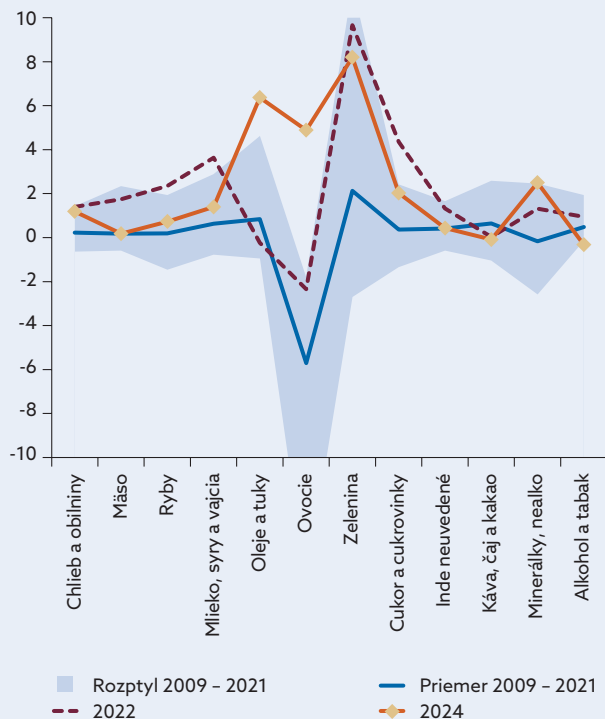


Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Rast cien potravín v októbri sa netýkal iba určitej vybranej časti cien potravín, ale bol prítomný takmer vo všetkých položkách (graf C). Pozreli sme sa aj na jednotlivé komponenty v kategórii potravín, ako sa vyvíjali ceny v októbri (tabuľka A) i v dlhšom období.

Graf C

Subagregáty cien potravín v októbri 2024
(medzimesačná zmena v %)



Tabuľka A

Subagregáty cien potravín v októbri 2024
(očistené o dane, medzimesačná zmena v %)

Subagregát cien potravín	CZ	DE	HU	AU	PL	SK
Potraviny bez alkoholu a tabaku	0,2	0,7	0,9	0,6	0,7	2,1
Chlieb, pečivo a výrobky z múky	0,6	0,3	-0,2	0,4	0,6	1,2
Mäso	-1,1	-0,3	0,0	0,3	0,1	0,2
Ryba a morské plody	0,6	-0,2	-0,1	0,2	0,1	0,3
Mlieko, syry a vajcia	0,2	1,0	2,1	0,8	0,3	1,4
Oleje a tuky	2,6	6,0	1,8	2,5	2,1	6,4
Ovocie	5,9	1,2	1,5	0,3	2,1	4,9
Zelenina	-1,5	2,0	3,7	1,6	2,8	8,2
Cukor, cukrovinky a čokoláda	0,1	-0,9	0,7	0,5	-0,2	2,0
Inde neuvedené	0,0	0,5	-1,1	0,7	-0,2	0,4
Káva, čaj a kakao	-1,8	1,1	0,9	-1,7	0,1	-0,1
Minerálky, džúsy a nealko nápoje	0,1	1,2	0,2	0,4	0,8	2,5

Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Rast cien potravín nie je len problémom mesiaca október 2024. Za celé obdobie od začiatku nákladového šoku má Slovensko najvyššiu infláciu potravín hneď po Maďarsku (tabuľka B). Nákladový šok sa u nás výrazne podpísal pod dvojcifernú infláciu, kde potraviny so svojou najväčšou váhou zohrávali kľúčovú rolu. Dalo by sa očakávať, že po odznení potravinovej krízy sa ústup vplyvu nákladových faktorov (kulminovali na konci roka 2022) najviac prejaví práve v krajine s najvyšším rastom cien potravín. Berúc do úvahy previazanie a spoločný trh s Českou republikou a Nemeckom, priestor na tlmenejší rast cien potravín bol zjavný (tabuľka C). Ako naznačili posledné údaje z októbra a novembra, firmy priaznivý vývoj z uplynulých mesiacov nevyužili, ale, naopak, zaznamenali sme najvyššiu mieru rastu cien potravín.

Tabuľka B

Kumulatívna zmena cien potravín bez alkoholu a tabaku od februára 2022 (očistené o dane, %)

Subagregát cien potravín	CZ	DE	HU	AU	PL	SK
Potraviny bez alkoholu a tabaku	22,5	24,8	44,7	20,0	24,1	33,4
Chlieb, pečivo a výrobky z múky	24,0	29,0	49,8	20,0	29,1	34,8
Mäso	21,3	21,3	37,9	21,1	21,9	34,1
Ryba a morské plody	15,1	22,0	35,3	24,7	20,8	26,5
Mlieko, syry a vajcia	19,9	30,8	52,8	19,4	24,4	32,9
Oleje a tuky	33,3	43,9	30,3	29,6	13,0	57,3
Ovocie	17,1	17,4	42,7	5,9	9,2	27,8
Zelenina	21,3	11,8	20,5	18,7	11,9	26,0
Cukor, cukrovinky a čokoláda	37,8	29,3	56,1	22,4	36,6	43,7
Inde neuvedené	22,5	30,4	45,4	17,8	31,8	32,8
Káva, čaj a kakao	13,9	16,1	44,9	21,4	29,1	21,7
Minerálky, džúsy a nealko nápoje	18,8	31,6	55,3	26,6	28,2	26,4

Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Tabuľka C

Kumulatívna zmena cien potravín bez alkoholu a tabaku od novembra 2022 (očistené o dane, %)

Subagregát cien potravín	CZ	DE	HU	AU	PL	SK
Potraviny bez alkoholu a tabaku	3,9	8,7	7,7	9,0	8,5	12,4
Chlieb, pečivo a výrobky z múky	2,9	10,5	0,6	9,3	10,1	14,3
Mäso	-1,3	3,6	6,1	7,5	3,7	6,9
Ryba a morské plody	5,0	6,4	5,6	9,1	3,9	11,4
Mlieko, syry a vajcia	-3,6	1,1	-2,3	3,9	0,4	6,1
Oleje a tuky	3,0	10,0	0,4	9,6	-9,0	17,8
Ovocie	14,1	15,7	13,4	5,0	8,6	20,4
Zelenina	18,7	7,0	10,4	10,9	8,3	19,0
Cukor, cukrovinky a čokoláda	10,9	16,8	27,3	13,1	13,5	21,9
Inde neuvedené	8,1	11,0	11,4	10,8	15,7	11,7
Káva, čaj a kakao	6,6	4,6	16,7	10,5	15,7	11,2
Minerálky, džúsy a nealko nápoje	9,5	20,2	22,4	18,9	15,7	16,5

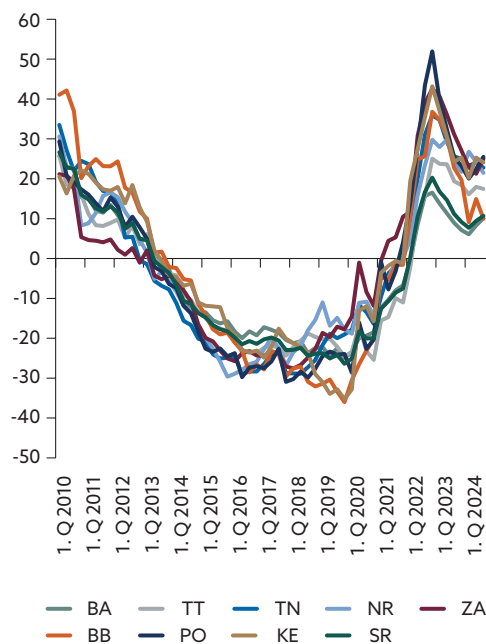
Zdroj: ŠÚ SR, NBS

2.2.4 Ceny nehnuteľností

Rast cien nehnuteľností pokračoval aj v 3. štvrtroku 2024. Oproti predchádzajúcemu štvrtroku boli ceny nehnuteľností vyššie o 2,4 %. V kladných číslach sa pohybuje už aj medziročný rast, ktorý vzrástol na 3,4 %. Bývanie zdraželo najvýraznejšie v Prešovskom, Žilinskom a Bratislavskom kraji. Práve rast cien bytov v Bratislave sa v hlavnej miere podpísal pod celkový rast priemernej ceny nehnuteľností. V Nitrianskom a Banskobystrickom kraji registrujeme mierny cenový pokles.

Graf 19

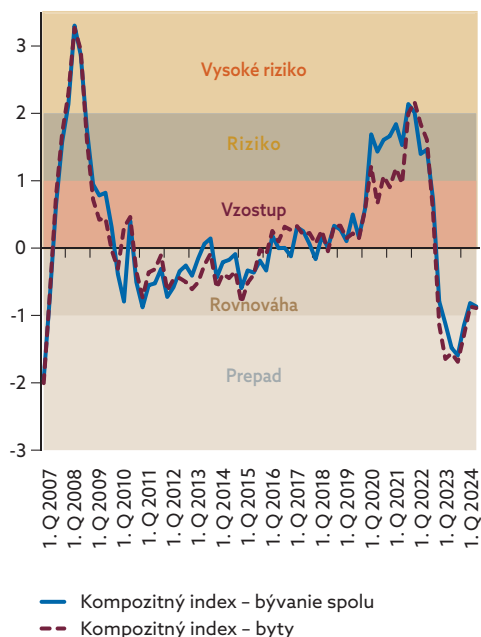
Index dostupnosti bývania (podiel HAI k jeho historickému priemeru v %)



Zdroj: NARKS, ŠÚ SR, United Classifieds, NBS

Graf 20

Kompozitný index na hodnotenie vývoja ceny bývania



Zdroj: NARKS, ŠÚ SR, United Classifieds, NBS

Dostupnosť bývania sa aj v 3. štvrtroku mierne zhoršila (graf 19). Úrokové sadzby na nové úvery na bývanie dosiahli svoj vrchol v 2. štvrtroku, počas letných mesiacov sme už zaznamenali mierny pokles. Ani v kombinácii s rastom miezd však nepostačoval na to, aby prevážil vplyv rastu cien nehnuteľností. Index dostupnosti bývania (HAI)³ sa preto posunul o 1,3 bodu opäť smerom nahor. K zhoršeniu dostupnosti bývania dochádza v krajoch, v ktorých rástli ceny nehnuteľností najrýchlejšie – v Prešovskom, Žilinskom a Bratislavskom. Vo zvyšných krajoch hodnoty indexu mierne klesali.

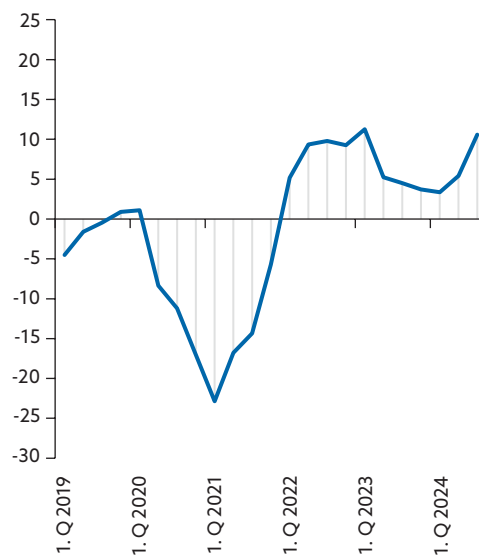
Kompozitný index⁴ nenaznačuje výraznejšie zmeny v hodnotení vývoja cien bývania (graf 20). Hodnoty indexu posilňuje vývoj disponibilného príjmu, inflácie a hlavne úverov na bývanie. Rast ponukových cien nehnuteľností je rýchlejší ako prísun nových hypoték, čo chápeme ako

³ 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.

⁴ Na účely vyhodnotenia vplyvu cien nehnuteľností na finančnú a ekonomickú stabilitu porovnáваме 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](#).

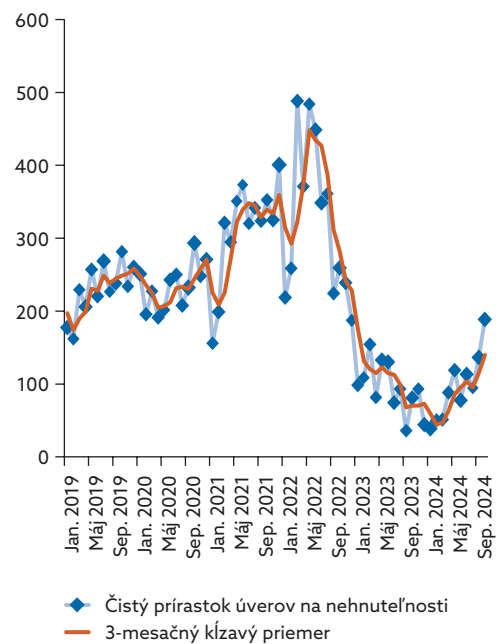
indikátor nadhodnotenia. Opačným smerom pôsobí oslabená výstavba bytov a predovšetkým nájomné. Rast cien prenájmov akceleruje, v 3. štvrťroku sú už o 10 % vyššie ako v rovnakom období minulého roka (graf 21). Ide teda, naopak, o signál, že ceny nehnuteľností môžu rásť aj rýchlejšim tempom.

Graf 21
Priemerná cena nájomného bývania
(medziročná zmena v %)



Zdroj: ECB

Graf 22
Čistý prírastok úverov na
nehnutelnosti (mil. EUR)



Zdroj: ECB, NBS

Úverový trh sa v posledných mesiacoch pomaly rozbieha (graf 22). Uvoľnenie menovej politiky sa ku koncu 3. štvrťroka začalo prejavovať aj v klientskych sadzbách. Úrokové sadzby na poskytnuté nové úvery na bývanie (očistené o refinancovanie) klesli zo svojho vrcholu 4,6 % v júni na októbrových 4,25 %. Spolu s tým sledujeme postupný nárast čerpania hypoték, a to najmä v septembri a októbri, keď medziročný rast siaha až na 40 %.

Bytová výstavba zostáva naďalej v útlme. V 3. štvrťroku sa začalo stavať najmenej bytov od roku 2013 (medziročný pokles o 22 %), podobne sú na tom aj vydané stavebné povolenia. Dokončilo sa o 0,5 % viac bytov ako v rovnakom období minulého roka. Objem aktuálne rozostavaných nehnuteľností tak pokračuje naďalej v postupnom poklese.

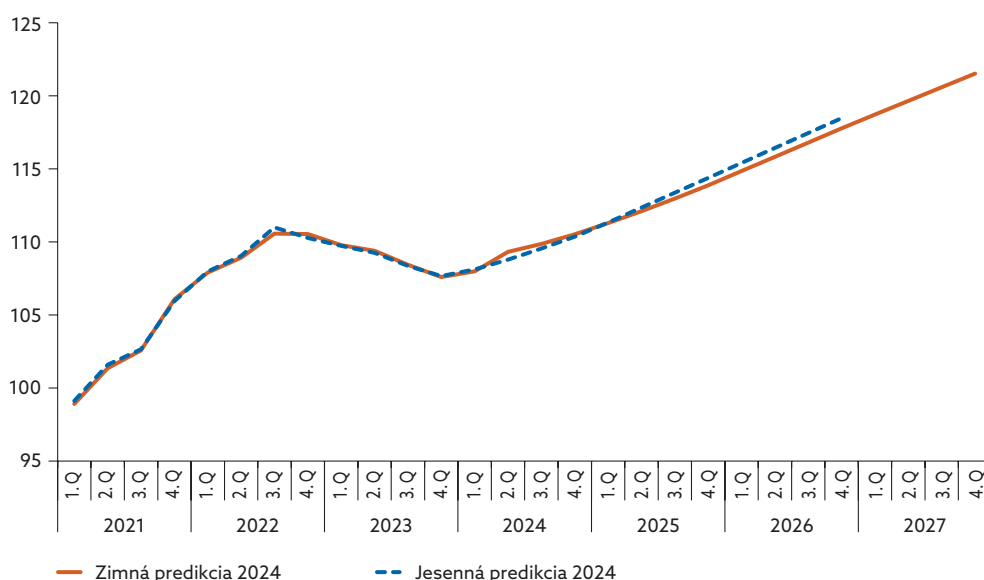
3 Strednodobá predikcia⁵

3.1 Globálny výhľad a technické predpoklady predikcie⁶

Výhľad zahraničného dopytu po slovenských produktoch sa naďalej zhoršuje (graf 23). Slabšia kondícia nemeckej priemyselnej produkcie sa postupne prelieva do mierne nižšieho rastu zahraničného dopytu, najmä v roku 2025. Na konci roka 2026 očakávame úroveň zahraničného dopytu nižšiu oproti jesennej predikcii o 0,6 %.

Graf 23

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



Zdroj: NBS

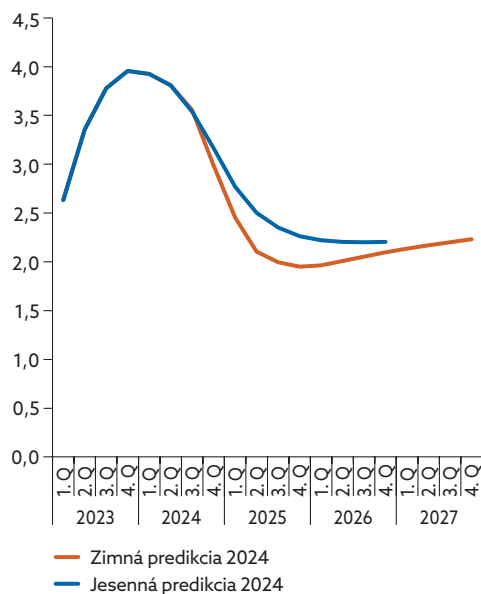
Aktuálne očakávame priaznivý vývoj cien ropy, pričom jej priemerná úroveň by mohla v budúcom roku dosahovať necelých 72 USD za barel. Cena ropy by mala ďalej klesať približne k 70 USD v rokoch 2026 a 2027. Výmenný kurz voči USD sa oslabil o viac ako 4 % z úrovne 1,11 USD/EUR na 1,06 USD/EUR v horizonte predikcie.

Trhy očakávajú prudšie znižovanie krátkodobých sadzieb. Oproti jesennej predikcii by sa mohli znížiť v priemere približne o 30 bázických bodov v roku 2025. Pri dlhodobých sadzbách sa očakáva mierne rastúci trend z 3,3 % na konci tohto roka k 3,4 % v roku 2027 (grafy 24 a 25).

⁵ Predikciu sme vypracovali z dostupných údajov národných účtov za 2. štvrťrok a z rýchleho odhadu za 3. štvrťrok.

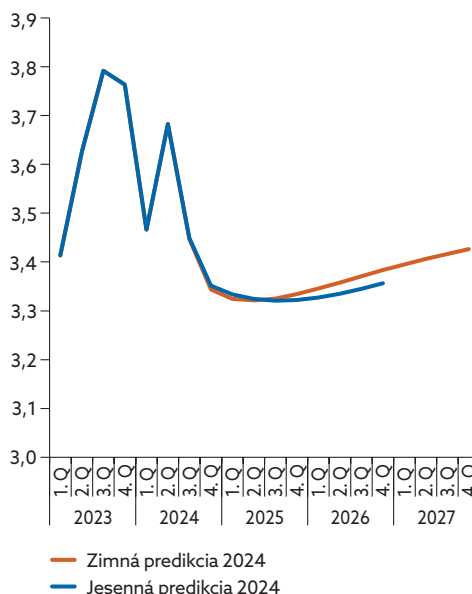
⁶ Technické predpoklady strednodobej prognózy vychádzajú z *Makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu – december 2024*.

Graf 24
3-mesačný Euribor



Zdroj: EK, NBS

Graf 25
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	Zimná predikcia (P4Q-2024)			Zmena oproti jesennej predikcii (P3Q-2024) v p. b.		
		2023	2024	2025	2026	2024	2025
Rast zahraničného dopytu Slovenska	-0,6	0,6	2,9	3,3	0,2	-0,5	-0,3
Výmenný kurz USD/EUR ¹⁾ (úroveň)	1,08	1,08	1,06	1,06	-0,8	-4,2	-4,2
Cena ropy v USD ¹⁾ (úroveň)	83,7	81,8	71,8	70,1	-0,3	-3,5	-2,7
Cena ropy v USD	-19,2	-2,3	-12,3	-2,3	-0,3	-2,9	0,8
Cena ropy v EUR	-21,3	-2,5	-10,5	-2,3	0,5	0,2	0,8
Cena neenergetických komodít	-12,5	8,9	5,8	-0,4	1,6	4,5	-2,9
Elektrina v EUR/MW	-59,9	-25,9	17,3	-11,6	-0,6	-3,4	0,3
Plyn v EUR/MW	-67,0	-15,5	24,8	-18,5	0,3	4,8	-4,5
EURIBOR - 3M (% p. a.)	3,4	3,6	2,1	2,0	0,0	-0,3	-0,2
Výnos 10-ročného štátneho dlhopisu SR (%)	3,6	3,5	3,3	3,4	0,0	0,0	0,0

Zdroj: ECB, ŠÚ SR, NBS

Poznámka: Medziročný rast v % a zmeny oproti predchádzajúcej predikcii sa rátajú z nezaokrúhlených čísel.

1) Zmeny oproti predchádzajúcej predikcii v %.

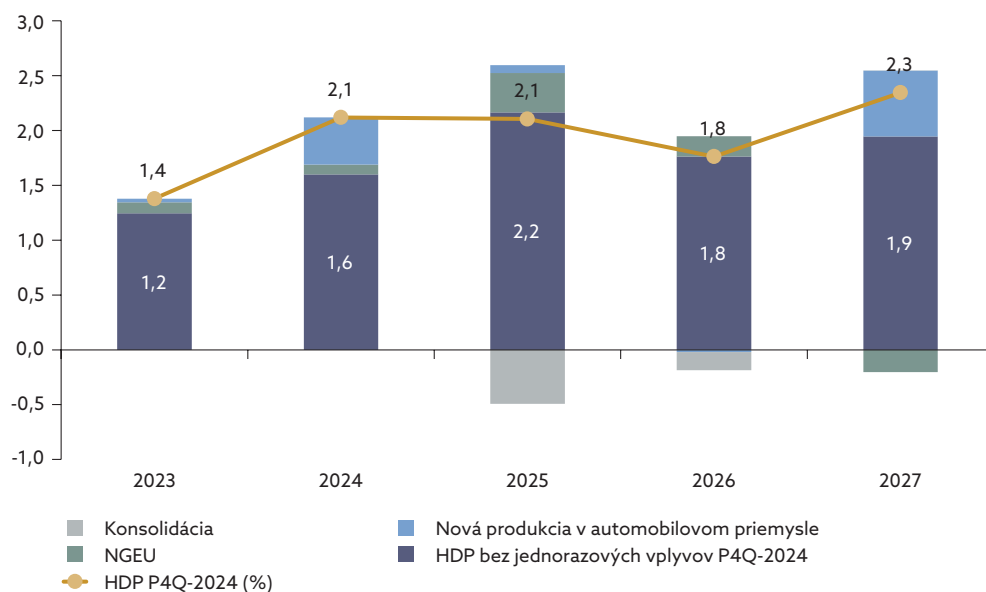
3.2 Makroekonomická predikcia SR

Ekonomika by si mala udržať rast okolo 2 % aj v nasledujúcom roku (graf 26). Podporou by mali byť najmä investície, ktoré budú do veľkej miery závisieť od schopnosti čerpať prostriedky z EÚ. Okrem toho by malo

výraznejšie oživenie zahraničného dopytu potiahnú exportnú výkonnosť našich firiem. Na firmy aj domácnosti bude doliehať bremeno konsolidácie. Inflácia ukrojí z príjmov a ľudia sa budú musieť uskromniť. Ceny by v budúcom roku mali rásť rovnakým tempom, ako sme predpokladali na jeseň. Úľavu pre domácnosti mal priniesť nižší rast cien energií (plynu) s predpokladom rozloženia nárastu na trhové ceny na roky 2025 a 2026. Tento pozitívny vplyv je však vymazaný aktuálne prudkým nárastom cien potravín.

Graf 26

Vývoj HDP očistený o jednorazové vplyvy (medziročná zmena v %, príspevky v p. b.)



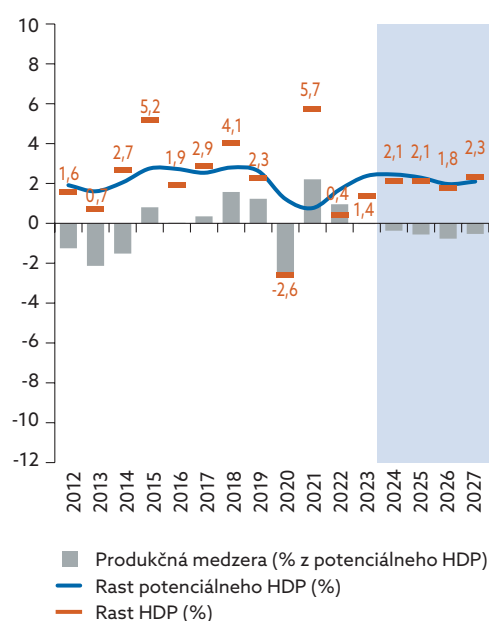
Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Horšou správou je, že oproti jesennej predikcii zhoršujeme výhľad v celom horizonte. Aktuálne trápenie sa priemyslu v Európe aj na Slovensku má hlbšie korene a nie je len dôsledkom nedávnych kríz. Na jeseň sme nevedeli identifikovať, aká časť slabej výkonnosti je spôsobená dočasnými faktormi, napríklad prechodom na výrobu nových modelov, a aká štrukturálnym zaostávaním.

Dlhodobejšie štrukturálne problémy v Nemecku spôsobujú, že rast jeho ekonomiky bude pomalší, ako sa predpokladalo. To zásadne ovplyvní aj výkonnosť našej ekonomiky, ktorá je s Nemeckom úzko previazaná (box 4). Z toho dôvodu sme pristúpili k prehodnoteniu dlhodobého rastu našej ekonomiky smerom nadol. Avizované nábehy novej výroby v automobilovom priemysle môžu dočasne pomôcť si udržať svoj podiel na obchodnom trhu. Bez významnejších investícií do inovácií a vzdelanostnej ekonomiky sú možnosti na rýchlejšiu rast limitované ([NBS Štrukturálne výzvy 2024, Kapitola 2](#) a [NBS Štrukturálne výzvy 2023, Kapitola 3](#)).

Vyhliadky cyklickej pozície ekonomiky nie sú pozitívne. K negatívnej cyklickej pozícii (graf 27) prispieva slabší dopyt slovenských domácností, ktoré v poslednom čase ukazujú väčšiu ochotu sporiť, ako tomu bolo za posledné dva roky. Okrem očakávaného spomalenia ekonomiky z dôvodu konsolidačných opatrení ekonomika čelí i opätovnému zhoršeniu dopytu zo zahraničia a ten znižuje aj výkon slovenského exportu. Obrat cyklickej pozície očakávame až v dlhšom horizonte prognózy najmä vďaka predpokladanému nábehu novej výroby v automobilovom priemysle, ktorá by Slovensku mala pomôcť zvýšiť svoj podiel na obchodnom trhu (graf 28).

Graf 27
Vývoj HDP a produkčnej medzery (%)



Graf 28
Potenciálny produkt a jednorazové efekty (medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Zdroj: NBS

Investície rozhodnú do veľkej miery o tom, ako sa bude dariť ekonomike v najbližších štvrtrokoch (graf 31). Predpoklad investícií do rozšírenia produkčných kapacít v automobilovom priemysle a výrazného zlepšenia čerpania prostriedkov z EÚ, najmä z Plánu obnovy, tvorí veľkú časť rastu ekonomiky v budúcom roku. Zároveň sa očakáva, že firmy by mali viac investovať vplyvom rýchlejšieho poklesu úrokových sadzieb v porovnaní s jesennou predikciou.

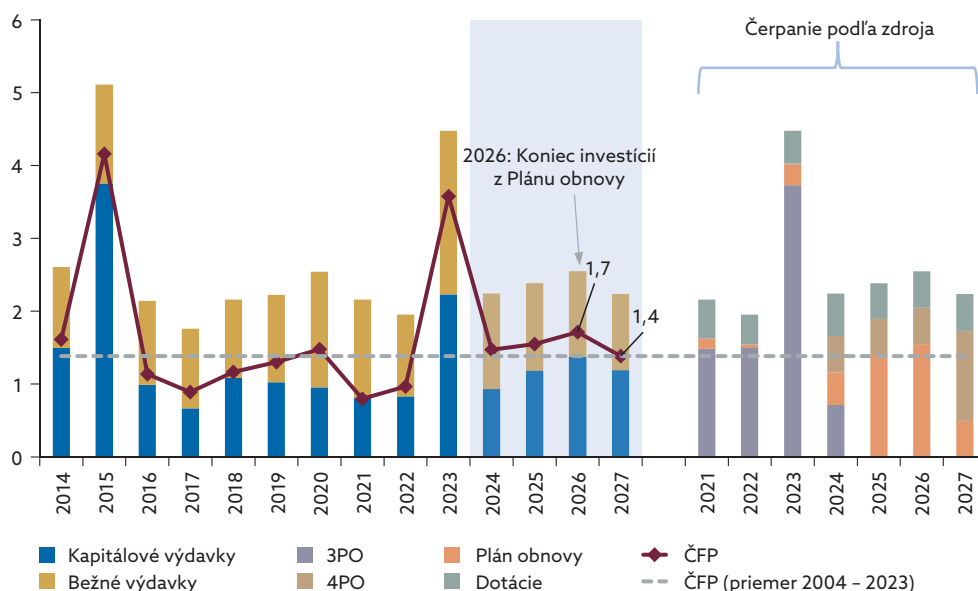
Čisté príjmy Slovenska z rozpočtu EÚ⁷ by mali postupne rásť pri akcelerácii investícií z Plánu obnovy. V aktuálnom roku sa očakáva

⁷ Pod zdrojom EÚ sa tu rozumejú aj prostriedky Plánu obnovy a odolnosti. Čisté príjmy z rozpočtu EÚ sú príjmy očistené o platby odvádzané do spoločného rozpočtu.

súbeh dočerpávania prostriedkov z ukončeného tretieho programového obdobia, postupného rozbiehania nového európskeho rámca súdržnosti a Plánu obnovy. V horizonte nasledujúcich dvoch rokov (graf 32) by mali akcelerovať investície pri finalizovaní Plánu obnovy. Následný pokles investícií by mal byť umiernený očakávanou akceleráciou štvrtého programového obdobia.

Graf 29

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



Zdroj: NBS

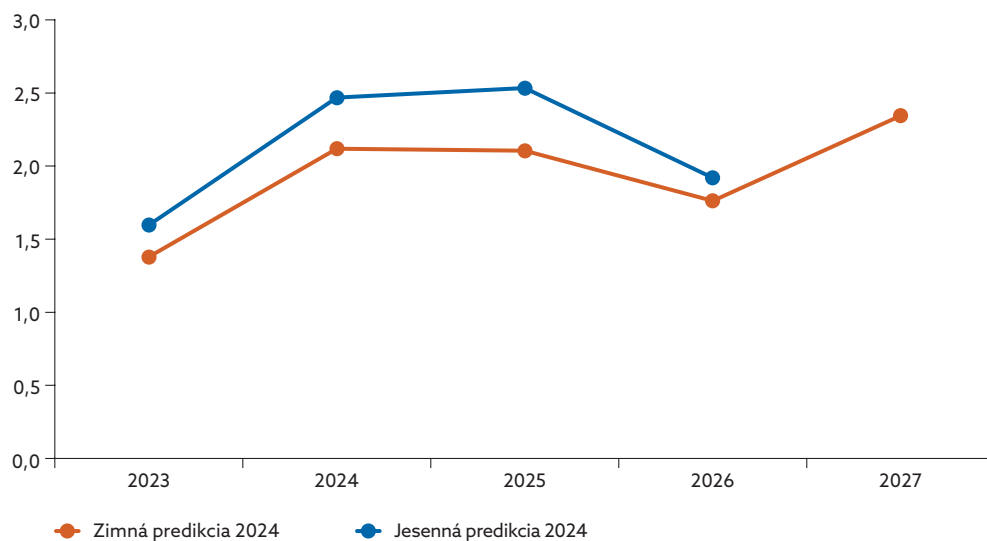
Poznámka: ČFP - čistá finančná pozícia, 3PO - 3. programové obdobie EÚ pre roky 2014 - 2020, 4PO - 4. programové obdobie pre roky 2021 - 2027.

Exportu sa nedarí naštartovať, ťaží ho najmä slabý dopyt. Z Európy prišli síce prvé náznaky oživenia súkromnej spotreby vrátane vyššieho dopytu po autách, no na naše firmy stále nepriaznivo dolieha slabý dopyt po ostatných výrobkoch. Predpokladáme však, že v budúcom roku sa podarí zaseknutej európskej ekonomike aspoň trochu zlepšiť exportnú výkonnosť. To by mohlo pomôcť aj našim firmám. Doteraz stratené trhy sa však s veľkou pravdepodobnosťou v blízkej budúcnosti opäť získať nepodarí.

Riziko stále zaostávajúcej európskej ekonomiky za globálnym vývojom sme zhmotnili v aktuálnej predikcii (graf 29). Očakávame, že naše exporty budú rásť mierne pomalšie ako naše obchodné trhy, tzn. naše trhové podiely sa budú mierne znižovať.

Graf 30

Rast ekonomiky (medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Box 4

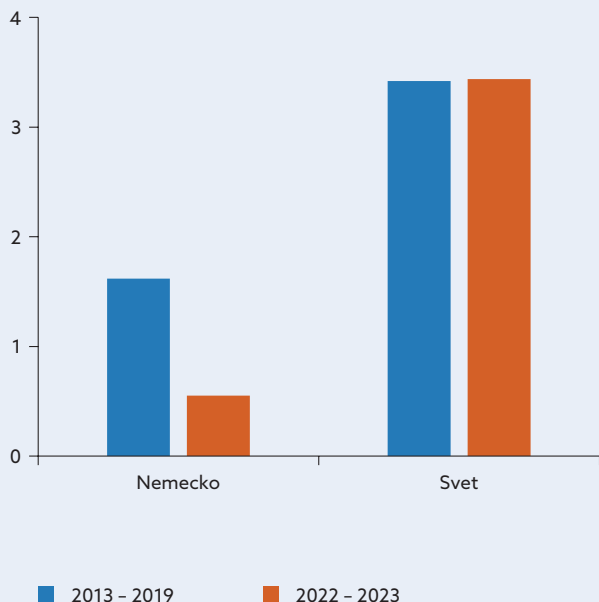
Zhoršená exportná výkonnosť Nemecka ohrozuje aj našu ekonomiku

Nemecká ekonomika dlhodobejšie čelí problémom a jej výkonnosť je na ústupe. Zatiaľ čo svetová ekonomika si udržala v rokoch 2022 až 2023 po pandémie podobné priemerné tempo rastu ako v rokoch 2013 – 2019 po finančnej kríze, už predtým len polovičný rast Nemecka sa ešte viac spomalil (graf A). Nemecká ekonomika očividne trpí energetickou krízou, zvýšenou neistotou súvisiacou s vojnou na Ukrajine a silnejšou konkurenciou zo zahraničia.

Upadajúca konkurencieschopnosť Nemecka sa prejavuje v dlhodobom zhoršovaní jeho exportnej výkonnosti. Podiel nemeckých vývozov na zahraničnom dopyte sa po roku 2015 začal znižovať tempom viac ako 1 % ročne z dovtedy pomerne stabilnej úrovne (graf B). Naopak, Slovensko dosahovalo spočiatku rast trhových podielov. Vďaka zrýchľujúcej sa transformácii ekonomiky, vstupu do Európskej únie aj eurozóny a prílevu priamych zahraničných investícií náš vývoz rástol rýchlejšie ako zahraničný dopyt. Štrukturálne problémy sa podobne ako v nemeckej ekonomike začali prejavovať aj u nás. Slabé investície do moderných technológií, nedostatok kvalifikovanej pracovnej sily a zraniteľnosť na strane dodávok energií spomalili rast našej exportnej výkonnosti.

Graf A

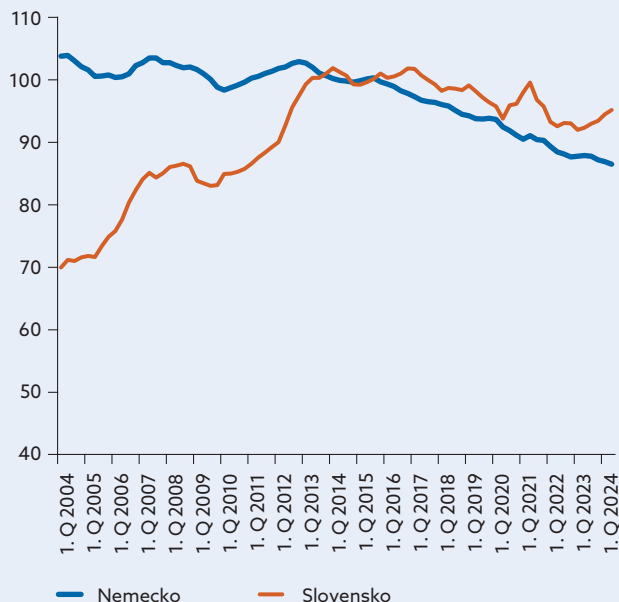
Priemerný ročný ekonomický rast (%)



Zdroj: IMF World Economic Outlook, Macrobond

Graf B

Trhové podiely (2015 = 100, ročné kĺzavé priemery)



Zdroj: Oxford Economics, výpočty NBS

Ťažkosti nemeckej ekonomiky môžu mať významný vplyv aj na našu ekonomiku. Nemecko je dlhodobo najvýznamnejším obchodným partnerom Slovenska. Podiel exportov našich tovarov a služieb do Nemecka na celkovom exporte predstavuje viac ako 20 %.

Slabá výkonnosť nemeckého hospodárstva má vplyv na Slovensko nielen priamym znížením exportov našich výrobkov do Nemecka, ale aj nepriamo v dôsledku silnej naviazanosti ďalších obchodných partnerov na nemeckú ekonomiku. Dochádza tak k významnému poklesu dopytu po našich výrobkoch aj v ďalších krajinách, hlavne v našom regióne. Na zachytenie aj týchto nepriamych vplyvov sme použili globálny ekonomický model Oxford Economics⁸.

Simulovali sme trend poklesu trhových podielov nemeckej ekonomiky (približne 0,9 % ročne) spomalením exportnej výkonnosti Nemecka o 1 % ročne. V dôsledku toho dochádza aj k poklesu dynamiky dovozu Nemecka o 0,78 p. b. (graf C).

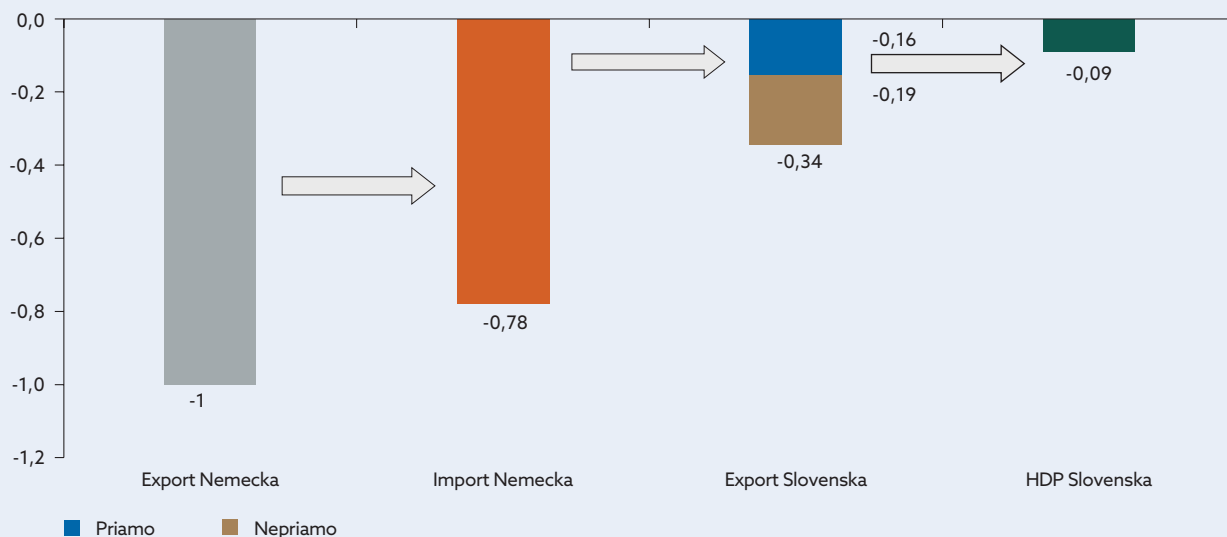
Celkový vplyv zhoršenej exportnej výkonnosti Nemecka na slovenskú ekonomiku je dvakrát vyšší ako len cez priame zníženie našich exportov do Nemecka. Pri uvedenom scenári by rast slovenského exportu mohol poklesnúť o 0,34 p. b. Priamo cez podiel Nemecka v slovenskom

⁸ Global Economic Model (Oxford Economics) – semi-štruktúrálnej model pokrývajúci 85 krajín vrátane Slovenska a hlavných obchodných partnerov SR. Model zachytáva globálne obchodné, kapitálové a finančné väzby.

exporte by sa náš vývoz spomalil iba o 0,16 p. b. ročne. Slabšia ekonomická aktivita Nemecka sa však prejaví aj vo všetkých ostatných krajinách sveta. Ich dopyt sa takisto utlmí, čo má dodatočný negatívny vplyv 0,19 p. b. na tempo nášho vývozu.

Graf C

Vplyv spomalenia exportu Nemecka (p. b.)

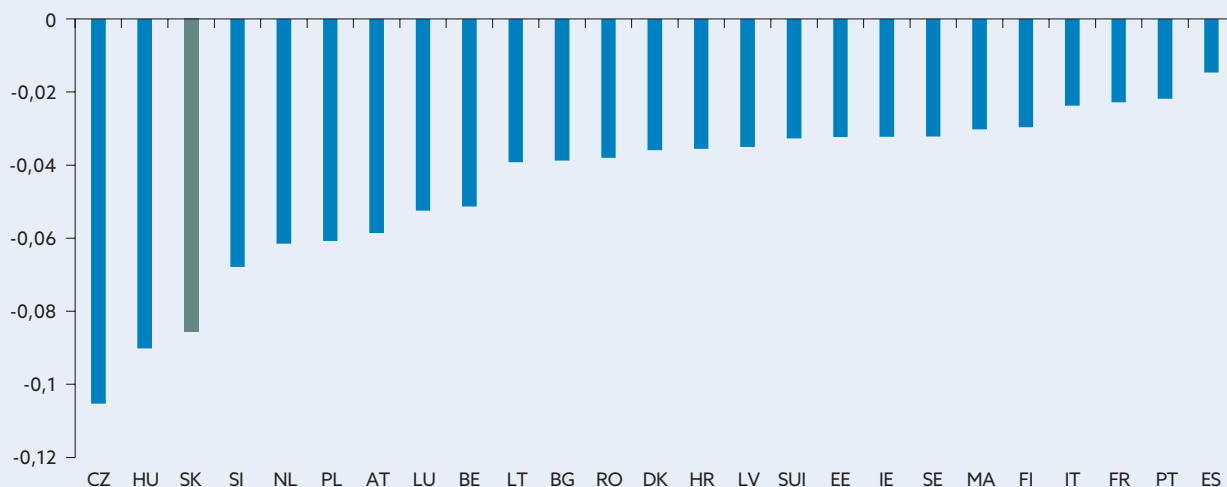


Zdroj: Oxford Economics, výpočty NBS

Silnú previazanosť nášho regiónu na nemeckú ekonomiku dokumentuje aj efekt na rasty ekonomík, pričom **rast slovenskej ekonomiky by sa mohol znížiť o 0,09 p. b.** (graf D). Naopak, vplyv na ostatné veľké ekonomiky v EÚ je nízky.

Graf D

Vplyv spomalenia exportu Nemecka o 1 p. b. na rasty ekonomík (p. b.)

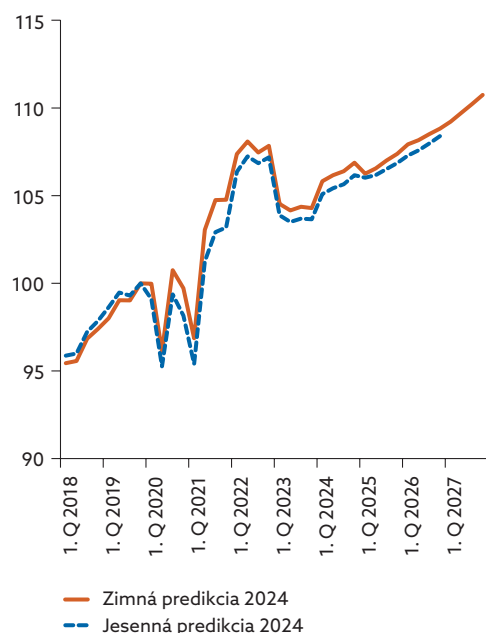


Zdroj: Oxford Economics, výpočty NBS

V budúcom roku sa domácnosti budú musieť prechodne uskromniť, vysoká inflácia im vymaže takmer celý rast príjmov (graf 30). Citeľné zlepšenie by malo prísť s polavením inflácie v ďalších rokoch. Tento rok sa nesie ešte v zlepšovaní situácie domácností, ktoré začali viac spotrebovať. Koncom roka sa budú ľudia snažiť využiť nižšiu DPH, no v budúcom roku na nich doľahne konsolidácia verejných financií. Aj keď veľká časť konsolidácie smeruje do firemného sektora, neistota a očakávané zvýšenie nákladov sa už začína prejavovať v cenách. Aj keď nominálne príjmy budú pomerne silno rásť, pre vysokú infláciu si domácnosti polepšia len nepatrne. Avizovaná konsolidácia sa prejavila vo výraznom zhoršení vnímania budúcej finančnej situácie domácností už v aktuálnych prieskumoch. Predpokladáme preto, že v budúcom roku budú domácnosti o niečo viac šetriť.

Graf 31

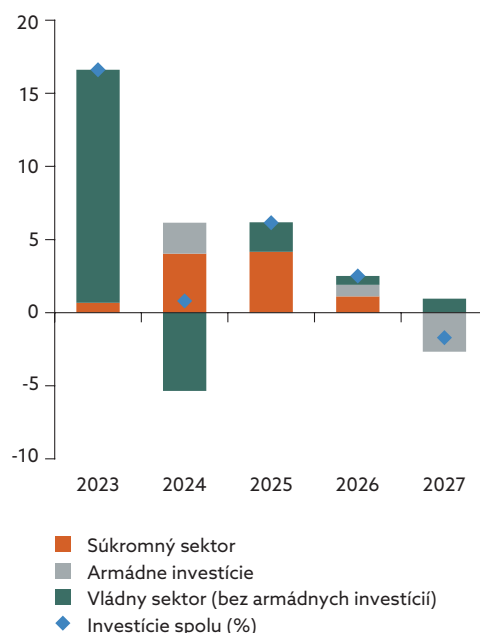
Súkromná spotreba (index, 4. Q 2019 = 100)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 32

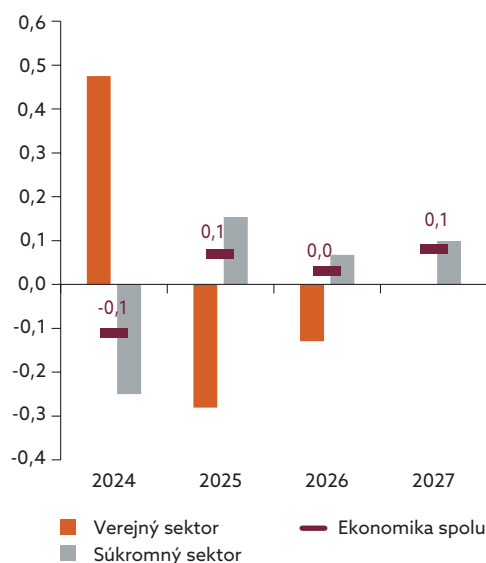
Investície (medziročný rast v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

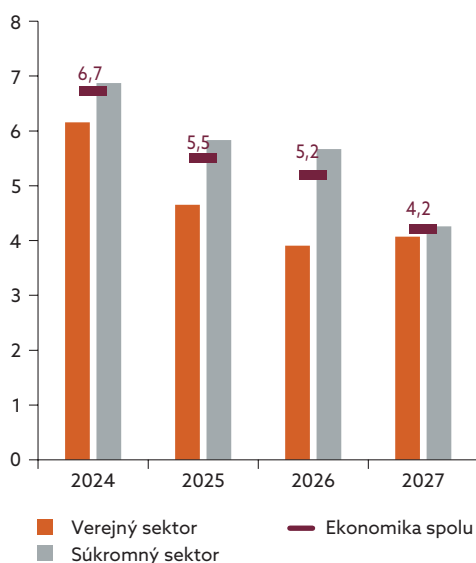
Situácia na trhu práce by mala zostať stabilná aj naďalej (graf 33). Aj napriek slabším vyhliadkam našej ekonomiky nemeníme pohľad na trh práce. Čelíme štrukturálnym problémom s nedostatkom pracovných síl a starnutím obyvateľstva. Ani pri aktuálnom zhoršení výhľadu našej ekonomiky v porovnaní s jesennou predikciou by sa preto nemala situácia na trhu práce zhoršiť. Problémy v nemeckom priemysle by mohli dokonca krátkodobo pomôcť zamestnanosti v našich firmách pri potenciálnom presune časti výroby.

Graf 33
Zamestnanosť (medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 34
Nominálne kompenzácie na zamestnanca (medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Príjmy z práce by mali dynamicky rásť (graf 34). Nemeníme pohľad na vývoj reálnych príjmov. Vzhľadom na nedostatok kvalifikovaných pracovných síl a dobeh vysokej inflácie predpokladáme rovnako ako v jesennej predikcii ešte aj v budúcom roku dynamický rast nominálnych miezd. V roku 2026 by už vysoká inflácia mala odznievať, pohľad však meníme z dôvodu cien energií. Nominálne príjmy sa tak prispôbia vyššej cenovej hladine a mali by rásť rýchlejšie, ako sme uvažovali na jeseň.

Tabuľka 3 Mzdy (medziročná zmena v %)

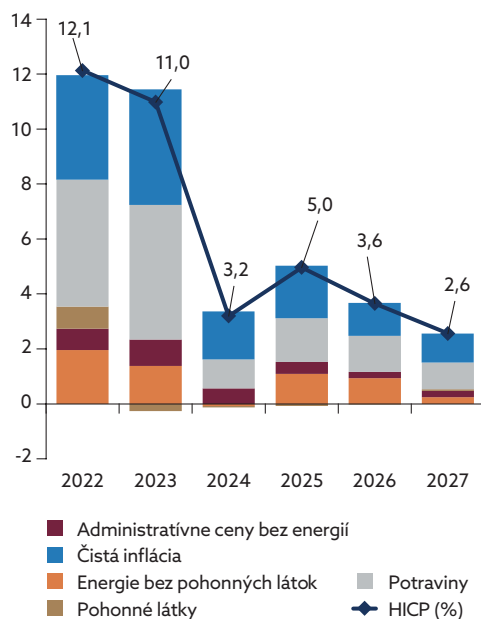
	2023	2024	2025	2026	2027
Nominálna produktivita práce	11,3	7,2	5,2	4,7	4,7
Mzda, ekonomika SR	9,6	5,7	5,5	5,2	4,2
Reálna mzda, ekonomika SR	-0,7	2,8	0,4	1,6	1,5
Mzda, súkromný sektor	8,1	5,8	5,8	5,5	4,4
Reálna mzda, súkromný sektor	-2,1	2,9	0,7	1,9	1,7
Mzda, verejná správa, školstvo, zdravotníctvo	14,3	5,3	4,6	4,3	3,6
Reálna mzda, verejná správa, školstvo, zdravotníctvo	3,5	2,4	-0,4	0,7	0,9

Zdroj: ŠÚ SR, NBS

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

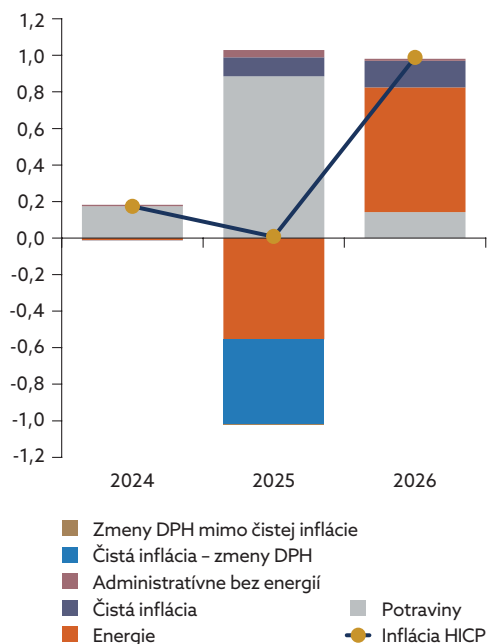
Vyššia inflácia s nami pravdepodobne zostane dlhšie obdobie (graf 35). Oproti jesennej predikcii tak meníme pohľad na vývoj cien v celom horizonte predikcie (graf 36). Inflácia by mala klesať pomalšie, a to z 5 % v roku 2025 pod 4 % v roku 2026 a pod 3 % v roku 2027. Vo veľkej miere sú za tým ceny energií pre domácnosti a potraviny.

Graf 35
Štruktúra inflácie HICP (medziročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 36
Posun v predikcii oproti jeseni (p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Berúc do úvahy záväzky z politických vyjadrení sa vraciame späť k predpokladu o postupnom dorovnaní na trhové ceny plynu. Tie by sme mali dosiahnuť v roku 2026. Domácnosti si tak priplatia za energie o niečo menej v budúcom roku, ale o to viac v roku 2026. Rok 2027 sa mal niesť na základe trhového vývoja cien energetických komodít v znamení poklesu cien pre domácnosti. Legislatíva EÚ prináša uplatnenie trhového mechanizmu pre ceny emisných povoleniek (tzv. ETS2) na energetické nosiče (plyn, elektrina, teplo, pohonné látky). Znamená to, že ceny energií by mali vzrásť v roku 2027 aj napriek klesajúcim trhovým cenám.

Celkovú infláciu na rok 2025 nemeníme, ale mení sa štruktúra cenového rastu. Ceny potravín rastú rýchlejšie, do veľkej miery to však bude vykompenzované administratívnymi opatreniami v podobe nižšieho efektu DPH a nižšieho rastu regulovaných cien energií. Aktuálne z dôvodu neistoty a očakávaných nárastov nákladov firiem vidíme výraznejšie zrýchlenie cien potravín. Zvýšili sa aj trhové očakávania o vývoji agrokomodít v ďalších rokoch. Prehodnotili sme preto aj vývoj cien potravín v celom horizonte predikcie nahor.

Čistá inflácia zostane zvýšená aj v budúcom roku. Budú ju ťahať nahor zmeny v DPH a najmä ceny služieb, kde sa premietnu zväčša rastúce nákladové faktory, ako sú potraviny a energie. Mzdy sa síce spomaľujú, ich rast by však mal zostať naďalej dynamický. Nárast DPH na 23 % postihne

väčšinu tovarov, v službách sa viac-menej kompenzujú zmeny v DPH, keďže sú na obidve strany.

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

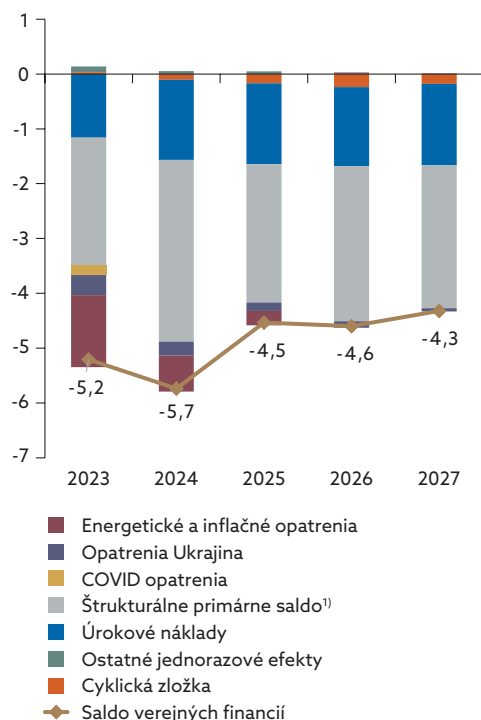
	Priemer 2004 – 2008 (predkrízové obdobie)	Priemer 2010 – 2014 (pokrízové euro obdobie)	2023	2024	2025	2026	2027
HICP	4,1	2,0	11,0	3,2	5,0	3,6	2,6
Potraviny	3,6	3,1	15,6	3,3	5,1	4,2	3,1
Priemyselné tovary bez energií	0,2	0,3	8,8	2,6	3,6	1,9	1,8
Energie	8,3	2,3	7,4	-1,0	6,9	6,3	2,1
Služby	5,3	2,5	10,1	5,9	5,0	3,3	3,0
Čistá inflácia	1,8	1,0	9,3	3,9	4,2	2,7	2,4

Zdroj: ŠÚ SR, NBS

3.3 Prognóza vývoja verejných financií

Deficit verejných financií by sa mal v roku 2025 znížiť na úroveň 4,5 % HDP (graf 37), najmä vplyvom prijatých konsolidačných opatrení. V roku 2024 očakávame deficit na úrovni 5,7 % HDP, čo predstavuje najvyššiu úroveň od roku 2010. Sčasti je to spôsobené pretrvávajúcimi opatreniami na kompenzáciu vysokých cien energií, no značná časť deficitu je štrukturálneho charakteru. Mierne negatívne na deficit pôsobí aj vplyv ekonomického cyklu, čo sa prejavuje v celom prognózovanom horizonte. V roku 2025 ohlásené konsolidačné opatrenia zabezpečia trvalé zlepšenie hospodárenia, čo bude však čiastočne kompenzované dodatočnými výdavkovými politikami vlády a pretrvávajúcimi vysokými úrokovými nákladmi. V ďalších rokoch bez prijatia dodatočných konsolidačných opatrení bude deficit stagnovať približne na rovnakej úrovni. Mierne medziročné zlepšenie v roku 2027 na úroveň 4,3 % HDP je dôsledkom najmä očakávaného odznenia niektorých veľkých kapitálových výdavkov (najmä dodávky vojenskej techniky). Verejný dlh v aktuálnom roku dosiahne 59,7% HDP, pričom už v roku 2025 sa očakáva, že verejné zadĺženie prekoná hranicu 60 % HDP. Za zhoršením sú najmä pretrvávajúce vysoké deficity, pričom miernejší ekonomický rast bude pomerový ukazovateľ dlhu takisto zhoršovať.

Graf 37
Rozklad salda verejných financií
(% HDP)

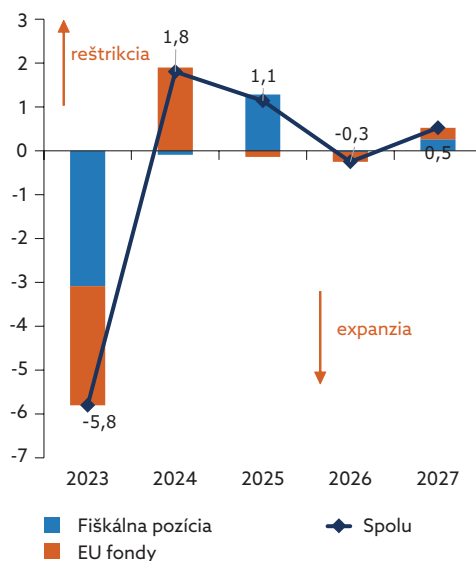


Zdroj: ŠÚ SR, NBS

1) Bez opatrení Covid, Ukrajina, Energie

Poznámka: Jednorazové faktory zahŕňajú necyklické efekty, ktoré dočasne menia saldo verejnej správy, pričom v budúcnosti má nastať ich odbúranie. Dodatočné výdavky vlády by mali od roku 2025 zahŕňať adresnú sociálnu pomoc pre zraniteľné skupiny ohrozené nárastom cien plynu. Vzhľadom na nejasnú formu a veľkosť sú však tieto výdavky klasifikované v rámci štrukturálneho primárneho salda.

Graf 38
Fiškálna pozícia (p. b. HDP)

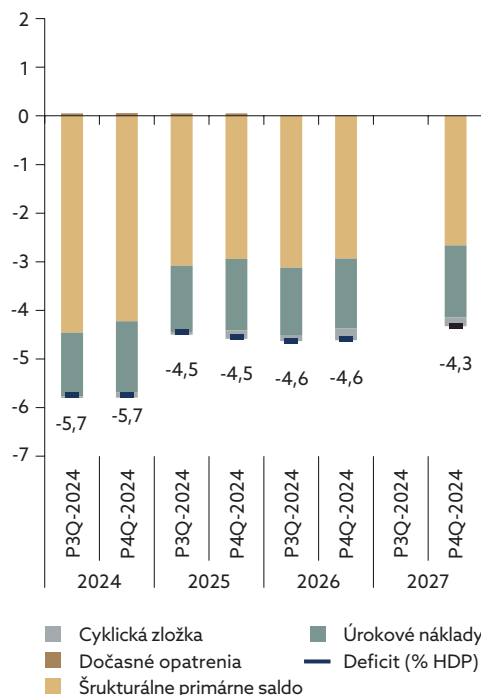


Zdroj: ŠÚ SR, NBS

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

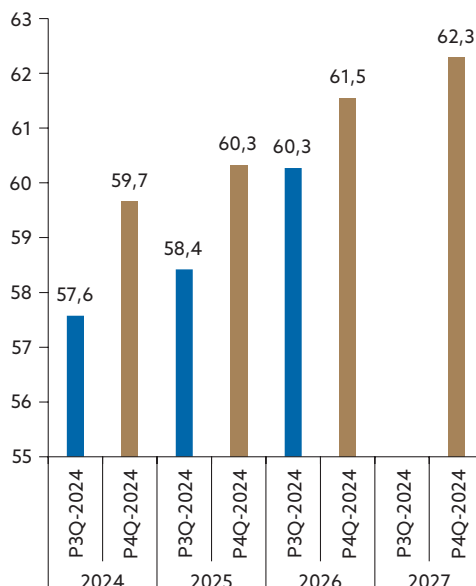
Deficit v rokoch 2025 – 2026 je v porovnaní s minulosťou predikciou nezmenený (graf 39), no pri zvýšených úrokových nákladoch a mierne zhoršenej cyklickej pozícii. Mierne zmeny však nastali v štruktúre príjmov a výdavkov. Očakávame priaznivejší vplyv konsolidačných opatrení, najmä vyššie zdanenie firiem dôsledkom aktualizácie konsolidačného balíčka o zmeny v parlamente. Čiastočne je to kompenzované očakávaným nižším výberom nepriamych daní a vyššími výdavkami, najmä na sociálne dávky a platby za zdravotnú starostlivosť a očakávané vyššie výdavky na kompenzácie vyplývajúce zo súčasnej situácie v zdravotníctve.

Graf 39
Porovnanie deficitu a jeho
dekompozície (% HDP, príspevky
v p. b.)



Zdroj: NBS

Graf 40
Porovnanie verejného dlhu (% HDP)



Zdroj: NBS

Verejné zadĺženie plynule rastie v celom horizonte prognózy. Nasledujúci rok by mal presiahnuť hranicu 60 % (graf 40) a naďalej sa vzdďalovať hornému limitu dlhovej brzdy⁹. Na konci výhľadu sa očakáva zadĺženie 62,3 % HDP. Počas štyroch rokov by mala zadĺženosť vzrásť o viac ako 6 p. b.

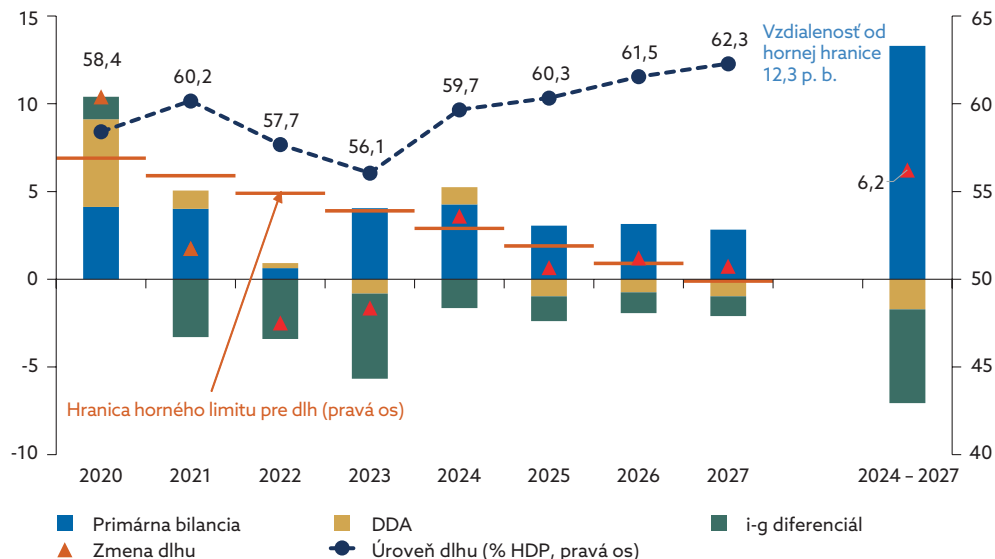
Hlavnou príčinou rastúceho zadĺžovania je pretrvávajúce deficitné hospodárenie. Najvyšší rast sa očakáva v aktuálnom roku pri kulminácii rozpočtového schodku. Vysoká finančná potreba je krytá emisiou nových štátnych dlhopisov. Objem nového dlhu v roku 2024 by mal byť však vyšší ako je potreba štátneho rozpočtu a splatného dlhu. Malo by sa to prejaviť v raste hotovostnej rezervy štátu. V nasledujúcich rokoch sa očakáva spomalenie zadĺžovania pri zmiernovaní schodkového hospodárenia. Priaznivo by malo pôsobiť aj čiastočné financovanie z rezerv (zložka DDA), čo by sa malo prejaviť v nižšej emisii vládnych dlhopisov. Nákladnejšie financovanie nového dlhu a striedmy ekonomický rast by sa mal prejaviť v zmiernovaní rozdielu úrokovej miery a hospodárskeho rastu (i-g

⁹ Najvyšší sankčný limit dlhovej brzdy pre rok 2024 je 53 % 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.

diferenciál). Spolu s DDA zmierňujú rast zadĺženia, no ich vplyv nevyváži vplyv primárneho deficitu a tak dlh v celom horizonte ostáva na rastúcej trajektórii (graf 41).

Graf 41

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



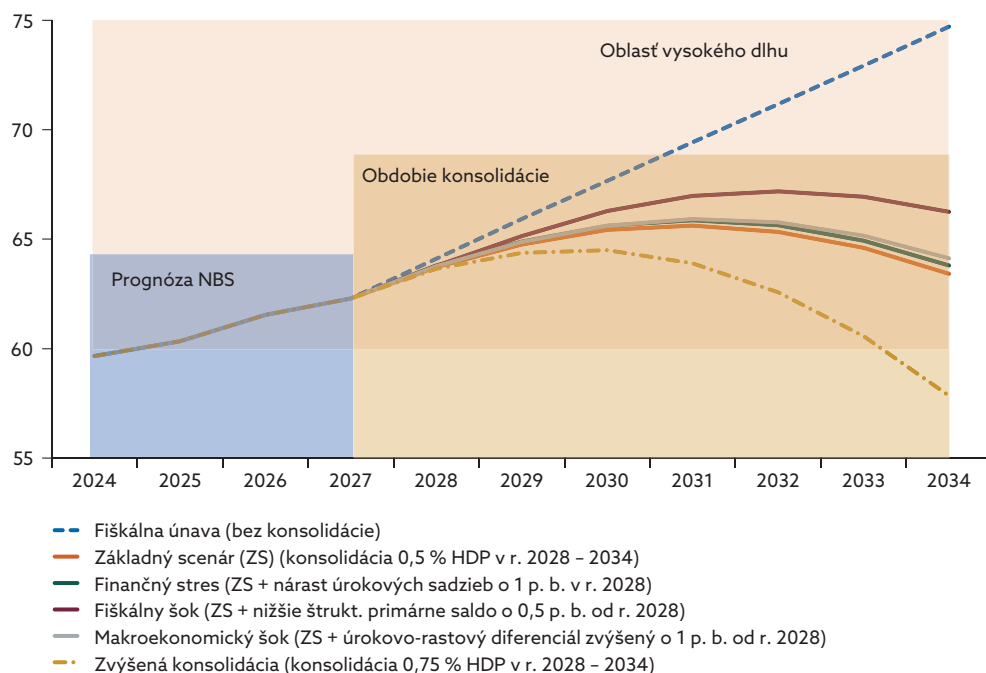
Zdroj: NBS, ŠÚ SR

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.

Je potrebné udržať mieru konsolidácie na úrovni minimálne 0,5 p. b. HDP ročne aj po roku 2027. Aj v takomto scenári, napriek predpokladu nepretržitého ozdravovania verejných financií, by miera zadĺženosti začala klesať až od roku 2032. Na dosiahnutie verejného dlhu pod hranicu 60 % HDP (graf 42) v desaťročnom horizonte je potrebné kontinuálne zlepšovať rozpočtovú bilanciu tempom viac ako 0,7¹⁰ p. b. HDP ročne.

¹⁰ Každé dodatočné zvýšenie o 0,25 p. b. HDP ročne prispeje k skoršiemu dosiahnutiu verejného dlhu pod hranicu 60 % HDP o jeden rok.

Graf 42
Hrubý dlh verejnej správy v scenároch DSA¹¹ (% HDP)



Zdroj: NBS

3.4 Riziká prognózy

Spredikciou sú spojené riziká, ktoré v prípade rastu ekonomiky prevažujú smerom nadol. Okrem stále aktuálneho rizika plynúceho z efektu konsolidácie verejných financií sa zvýraznili riziká z externého prostredia.

Protektionistické politiky vo svetovom obchode predstavujú najväčšiu hrozbu pre vývoj globálnej ekonomiky. Zavádzanie taríf a obmedzovanie rozvoja obchodných vzťahov môže utlmiť na dlhé obdobie zvyšovanie prosperity.

Druhou oblasťou, ktorá môže nepriaznivo ovplyvniť naše firmy, je zaostávanie európskeho priemyslu za zvyškom sveta a strácanie trhových podielov. Vzhľadom na to, že naše firmy sú významne zapojené v globálnych dodávateľských reťazcoch, ďalšie zhoršovanie vývoja u našich hlavných obchodných partnerov môže znížiť rastový potenciál našej ekonomiky.

¹¹ DSA – Debt Sustainability Analysis, analýza udržateľnosti dlhu simuluje možné scenáre vývoja verejného dlhu pri určitých predpokladoch. Prístup je vhodný na projektovanie strednodobých a dlhodobých trajektórií v horizonte 3 až 15 rokov. Základná zložka DSA obsahuje skupinu deterministických projekcií založených na scenároch rozpočtovej konsolidácie do roku 2033 a pri predpokladoch pre makroekonomické a finančné premenné vrátane predpokladu o starnutí populácie.

Rizikom zostáva načasovanie a profil čerpania prostriedkov z EÚ. Ekonomika by v budúcom roku mohla rásť pomalšie, ak by sa nepodarilo naštartovať čerpanie z Plánu obnovy a odolnosti. O to viac by však ekonomike v roku 2026 mohlo pomôcť, ak by sa podarilo zlepšiť absorpciu európskych peňazí.

V cenovom vývoji sa vraciame k rizikám ohľadom cien energií. To, kedy sa dostaneme s cenami energií na trhovú úroveň, významne ovplyvňuje nielen infláciu, ale aj správanie spotrebiteľov. Dlhé obdobie vysokej inflácie by sa mohlo ukotviť v mysliach ľudí a podnikov, čo by mohlo následne spôsobiť predlžovanie návratu na cenovú stabilitu. Druhá fáza zavedenia emisných povoleniek je takisto obkolesená veľkou neistotou.

Pozitívne riziko pre verejné financie plynie z vyššieho čerpania prostriedkov z EÚ a snahy zastabilizovať dlh prijatím dodatočných konsolidačných opatrení v ďalších rokoch.

Tabuľka 5 Predikcia základných makroekonomických ukazovateľov

Zimná strednodobá predikcia (P4Q-2024)										
Ukazovateľ	Jednotka	Skutočnosť	Zimná strednodobá predikcia (P4Q-2024)					Zmena oproti jesennej predikcii (P3Q-2024)		
		2023	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	
Cenový vývoj										
Inflácia meraná HICP	medziročný rast v %	11,0	3,2	5,0	3,6	2,6	0,2	0,0	0,9	
Inflácia meraná CPI	medziročný rast v %	10,5	2,8	5,1	3,6	2,6	0,1	0,1	0,9	
Deflátor HDP	medziročný rast v %	10,1	3,7	2,9	2,8	2,0	-0,7	0,0	0,5	
Ekonomická aktivita										
Hrubý domáci produkt	medziročný rast v %, s. c.	1,4	2,1	2,1	1,8	2,3	-0,4	-0,4	-0,1	
Súkromná spotreba	medziročný rast v %, s. c.	-3,1	1,9	0,5	1,5	1,5	0,1	-0,3	0,2	
Konečná spotreba verejnej správy	medziročný rast v %, s. c.	-3,0	3,3	2,2	1,9	1,9	0,0	-0,7	-0,5	
Tvorba hrubého fixného kapitálu	medziročný rast v %, s. c.	16,6	0,8	6,1	2,5	-1,7	0,3	0,6	-0,1	
Vývoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	-0,2	0,8	3,1	3,0	4,3	-1,2	-1,1	-0,5	
Dovoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	-7,0	2,4	3,1	3,1	2,7	-0,8	-1,0	-0,4	
Čistý vývoz	mil. EUR v s. c.	5 378	4 038	4 156	4 172	5 826	-1 947,3	-2 170,2	-2 351,1	
Produkčná medzera	% z potenciálneho produktu	0,0	-0,4	-0,6	-0,8	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4	
Hrubý domáci produkt	mil. EUR v b. c.	122 919	130 136	136 750	143 006	149 350	-1 289,1	-1 916,2	-1 580,2	
Trh práce										
Zamestnanosť	tis. osôb, ESA 2010	2 434	2 431	2 433	2 434	2 436	1,1	-2,3	-0,7	
Zamestnanosť	medziročný rast v %, ESA 2010	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,0	
Počet nezamestnaných	tis. osôb, VZPS ¹⁾	162	148	150	158	156	0,0	1,6	4,0	
Miera nezamestnanosti	%	5,8	5,3	5,4	5,8	5,7	0,0	0,0	0,2	
Odhad NAIKU ²⁾	%	6,2	6,1	6,1	6,1	6,0	0,0	0,0	0,0	
Produktivita práce ³⁾	medziročný rast v %	1,1	2,2	2,0	1,7	2,3	-0,4	-0,3	-0,3	
Neinflačné mzdy (nominálna produktivita) ⁴⁾	medziročný rast v %	11,3	6,0	5,0	4,5	4,4	-1,2	-0,3	0,2	
Nominálne kompenzácie na zamestnanca	medziročný rast v %, ESA 2010	9,8	6,7	5,5	5,2	4,2	-0,1	0,1	0,9	
Nominálne mzdy ⁵⁾	medziročný rast v %	9,6	5,7	5,5	5,2	4,2	-0,9	0,2	1,1	
Reálne mzdy ⁶⁾	medziročný rast v %	-0,7	2,8	0,4	1,6	1,5	-1,0	0,2	0,2	
Domácnosti a neziskové inštitúcie slúžiace domácnostiam										
Disponibilný dôchodok	medziročný rast v %, s. c.	-1,9	2,9	0,2	1,3	1,5	0,0	0,0	-0,1	
Miera úspor ⁷⁾	% z disponibilného dôchodku	6,8	7,6	7,3	7,2	7,2	0,2	0,4	0,3	
Sektor verejnej správy⁸⁾										
Celkové príjmy	% HDP	43,3	40,9	42,2	42,3	41,7	0,4	0,6	0,7	
Celkové výdavky	% HDP	48,5	46,6	46,8	46,9	46,0	0,5	0,6	0,7	
Saldo verejných financií ⁹⁾	% HDP	-5,2	-5,7	-4,5	-4,6	-4,3	-0,1	0,0	0,0	
Cyklický komponent	% trendového HDP	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	
Štrukturálne saldo	% trendového HDP	-5,3	-5,7	-4,4	-4,4	-4,1	0,0	0,0	0,1	
Cyklicky očistené primárne saldo	% trendového HDP	-4,1	-4,2	-2,9	-2,9	-2,7	0,0	0,1	0,2	
Fiškálna pozícia ¹⁰⁾	medziročná zmena v p. b.	-3,1	-0,1	1,3	0,0	0,3	0,1	0,1	0,0	
Hrubý dlh	% HDP	56,1	59,7	60,3	61,5	62,3	0,7	0,8	0,8	

Tabuľka 5 Predikcia základných makroekonomických ukazovateľov (pokračovanie)

Ukazovateľ	Jednotka	Skutočnosť	Zimná strednodobá predikcia (P4Q-2024)					Zmena oproti jesennej predikcii (P3Q-2024)		
		2023	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	
Platobná bilancia										
Bilancia tovarov	% HDP	0,2	1,0	1,1	0,8	1,9	0,4	0,8	0,7	
Bežný účet	% HDP	-1,7	-1,6	-1,4	-1,7	-0,7	-0,1	0,2	0,1	
Externé prostredie a technické predpoklady										
Rast zahraničného dopytu Slovenska	medziročný rast v %	-0,6	0,6	2,9	3,3	3,3	0,2	-0,4	-0,3	
Výmenný kurz USD/EUR ⁽¹¹⁾⁽¹²⁾	úroveň	1,08	1,08	1,06	1,06	1,06	-0,8	-4,2	-4,2	
Cena ropy v USD ⁽¹¹⁾⁽¹²⁾	úroveň	83,7	81,8	71,8	70,1	69,2	-0,3	-3,5	-2,7	
Cena ropy v USD ⁽¹¹⁾	medziročný rast v %	-19,2	-2,3	-12,3	-2,3	-1,3	-0,3	-2,9	0,8	
Cena ropy v EUR ⁽¹¹⁾	medziročný rast v %	-21,3	-2,5	-10,5	-2,3	-1,3	0,5	0,2	0,8	
Ceny neenergetických komodít v USD	medziročný rast v %	-12,5	8,9	5,8	-0,4	-1,7	1,6	4,5	-2,9	
EURIBOR - 3M	% p. a.	3,4	3,6	2,1	2,0	2,2	0,0	-0,4	-0,2	
Výnos 10-ročného štátneho dlhopisu SR	%	3,6	3,5	3,3	3,4	3,4	0,0	0,0	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 sa rátajú 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>