

Ekonomický a menový vývoj

jar 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 3. apríla 2024.
Reprodukovanie na vzdelávacie a nekomerčné účely je povolené
s uvedením zdroja.

Obsah

1	Zhrnutie	7
2	Aktuálny makroekonomický vývoj v zahraničí a v SR	10
2.1	Vonkajšie prostredie	10
2.2	Aktuálny vývoj v SR	12
2.2.1	Spotrebiteľské ceny	12
2.2.2	Ceny nehnuteľností	14
2.2.3	Ekonomický rast	17
2.2.4	Trh práce	25
3	Strednodobá predikcia	28
3.1	Globálny výhľad a technické predpoklady predikcie	28
3.2	Makroekonomická predikcia SR	29
3.3	Prognóza vývoja verejných financií	37
3.4	Riziká prognózy	41
Zoznam boxov		
Box 1	Na nadmerné úspory z obdobia covidu sa mohli spoľahnúť len bohatší a v menšej miere starší	19
Box 2	Za rýchlejším zastarávaním je zmena štruktúry kapitálu	21
Box 3	Odhadovaný potenciálny rast slovenskej ekonomiky v rokoch 2024 – 2026	35
Box 4	Analýza citlivosti – scenár dodatočnej konsolidácie	42
Zoznam tabuliek		
Tabuľka 1	Základné ukazovatele ekonomického vývoja	8
Tabuľka 2	Externé prostredie a technické predpoklady	29
Tabuľka 3	Vývoj jednotlivých zložiek inflácie	31
Tabuľka 4	Mzdy	34
Tabuľka 5	Predikcia základných makroekonomických ukazovateľov	46
Zoznam tabuliek v boxoch		
Box 4		
Tabuľka A	Rozpočtová bilancia v scenári dodatočnej konsolidácie	43
Zoznam grafov		
Graf 1	Vývoj HDP	10
Graf 2	Globálny index nákupných manažérov	10
Graf 3	Preprava nákladu v prístavoch Červeného mora)	11
Graf 4	Ceny námornej nákladnej dopravy	11
Graf 5	Eurozóna – komponenty jadrovej inflácie	12

Graf 6	USA – komponenty jadrovej inflácie	12
Graf 7	Štruktúra vývoja inflácie HICP	13
Graf 8	Štruktúra predikčnej chyby vo februári 2024 oproti zimnej predikcii	13
Graf 9	Vývoj cien potravín a bázičský efekt	14
Graf 10	Vývoj cien potravín v štruktúre	14
Graf 11	Index dostupnosti bývania	15
Graf 12	Kompozitný index na hodnotenie vývoja ceny bývania	15
Graf 13	Trhové očakávania vývoja sadzieb	16
Graf 14	Rozklad hypotekárnych sadzieb	16
Graf 15	Ceny nehnuteľností a počet rozostavaných bytov	17
Graf 16	Vývoj HDP	18
Graf 17	Príjem, spotreba domácností a úspory	18
Graf 18	Spotreba domácností	18
Graf 19	Tvorba hrubého fixného kapitálu	18
Graf 20	Čerpanie prostriedkov z rozpočtu EÚ	24
Graf 21	Vývoj zamestnanosti podľa odvetví	25
Graf 22	Vývoj zamestnanosti	25
Graf 23	Miera participácie	26
Graf 24	Ekonomicky neaktívne obyvateľstvo	26
Graf 25	Vývoj nominálnej a reálnej mzdy	27
Graf 26	Vývoj miezd v odvetviach ekonomiky	27
Graf 27	Zahraničný dopyt	28
Graf 28	3-mesačný Euribor	29
Graf 29	Výnosy 10-ročných SK vládnych dlhopisov	29
Graf 30	Štruktúra inflácie HICP	30
Graf 31	Posun v predikcii oproti decembru	30
Graf 32	Vývoj HDP	31
Graf 33	Dekompozícia súkromnej spotreby	32
Graf 34	Súkromná spotreba	32
Graf 35	Čerpanie zdrojov EÚ a čistá finančná pozícia Slovenska	33
Graf 36	Vývoj zamestnanosti	34
Graf 37	Vývoj reálnych kompenzácií na zamestnanca	34
Graf 38	Rozklad salda verejných financií	38
Graf 39	Fiškálna pozícia	38
Graf 40	Dlh verejnej správy a faktory zmeny	39
Graf 41	Porovnanie deficitu a jeho dekompozície	40
Graf 42	Porovnanie verejného dlhu	40
Graf 43	Hrubý dlh verejnej správy v scenároch DSA	41

Zoznam grafov v boxoch

Box 1		
Graf A	Vývoj vkladov a HDP	19
Graf B	Priemerná mesačná uspokojená suma podľa príjmu domácností	20

Box 2		
Graf A	Miera amortizácie	21
Graf B	Priemerné miery amortizácie za roky 2004 – 2022	21
Graf C	Podiely druhov fixných aktív na stave kapitálu	22
Graf D	Podiely druhov fixných aktív na tvorbe hrubého fixného kapitálu	22
Graf E	Príspevky ku kumulatívnej zmene miery amortizácie od roku 2014	23
Box 3		
Graf A	Rozklad potenciálneho rastu ekonomiky	35
Graf B	Dekompozícia príspevku zamestnanosti	36
Graf C	Produktivita výrobných faktorov	36
Box 4		
Graf A	Bilancia rozpočtu VS	44
Graf B	Hrubý dlh VS	44
Graf C	Efekt na reálne HDP	44
Graf D	Profil inflácie	44
Graf E	Efekt na zamestnanosť	45
Graf F	Rozdiel v počte zamestnaných v danom roku oproti základnému scenáru bez konsolidácie	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

Obdobie vysokej inflácie odznieva v dôsledku poklesu cien na komoditných trhoch a prísnejšej menovej politiky. Finančná situácia domácností by sa najmä v tomto roku mala zlepšiť aj vďaka zmrazeným cenám energií.

Domácnosti sa vybrali cestou väčšieho šetrenia na úkor míňania. Očakávame, že z lepších reálnych príjmov si domácnosti budú v rastúcej miere ešte krátkodobo dopĺňať úspory. Trend obozretného míňania v minulom roku sa preniesie aj do aktuálneho roka. Opätovné výrazné naštartovanie spotrebiteľského dopytu očakávame až od druhej polovice roka.

Zahraničný dopyt bude naďalej tmiť našu exportnú výkonnosť. Balansovanie eurozóny na pokraji recesie sa prenáša na naše firmy. Zatiaľ to vyzerá, že ekonomika eurozóny sa bude len pomaly zotavovať z dôsledkov energetického šoku. Rast nášho vývozu sme preto zrevidovali smerom nadol.

Pôsobením slabšieho domáceho aj zahraničného dopytu krátkodobo nastane pomalší rast našej ekonomiky v porovnaní so zimnou predikciou. V ďalších rokoch by sme mohli takmer celú stratu dobehnúť. V ďalších rokoch naďalej očakávame, že sa naštartuje spotrebiteľský dopyt, rozbehnú sa investície a zlepší sa aj hospodárenie exportne orientovaných firiem.

Trh práce by mal zostať silný. Dočasný pokles zamestnanosti vplyvom väčšieho odlevu ľudí do predčasných penzií by sa mohol takmer celý dobehnúť v ďalšom období. Prispieť by mali domáce aj zahraničné zdroje. Predpokladáme pokračovanie priaznivého vývoja z konca minulého roka. Do zamestnania sa podarilo prilákať viac neaktívnych ľudí, pribudol veľký počet pracujúcich cudzincov, čím sa zaplnila časť voľných pracovných miest.

Za týmto pozitívnym vývojom bol čiastočne aj rast miezd. Nominálne mzdy by mali predbiehať infláciu v ďalších rokoch a podporiť ďalší rast kúpyschopnosti domácností.

Deficit verejných financií v roku 2024 by mal podľa najnovšieho odhadu dosiahnuť úroveň 6,1 % HDP. Je to síce menej ako v poslednej predikcii, ale stále najvyššia úroveň za posledných 14 rokov. Vysoký rast celkových výdavkov a dodávky vojenskej techniky prevyšujú rast daňových príjmov a zhoršujú hospodárenie verejnej správy o 0,8 p. b. v roku 2024. Konsolidačné úsilie oznámené v decembri by malo viesť k zlepšeniu salda až na úroveň 4,9 % HDP v roku 2026. Verejný dlh v roku 2024 by mal

dosiahnuť takmer 58 % HDP, pričom v ďalších rokoch by bez dodatočnej konsolidácie presiahol 60 %.

Pre ekonomiku predstavuje najväčšie riziko konsolidácia verejných financií nad rámec ohlásených opatrení. Prípadné razantné opatrenia, ktoré by stabilizovali mieru zadĺženia približne na jej súčasnej úrovni, by ukrojili z ekonomiky citelných, ale zvládnuteľných približne pol percenta ročne. Zároveň medzi rizikami zostáva otázka konkurencieschopnosti európskej ekonomiky po energetickej kríze, ako aj sila zostávajúceho vplyvu menovej politiky na jej dynamiku.

V cenovom vývoji vnímame riziká smerom nahor. Vyššie ceny energií by mohli potiahnuť infláciu vyššie. S cenami energií pre domácnosti sa aj tak budeme musieť dotiahnuť na trhové úrovne. Súčasná predpoveď vývoja už zahŕňa postupné dobiehanie rovnomerne rozložené v rokoch 2025 a 2026. Je šanca, že toto dobiehanie bude inak rozložené v čase, čo by mohlo znamenať nižšiu infláciu v porovnaní s predpoveďou v jednom roku a vyššiu v inom. Podstatnejšie je však riziko, že budeme musieť dobiehať vyššie trhové ceny, ako je trhmi očakávaný vývoj v súčasnosti. Rovnako aj prípadná dodatočná konsolidácia, ktorá by zahŕňala zvyšovanie spotrebných daní, by mohla potiahnuť infláciu vyššie. Zároveň sa však oslabí spotrebiteľský a investičný dopyt, čo by mohlo tmiť cenový rast.

Tabuľka 1 Základné ukazovatele ekonomického vývoja

	Skutočnosť	Jarná strednodobá predikcia (P1Q-2024)			Zmena oproti zimnej predikcii (P4Q-2023)		
	2023	2024	2025	2026	2024	2025	2026
HDP (medziročná zmena v %)	1,1	2,3	3,2	2,0	-0,5	0,2	0,2
HICP (medziročná zmena v %)	11,0	2,8	3,7	3,7	0,3	-0,9	-0,2
Priemerná nominálna mzda (medziročná zmena v %)	9,1	7,2	5,3	5,1	0,3	-0,6	-0,1
Priemerná reálna mzda (medziročná zmena v %)	-1,3	4,3	1,5	1,4	0,3	0,4	0,0
Zamestnanosť (medziročná zmena v %, ESA 2010)	0,3	0,3	0,4	0,0	-0,1	0,1	0,0
Miera nezamestnanosti (%, VZPS)	5,8	5,5	5,3	5,3	0,0	0,1	0,1

Zdroj: NBS

Poznámka: Reálne mzdy deflované infláciou CPI.

Ďalším aktuálnym témam sa venujeme v boxoch:

- Z prieskumov o finančnej situácii domácností sme zistili, že úspory si počas pandémie tvorili najmä bohatší a starší ľudia.

- V ekonomike nám rýchlejšie ubúda naakumulovaný kapitál z predchádzajúcich rokov. Firmy ho rýchlejšie odpisujú. Trend zvýšenia celkovej miery odpisovania v posledných rokoch súvisel s nárastom podielu aktív s rýchlejším zastarávaním v celkovom stave kapitálu. Môže to mať vplyv na potenciálnu výkonnosť ekonomiky v dlhodobejšom horizonte.
- Potenciálny rast ekonomiky by sa mal v horizonte predikcie priblížiť k hodnotám zaznamenaným v dekáde pred pandémiou. Predpokladaný rast produkčných schopností by mal byť výrazne nižší ako v období intenzívnejšieho prílevu zahraničných investícií a ekonomických reforiem pred finančnou krízou. Menej by mala prispievať produktivita výrobných faktorov a tmiť ho môže nepriaznivý vývoj demografie.
- Ambicióznejšie ciele vlády v oblasti verejných financií by mohli ubrať z rastu ekonomiky v najbližších rokoch približne 0,5 percentného bodu. Bolo by to zvládnuteľné a zastabilizovali by sme si výšku verejného dlhu na terajšej úrovni.

2 Aktuálny makroekonomický vývoj v zahraničí a v SR

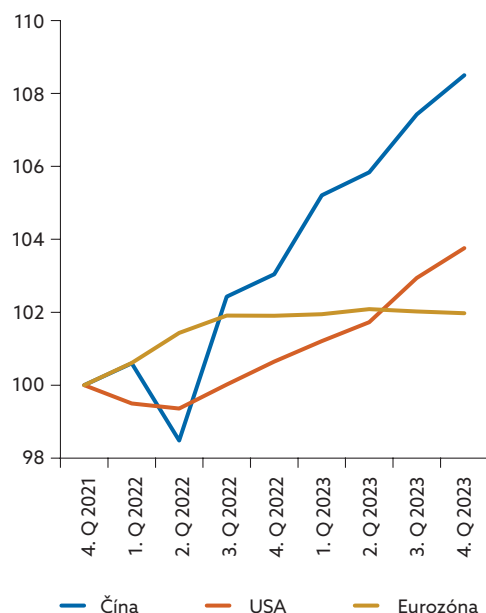
2.1 Vonkajšie prostredie

Globálny obchod sa v závere roka posilnil. Výkonnosť svetovej ekonomiky v závere roka tlmilo predchádzajúce výrazné sprísnenie menovej politiky. Na druhej strane však ťažila zo zlepšenia fungovania ponukových reťazcov. Napriek spomaleniu si solídnu výkonnosť v poslednom štvrtroku zachovalo hospodárstvo USA (graf 1), podporené najmä pokračujúcim silným spotrebiteľským dopytom. Pomalšie rástlo aj čínske hospodárstvo, ktoré profitovalo najmä z opatrení hospodárskej politiky. Stále však zápolilo s problémami reálného sektora.

Eurozóna sa naďalej trápila. Po poklese v 3. štvrtroku 2023 hospodárstvo eurozóny v závere roka stagnovalo. Investičný dopyt tlmilo predchádzajúce sprísnenie menovej politiky. Naopak, súkromná spotreba v dôsledku rastu reálnych príjmov nepatrne vzrástla.

Graf 1

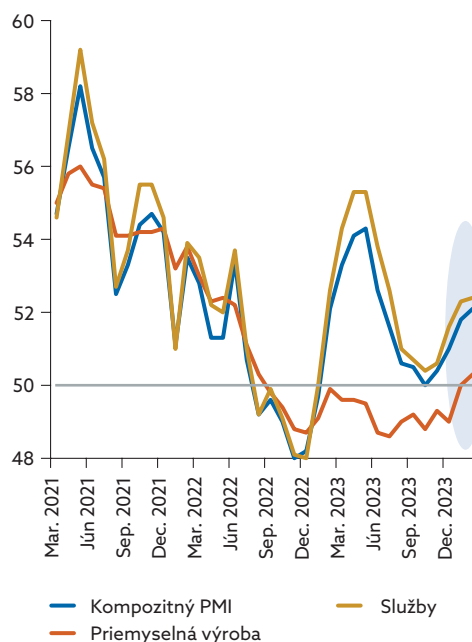
Vývoj HDP (index, 4. Q 2021 = 100)



Zdroj: Macrobond

Graf 2

Globálny index nákupných manažérov (Purchasing Managers Index)

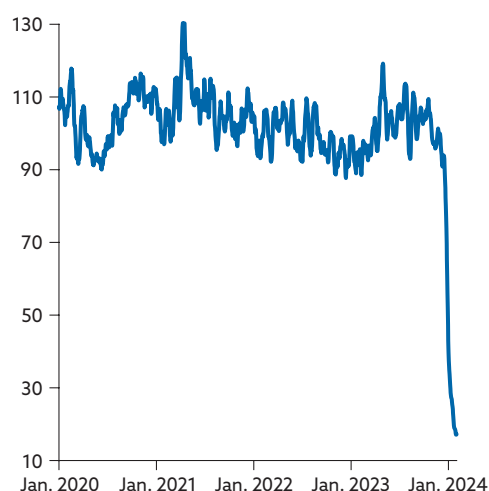


Zdroj: Macrobond

V 1. štvrtroku 2024 možno očakávať mierne zotavovanie globálnej ekonomiky. Index nákupných manažérov (PMI – Purchasing Managers' Index) v prvých dvoch mesiacoch naznačoval mierne zrýchľovanie ekonomickej aktivity, najmä v sektore služieb. Súčasne sa však zastavil pokles ekonomickej aktivity v priemysle, čo by mohlo naznačovať obrat v tomto odvetví (graf 2).

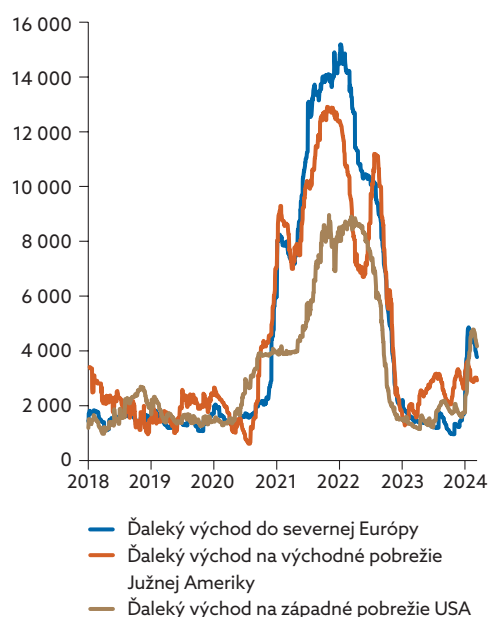
V priebehu posledného štvrtroka 2023 sa zvýšila neistota v súvislosti so vznikom vojnového konfliktu na Blízkom východe. Dočasne sa to premietlo v náraste cien energetických komodít. Situácia sa postupne stabilizovala a ceny ropy aj zemného plynu postupne klesli. Ponuku energetických komodít vojna v Gaze výraznejšie neovplyvnila a v závere roka prevážili skôr obavy z oslabujúceho sa dopytu po týchto komoditách. Od začiatku tohto roka začala cena ropy rásť v dôsledku lepších vyhládok čínskeho hospodárstva podporovaného vládnymi stimulmi, ubúdaním zásob ropy a pokračujúcimi obmedzeniami ponuky zo strany OPEC+. Naopak, ceny plynu aj naďalej klesali vďaka dostatočnej produkcii, relatívne nízkej spotrebe a vysokým zásobám.

Graf 3
Preprava nákladu v prístavoch
Červeného mora (index, 2023 = 100)



Zdroj: Macrobond

Graf 4
Ceny námornej nákladnej dopravy
(index)



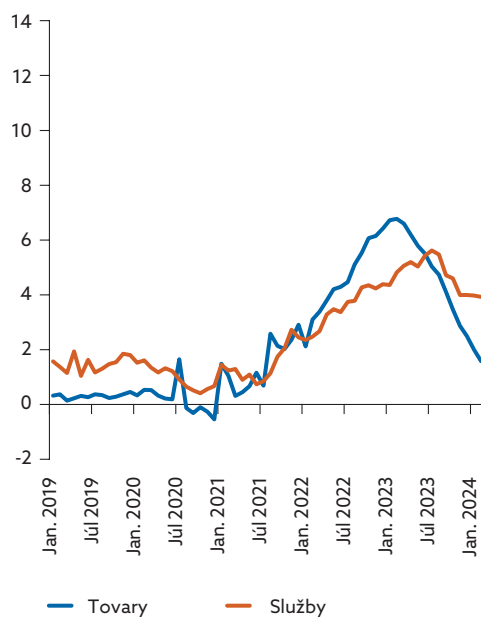
Zdroj: Macrobond

V súvislosti s konfliktom v Gaze postupne začali rásť útoky na lode v južnej časti Červeného mora. Viedlo to k výraznému poklesu lodnej prepravy smerujúcej cez Suezský prielav (graf 3) a dopravcovia začali využívať alternatívnu cestu okolo Mysu dobrej nádeje. Výsledkom bolo predĺženie dopravných trás, zvýšenie cien lodnej dopravy najmä medzi Čínou

a Európou, ale aj nárast rizika predĺženia dodacích lehôt. Ceny lodnej dopravy (graf 4) sa však nedávno stabilizovali a nemali by predstavovať výraznejšie inflačné riziko.

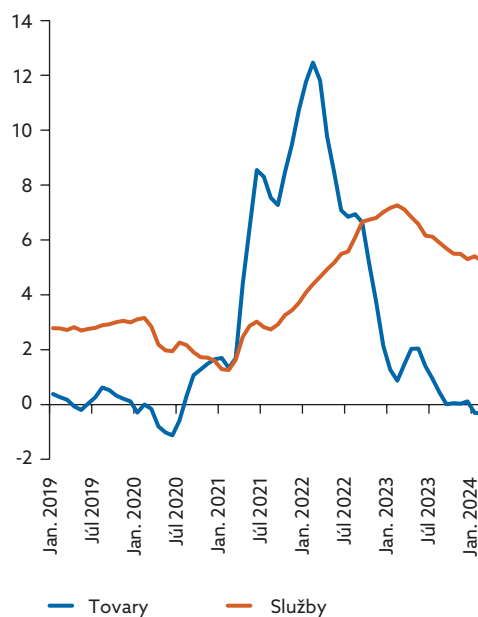
Na prelome rokov sa spomalilo znižovanie inflácie v eurozóne aj USA (graf 5 a 6). Súviselo to s postupným vyprchaním bázického efektu vysokého rastu cien energií v minulosti a len pomaly sa spomaľujúcou jadrovou infláciou. Cenový rast tovarov sa naďalej zmiernoval vďaka zlepšeniu fungovania dodávateľsko-odberateľských reťazcov, ale aj prísnej menovej politike, ktorá tlmila globálny dopyt. Ich pokles podporili aj klesajúce exportné ceny v Číne. Na druhej strane sa, inflácia služieb znižuje len pomaly. Súvisí to jednak so stále vysokým dopytom v tomto sektore, ale aj s napätou situáciou na trhu práce a relatívne silným mzdovým rastom. ECB aj FED tak odkladajú rozhodnutie o znížení menovo-politických úrokových mier na obdobie, keď dáta poskytnú viac dôkazov o udržateľnom návrate inflácie k cieľu.

Graf 5
Eurozóna – komponenty jadrovej inflácie (medziročná zmena v %)



Zdroj: Macrobond

Graf 6
USA – komponenty jadrovej inflácie (medziročná zmena v %)



Zdroj: Macrobond

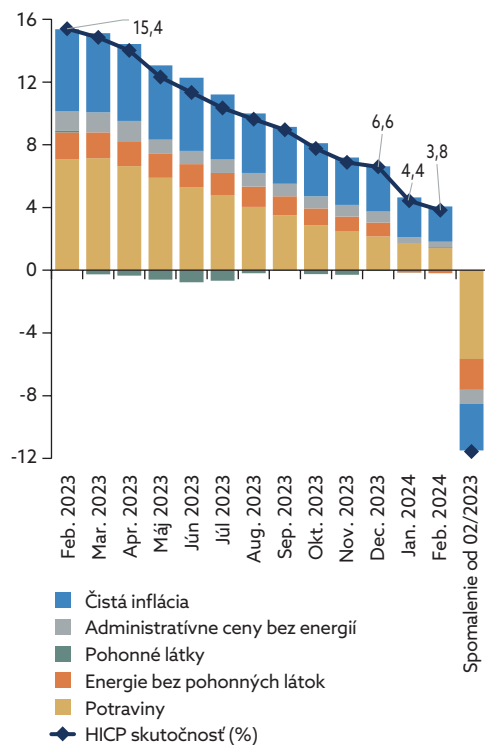
2.2 Aktuálny vývoj v SR

2.2.1 Spotrebiteľské ceny

Ceny naďalej rastú, tempo sa však oproti minulému roku výrazne znížilo. Odznievajú priame efekty vstupných nákladov, následkom čoho inflácia vo februári poklesla na 3,8 % (graf 7). Od februára 2023 kumulatívne

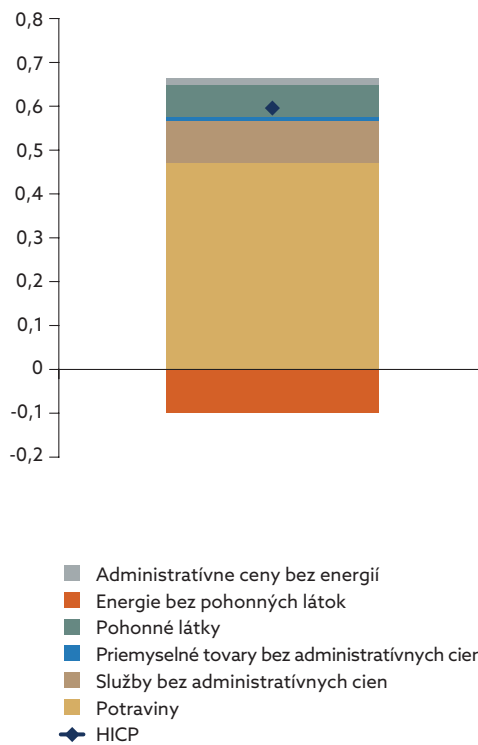
spomalila o 11,6 p. b. K zmierneniu najväčšou mierou prispeli potraviny. Ceny v posledných mesiacoch rástli rýchlejšie ako naše predpoklady. Prekvapili práve ceny potravín (graf 8).

Graf 7
Štruktúra vývoja inflácie HICP
(medziročná zmena v %, príspevky
v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 8
Štruktúra predikčnej chyby vo
februári 2024 oproti zimnej predikcii
(príspevky v p. b.)

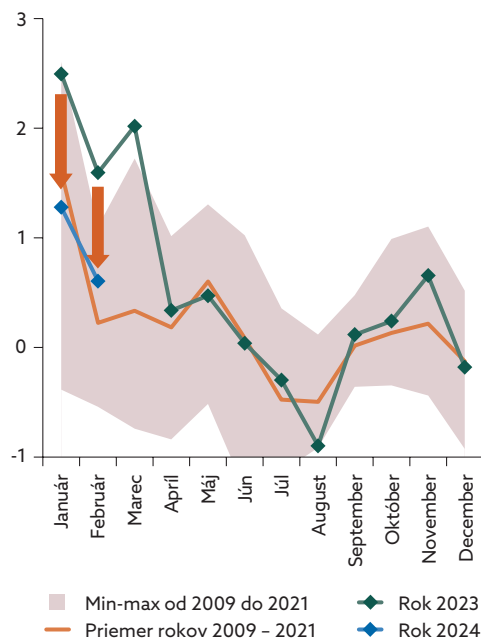


Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Ceny potravín rástli rýchlejšie v porovnaní s očakávaniami v zimnej predikcii, k čomu prispeli najmä vyššie ako predpokladané ceny agrokomodít. Tempo, akým rastú v týchto mesiacoch ceny potravín, je však výrazne pomalšie ako pred rokom, a tak v medziročnom porovnaní dochádza k zmiernovaniu inflácie potravín (graf 9). Takýto vývoj je vidieť naprieč všetkými potravinárskymi výrobkami (graf 10).

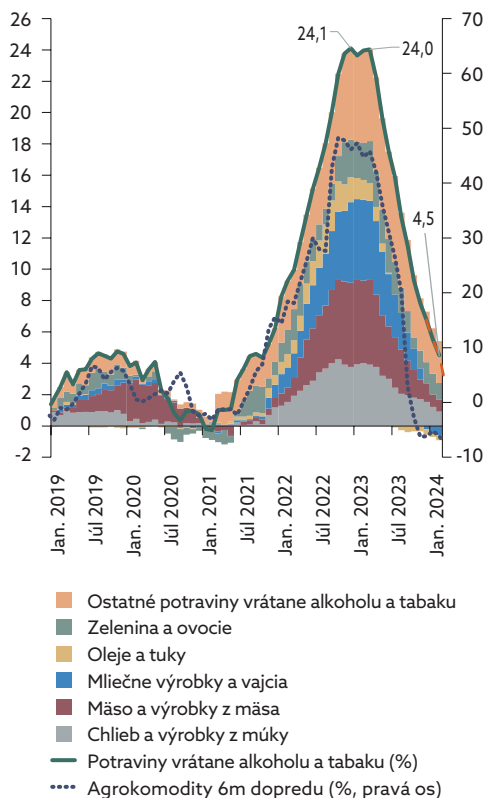
Čistá inflácia sa síce spomaľuje, no podobne ako v iných krajinách zostáva pomerne vysoká. Ceny služieb rastú stále pomerne rýchlo, k čomu prispieva situácia na trhu práce a z toho vyplývajúce vysoké mzdové požiadavky. Ceny tovarov v dôsledku normalizácie fungovania dodávateľských reťazcov rastú najpomalším tempom za posledné dva roky. Okrem zlepšenia dodávateľských reťazcov tlmí ich rast aj slabší spotrebiteľský dopyt.

Graf 9
Vývoj cien potravín a bázický efekt
(medzimesačná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 10
Vývoj cien potravín v štruktúre
(medziročná zmena v %, príspevky
v p. b.)



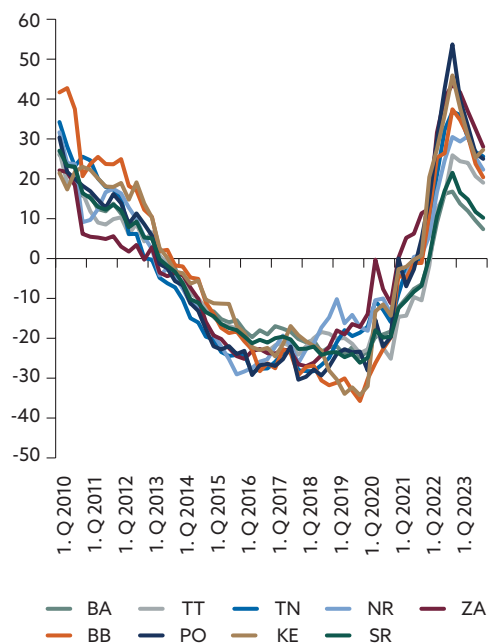
Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Regulované ceny energií sa v tomto roku nemenili, a tak na celkovú infláciu pôsobia tlmiačo. Ceny tepla pre spotrebiteľov v domácnosti dokonca v januári poklesli. Bez prijatia kompenzačných opatrení by boli ceny plynu pre domácnosti výrazne vyššie v dôsledku stále vysokej úrovne cien komodít vstupujúcich do výpočtu regulovaných cien v porovnaní s obdobím pred začiatku vojny na Ukrajine.

2.2.2 Ceny nehnuteľností

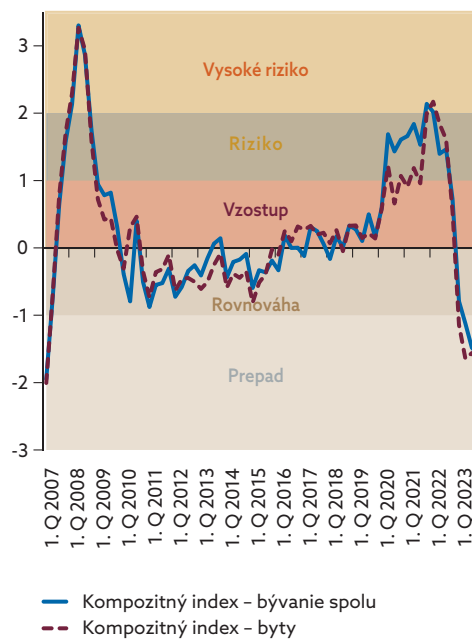
Na realitnom trhu sledujeme stabilizáciu. Signalizujú to všetky sledované ukazovatele. Pokles cien nehnuteľností v poslednom štvrtroku 2023 výrazne zvoľnil na -0,2 %. V priemere za celý rok 2023 ceny poklesli o 6 %. Medzimesačne pritom ceny bývania od októbra do decembra postupne rástli, nie však dosť na to, aby predbehli úroveň z predchádzajúceho štvrtroka. Na potvrdenie, či nastáva zmena trendu, alebo ide len o dočasnú vlnu optimizmu, nám dajú odpoveď až ďalšie prichádzajúce údaje. Nejednoznačnosť vývoja podčiarkuje aj vývoj v regiónoch – ceny nehnuteľností v piatich krajoch klesali (najviac v Nitrianskom) a v troch rástli (hlavne v Košickom).

Graf 11
Index dostupnosti bývania (podiel HAI k jeho historickému priemeru v %)



Zdroj: NBS, NARKS, ŠÚ SR, United Classifieds

Graf 12
Kompozitný index na hodnotenie vývoja ceny bývania



Zdroj: NBS, NARKS, ŠÚ SR, United Classifieds

Dostupnosť bývania v 4. štvrtroku 2023 sa zlepšila len marginálne, naďalej zostáva pod dlhodobým priemerom (graf 11). Ceny nehnuteľností aj úrokové sadzby zostali približne na úrovni z predchádzajúceho štvrtroka. Rast nominálnych miezd tak ako jediný ukazovateľ pomohol mierne zlepšiť dostupnosť bývania meranú indexom dostupnosti bývania (HAI)¹. Zlepšenie nastalo vo väčšine regiónov, jedinou výnimkou bol Košický kraj. Pri aktuálnej prognóze vývoja miezd by ceny nehnuteľností museli klesnúť o dodatočných 7 %, aby index dosiahol svoj dlhodobý priemer.

Pokles reálnej ceny na konci roka pribrzdil, kompozitný index² zachytávajúci možnosť obratu v cenovom vývoji tak zostal prakticky nezmenený (graf 12). Pod pokračujúci odklon od pásma cenovej stability

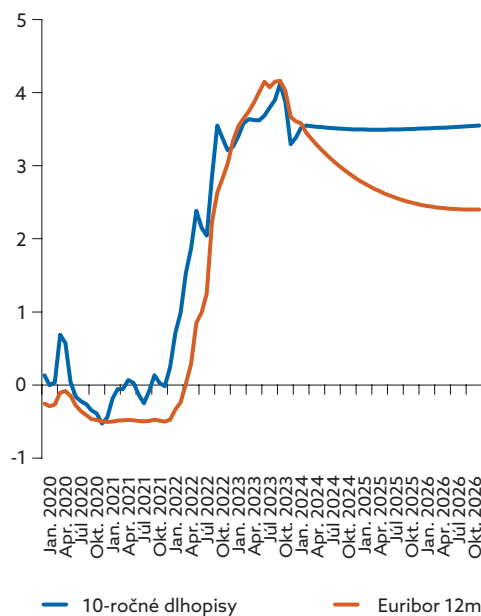
¹ Index dostupnosti bývania - Housing Affordability Index (HAI). Výpočet indexu dostupnosti bývania je založený na tzv. primeranom príjme, ktorý vychádza z aktuálnej priemernej výšky splátky hypotéky (pri zohľadnení aktuálnych cien nehnuteľností a úrokových mier). Primeraný príjem sa porovnáva s úrovňou miezd v jednotlivých regiónoch. Výsledný podiel je potom interpretovaný vo vzťahu k dlhodobému priemeru.

² 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](#).

sa podpísali najmä ukazovatele ceny k príjmu a ceny k nájomnému. Disponibilný príjem sa v poslednom štvrťroku preklopil do plusu už aj v číslach očistených o infláciu. Trh s nájomným bývaním naďalej ťaží z nízkej dostupnosti bývania.

Graf 13

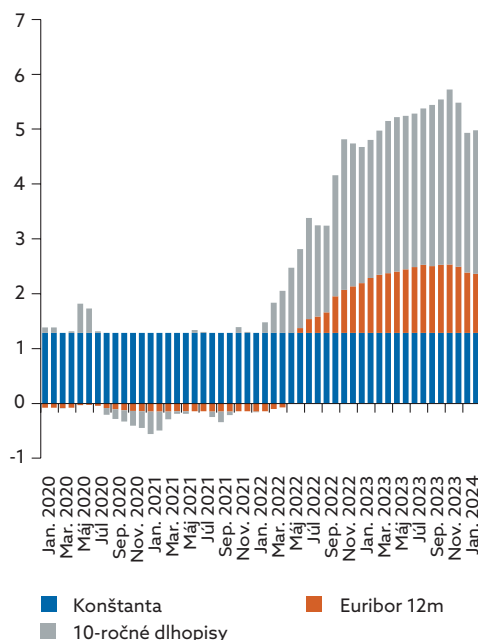
Trhové očakávania vývoja sadzieb (%)



Zdroj: ECB

Graf 14

Rozklad hypotekárnych sadzieb (p. b.)



Zdroj: ECB, NBS

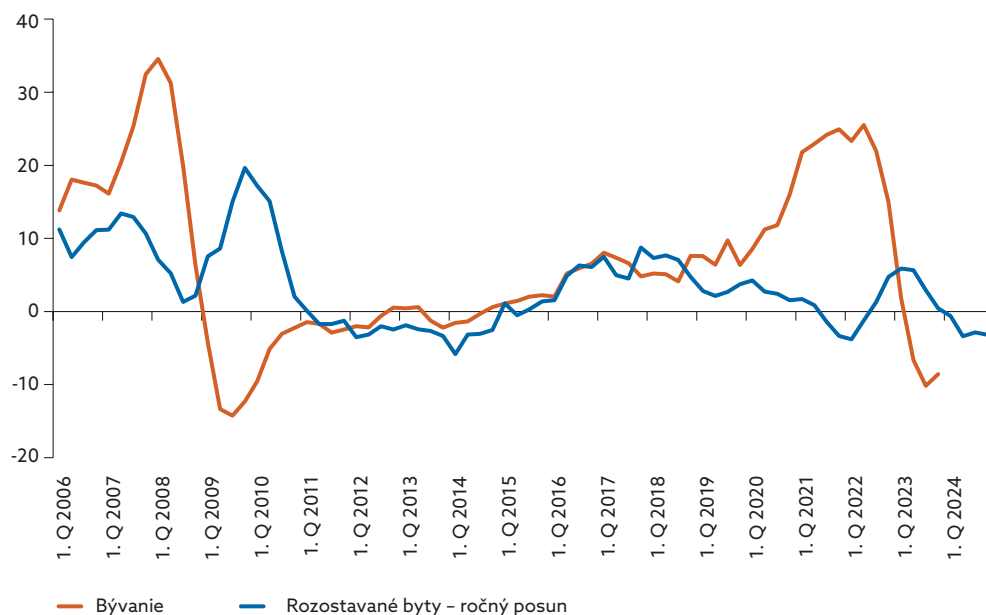
Trhové očakávania krotia optimizmus ohľadne zlacňovania hypoték.

Finančné trhy na jednej strane predpokladajú znižovanie krátkodobých úrokových sadzieb, na strane druhej sú dlhodobé sadzby do veľkej miery ovplyvnené aj výhľadom v oblasti verejných financií (graf 13). Príspevok vládnych dlhopisov zohráva rozhodujúcu rolu aj v modeloch na prognózovanie úrokových mier z hypoték (graf 14). Ak by sa trhové očakávania naplnili a skutočne by prišlo k poklesu krátkodobých sadzieb, nemusí to automaticky znamenať zlacnenie hypotekárnych úverov.

Počet dokončených bytov bol v 4. štvrťroku najvyšší od roku 2010. Prvýkrát po šiestich štvrťrokoch medziročne vzrástlo aj množstvo začatých bytov. Výsledný vplyv na aktuálny počet rozostavaných bytov je však naďalej negatívny (graf 15).

Graf 15

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



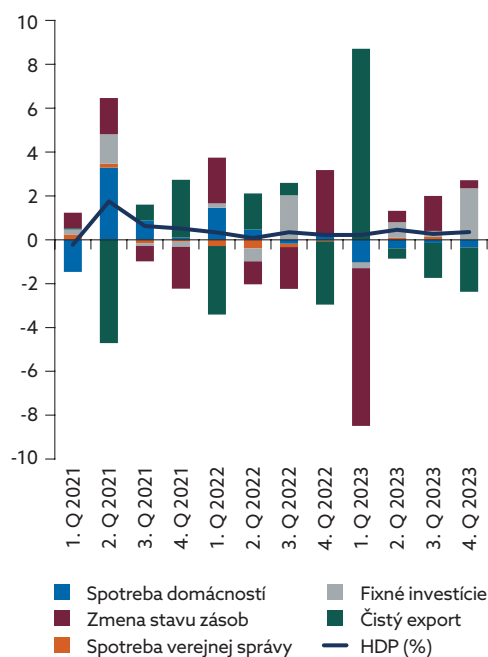
Zdroj: NARKS, ŠÚ SR, United Classifieds

2.2.3 Ekonomický rast

Ekonomika pokračovala v raste aj v závere roka, oproti predchádzajúcemu štvrtroku vzrástla o 0,3 % (graf 16). Jediným pozitívnym impulzom bol rast investícií vďaka dočerpávaniu EU fondov. Domácnosti zostávali naďalej opatrné a sústredili sa viac na dopĺňanie úspor. Priemysel pod vplyvom slabnúceho zahraničného dopytu znižoval svoju produkciu. Týkalo sa to aj automobilového priemyslu, ktorý doteraz odolával.

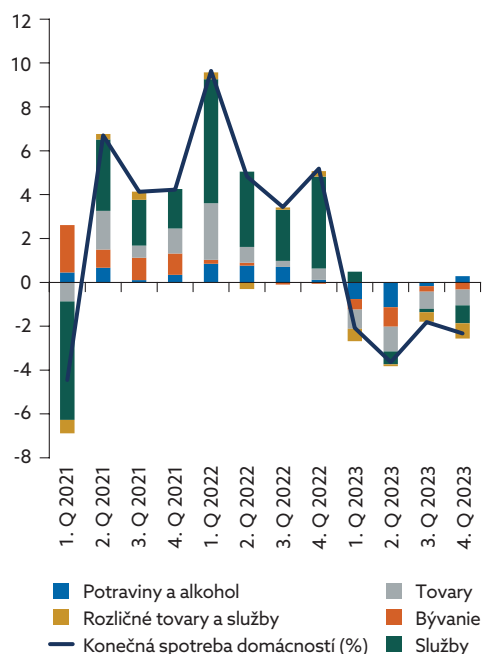
Pokles inflácie a opatrenia vlády pre vybrané skupiny pomohli rastu reálnych príjmov. Napriek tomu spotrebitelia ostávali opatrní a rozhodli sa pokračovať v dopĺňaní vyčerpaných úspor (graf 17). Domácnosti šetrili počas celého roka hlavne na tovaroch dlhodobej spotreby a menej využívali služby (graf 18). Vysokými cenami napnuté rozpočty domácností sa podarilo v závere roka trochu uvoľniť. Okrem vyššej miery úspor začali spotrebitelia pozvoľna zvyšovať aspoň nákupy tovarov bežnej každodennej spotreby.

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



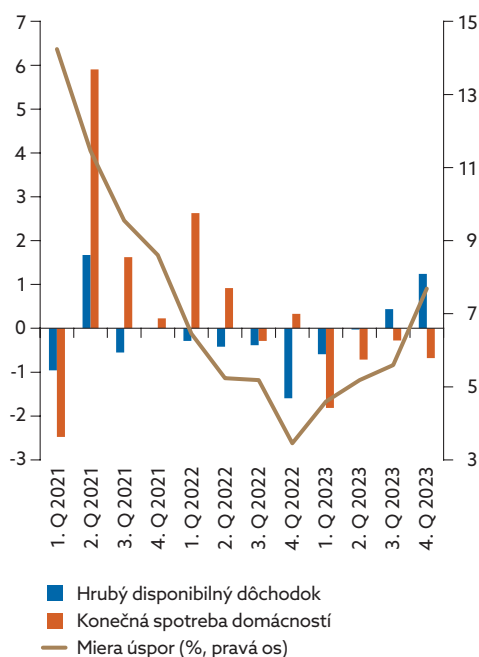
Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 18
Spotreba domácností (medziročná zmena v %, príspevky v p. b.)



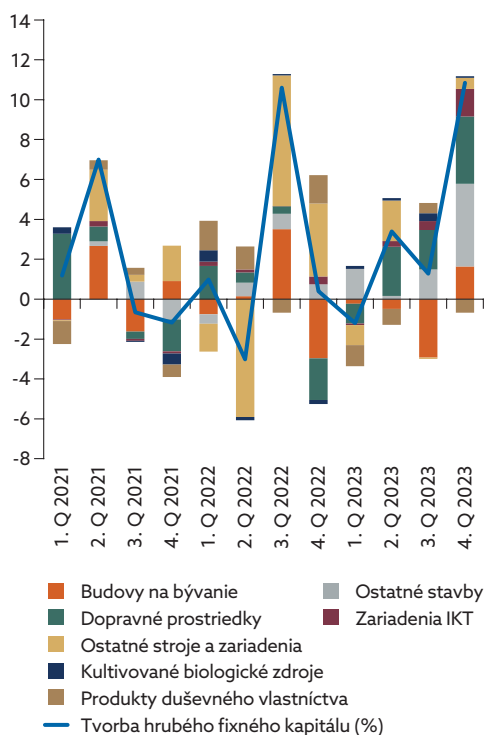
Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 17
Príjem, spotreba domácností a úspory (medzištvrtročná zmena a miera v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 19
Tvorba hrubého fixného kapitálu (medzištvrtročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

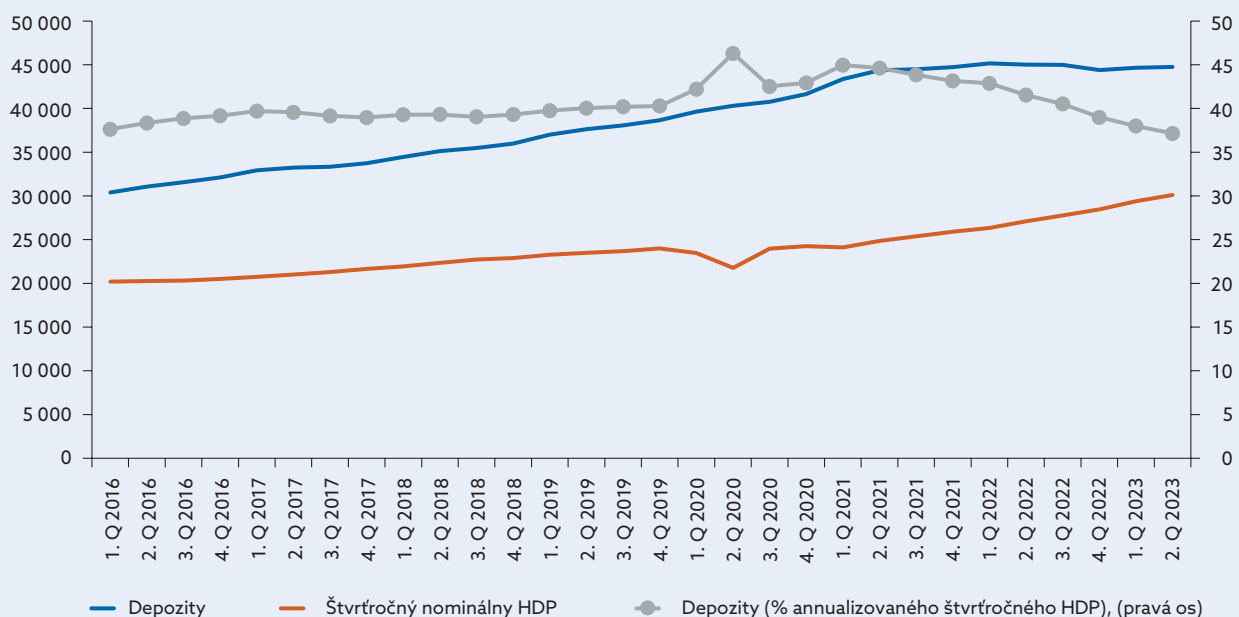
Box 1

Na nadmerné úspory z obdobia covidu sa mohli spoľahnúť len bohatší a v menšej miere starší

Úspory domácností na Slovensku prechádzali v nedávnych rokoch turbulentným vývojom (graf A). V období pred pandemiou rástli tempom porovnateľným s nominálnym vývojom ekonomiky. Počas pandémie došlo k zrýchleniu tvorby úspor. Objem úspor domácností, ako aj podiel na nominálnom HDP sa zvýšili nad dlhodobý priemer.

Graf A

Vývoj vkladov a HDP (mil. EUR, %)



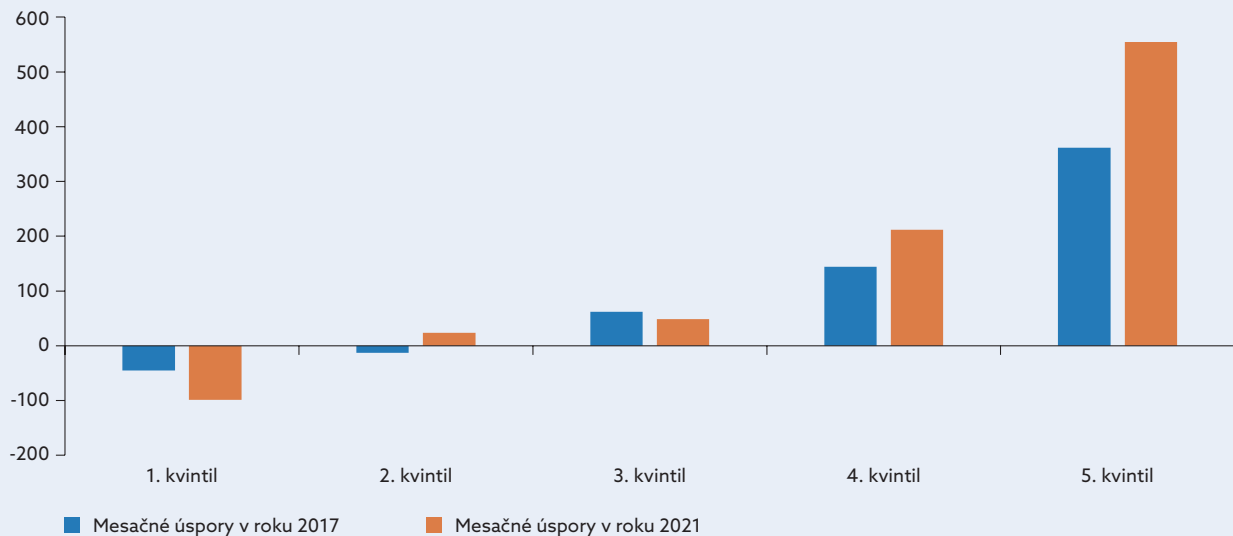
Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Okrem vývoja celkového objemu úspor je však dôležitá aj otázka rozdelenia týchto tzv. nadmerných úspor medzi domácnosťami. Jeden z dôvodov je ten, že pandemické úspory mohli domácnostiam uľahčiť situáciu, napríklad v súvislosti s infláciou v nasledujúcich rokoch. Podrobnejšie informácie o úsporách jednotlivých domácností zisťujeme z dotazníka domácností HFCS³. Z odpovedí vyplýva, že úspory neboli medzi domácnosťami rozdelené rovnomerne (graf B). Domácnosti s vyššími príjmami dokázali usporiť vyššiu sumu.

³ HFCS - Zisťovanie o financiách a spotrebe domácností (Household Finance and Consumption Survey). Bližšie informácie na <https://nbs.sk/vyskum/household-finance-and-consumption-network-hfcn/>

Graf B

Priemerná mesačná usparená suma podľa príjmu domácností (EUR)



Zdroj: HFCS

Poznámka: Vodorovná os predstavuje vždy 20 % domácností zoradených podľa príjmu (príjmové kvintily) – piaty stĺpec tak hovorí o priemerných mesačných úsporách pätiny domácností s najvyšším celkovým príjmom.

Tento výsledok môže byť spôsobený tým, že počas pandémie sa obmedzila spotreba položiek, ktoré častejšie nakupujú práve domácnosti s vyšším príjmom. To je vidieť aj na tom, že domácnosti, ktoré sa odlišujú v iných rozmeroch, napríklad v počte členov alebo vzdelaní, nevykazovali výraznejšie rozdiely v správaní. Výnimkou je akurát vek hlavy domácnosti. Domácnosti, ktoré mali vyšší vek v pandemickej situácii rovnako navýšili svoju mieru úspor, hoci v menšej miere ako v prípade príjmových odlišností.

Údaje zo zisťovania HFCS navyše dobre korešpondujú s celkovým obrazom vývoja úspor. Konkrétne tak celkové deklarované úspory z dotazníka HFCS predstavujú asi 90 % hodnoty nárastu celkových vkladov domácností v bankovom sektore. To je v súlade s tým, že domácnosti na Slovensku často šetria vo forme bankových vkladov.

Nepriaznivý vývoj v zahraničí zasiahol v závere roka aj automobilový priemysel, ktorý doteraz ťahal exporty. Okrem slabšieho dopytu začínali firmy pociťovať opätovne rastúce problémy s dodávkami súvisiace so situáciou v Červenom mori. Utlmené exporty, slabšia spotreba a vyššia výroba zo zásob udržiavali nízku úroveň importov. Zimná sezóna však mierne zvýšila dovoz energií a čistý export tak v konečnom dôsledku brzdil rast ekonomiky.

Investičná aktivita sa výrazne zvýšila v dôsledku očakávaného dočerpávania eurofondov. Vláda, ale najmä samospráva, investovali hlavne do infraštruktúrnych projektov a dopravy (graf 19). Zvýšili sa aj

investície firiem v súkromnom sektore a v závere roka mierne vzrástli investície domácností do bývania. Súkromný sektor pravdepodobne čerpal prostriedky aj z eurofondov. Okrem toho sa zdá, že firmy v snahe zachovať, resp. zvýšiť produkciu pri nedostatku kvalifikovanej pracovnej sily čoraz viac investujú do strojov, prístrojov a zariadení. Zároveň sme videli väčšie investície firiem do dopravných prostriedkov, čo môže súvisieť s investíciami v automobilom priemysle pri prechode na elektromobilitu.

V posledných rokoch sme v ekonomike identifikovali, že je menej kapitálu. Môže to súvisieť so štrukturálnou zmenou, keď firmy viac investujú do duševného vlastníctva a strojov, prístrojov, ktoré sa rýchlejšie odpisujú. Otáznym je však vplyv na ponukovú stranu ekonomiky, najmä cez produktivitu výrobných faktorov.

Box 2

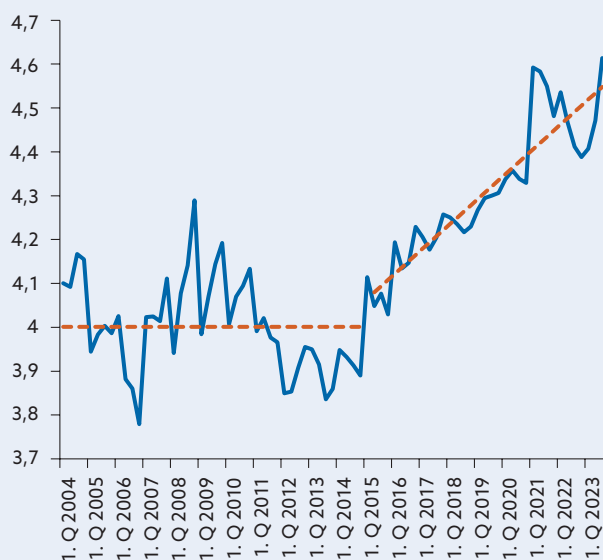
Za rýchlejšim zastarávaním je zmena štruktúry kapitálu

Miera amortizácie (odpisov) akumulovaného kapitálu sa od roku 2014 postupne zrýchľovala na 4,6 % ročne z dovtedy stabilnej úrovne okolo 4 % ročne (graf A). Zvýšenie celkovej miery odpisov súvisí s nárastom podielu aktív s rýchlejšim zastarávaním v celkovom stave kapitálu, najmä strojov a zariadení, ale aj produktov duševného vlastníctva.

Miera amortizácie predstavuje postupné znehodnocovanie kapitálu jeho fyzickým opotrebovaním alebo morálnym zastarávaním. Týka sa všetkých typov aktív ako sú budovy, stroje alebo zariadenia, ako aj produkty duševného vlastníctva.

Graf A

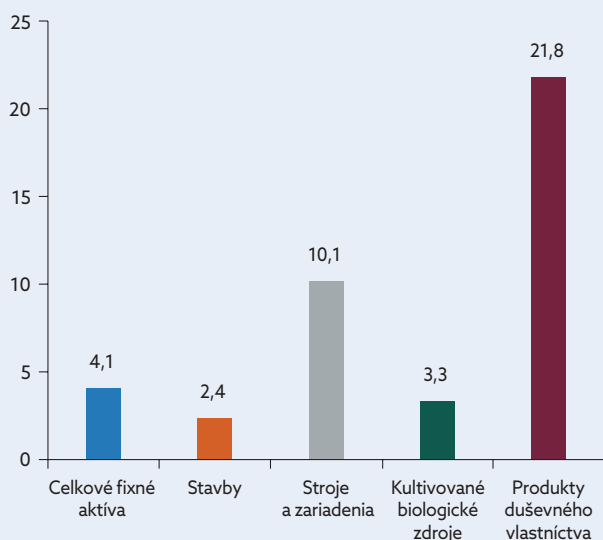
Miera amortizácie (% p. a.)



Zdroj: Eurostat, NBS

Graf B

Priemerné miery amortizácie za roky 2004 – 2022 (% p. a.)



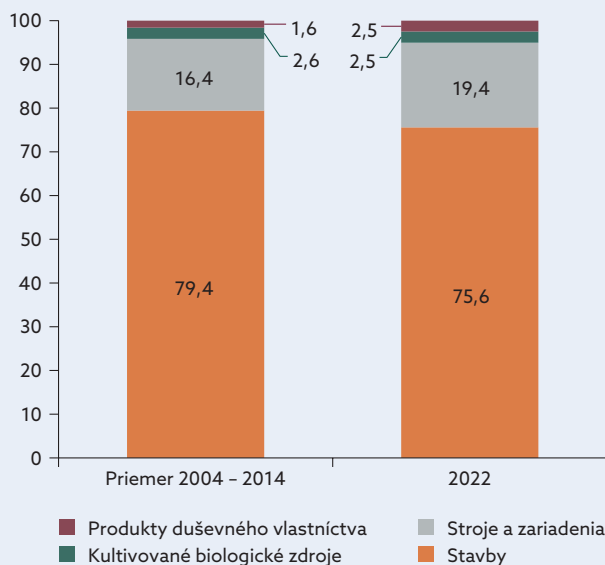
Zdroj: Eurostat, NBS

Akumulácia kapitálu závisí od tvorby a spotreby fixného kapitálu. **Rýchlejšia miera amortizácie predstavuje vyššiu spotrebu kapitálu. Zvýšená spotreba kapitálu znižuje stav kapitálu.** Tvorba hrubého fixného kapitálu tlmila akumuláciu kapitálu najmä v čase finančnej krízy od roku 2009 alebo pandemickej krízy v roku 2020. Pri zvýšenej neistote počas kríz sú firmy menej ochotné investovať. Zároveň majú menej prostriedkov na financovanie investícií z vlastných zdrojov pri nižšom zisku. Aj cudzie zdroje sa stávajú menej dostupnými, keďže banky sú menej ochotné poskytovať úvery v rizikovejších obdobiach.

Trend zvýšenia celkovej miery amortizácie v posledných rokoch súvisel s nárastom podielu aktív s rýchlejšim zastarávaním v celkovom stave kapitálu. Najrýchlejšie zastarávajú produkty duševného vlastníctva (graf B). Naopak, stavby majú podstatne dlhšiu životnosť. Ich podiel na stave kapitálu je vyše trojštvrťinový. Oproti obdobiu nižšej celkovej miery amortizácie v rokoch 2004 až 2014 sa ich podiel znížil v prospech strojov, zariadení a produktov duševného vlastníctva s vyššou mierou zastarávania (graf C).

Graf C

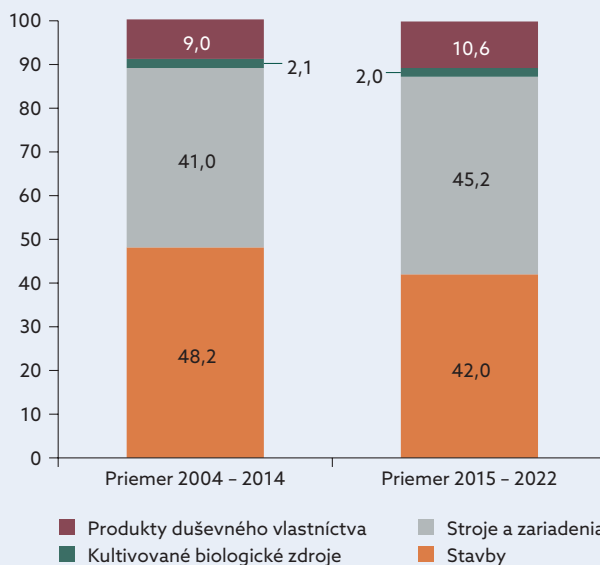
Podiely druhov fixných aktív na stave kapitálu (%)



Zdroj: Eurostat, NBS

Graf D

Podiely druhov fixných aktív na tvorbe hrubého fixného kapitálu (%)



Zdroj: Eurostat, NBS

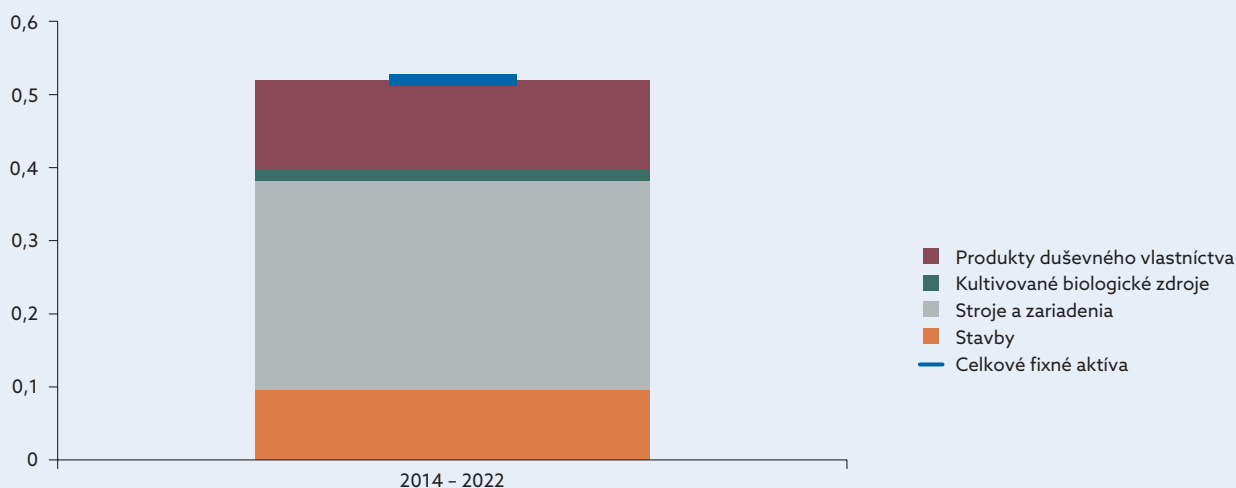
Zmeny v štruktúre stavu kapitálu vyplývajú z vyššieho podielu investícií do strojov, zariadení a produktov duševného vlastníctva na úkor stavieb v období akcelerujúcej miery amortizácie (graf D).

K zrýchleniu miery amortizácie teda prispeli najmä stroje a zariadenia nasledované produktmi duševného vlastníctva a v menšej miere aj stavby (graf E). Váha strojov a zariadení s pomerne vysokou mierou zastarávania sa zvýšila. Navyše mierne vzrástla aj samotná

miera ich amortizácie. Kladný príspevok produktov duševného vlastníctva s najrýchlejším tempom zastarávania vyplýva zo zvýšenia ich podielu na celkovom stave kapitálu. Skrátenie životnosti stavieb vedie k zvýšeniu celkovej miery amortizácie aj napriek poklesu ich váhy. Nižší podiel stavieb v prospech aktív s rýchlejším zastarávaním nepriamo podporuje rast amortizácie.

Graf E

Príspevky ku kumulatívnej zmene miery amortizácie od roku 2014 (p. b.)



Zdroj: Eurostat, NBS

Zrýchlenie miery amortizácie je prirodzenou cenou za zmeny v štruktúre ekonomiky smerom od aktív s dlhou životnosťou k strojom, zariadeniam a produktom duševného vlastníctva. Rýchlejšia obnova kapitálu môže vytvárať predpoklady na zavedenie modernejších produktívnejších technológií. Aby produktivita rástla, je potrebný dostatok investícií na nahradenie spotrebovaného kapitálu a najmä ich účelnosť. Výsledkom potom môže byť postupné približovanie k ekonomike založenej na inováciách.

Ukončovanie implementácie politik 3. programového obdobia⁴ výrazne zrýchliło čerpanie prostriedkov EÚ v závere roka 2023 (graf 20). Celkové výdavky podľa predbežného odhadu medziročne vzrástli viac ako dvaaplnásobne na 5,9 mld. €, a to vrátane Plánu obnovy (360 mil. €) a transferov do finančných nástrojov (340 mil. €). K dynamickému rastu v závere roka prispeli investičné výdavky dopravných projektov, ako je rozvoj hromadnej dopravy v mestách (modernizácia vozového parku

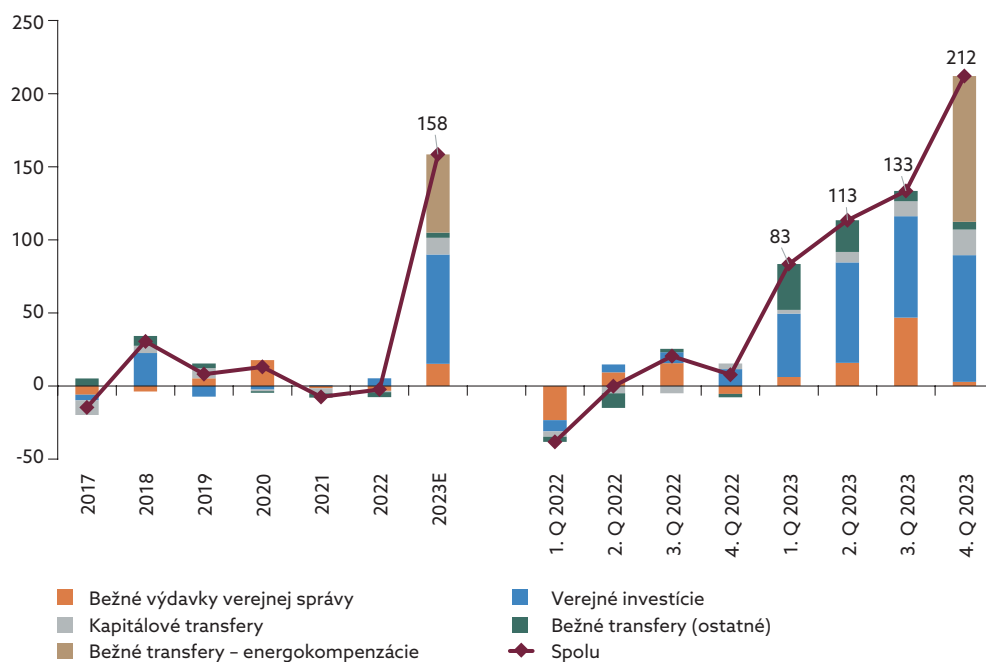
⁴ 3. programové obdobie je na Slovensku označenie pre Viacročný finančný rámec EÚ na roky 2014 – 2020.

a dopravnej infraštruktúry), regionálnej cestnej siete a železničných dráh. Investície v súkromnom sektore podporili projekty inovácií produkcie a výrobkov, modernizácie technológií, zvyšovania energetickej efektívnosti aj rozširovanie environmentálnych služieb (odpadové a vodné hospodárstvo).

Časť prostriedkov EÚ bola využitá na kompenzáciu nákladov domácností v dôsledku vysokých cien energií. Na tento účel bolo vyčlenených 990 mil. €, z čoho viac než polovica už bola vyplatená. Očakáva sa, že zostávajúca časť na doplatenie bude aktuálne zaznamenaná aj v roku 2023. Vplyv energokompenzácie by tak mal prispieť k polovici medziročného rastu čerpania prostriedkov EÚ v 4. štvrtroku. Tieto zdroje, podobne ako časť fondov použitá na protipandemické opatrenia (najmä dotácie na udržanie zamestnanosti), však predstavujú obetovanú príležitosť modernizácie hospodárstva a regiónov z prostriedkov EÚ na úkor výdavkov bežného charakteru.

Graf 20

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



Zdroj: Štátna pokladnica, NBS

1) Očistené od čerpania na finančné nástroje

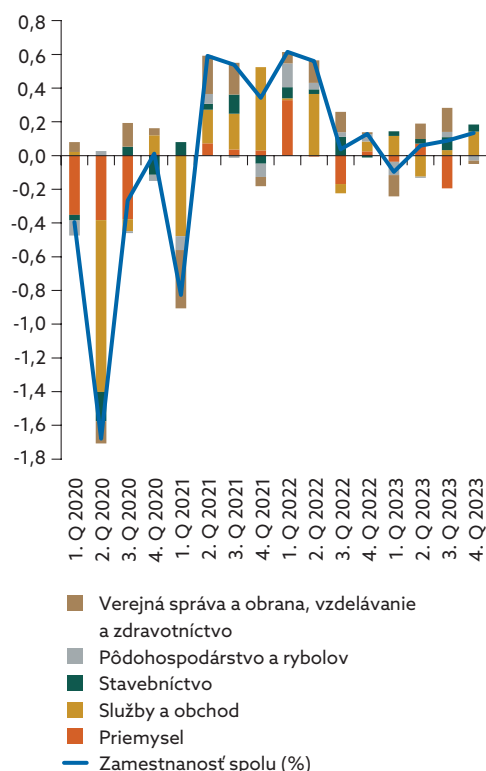
Rast spotreby verejnej správy v závere roka 2023 patril k jedným z najvyšších za posledné obdobie, pričom hlavným faktorom bolo výrazné zvýšenie tarifných miezd vo verejnej správe, ako aj jednorazové zvýšenie vyplatených odmien, odstupných a príplatkov za nadčasy. Tento vývoj čiastočne kompenzoval relatívne dynamický nárast príjmov z tržieb.

2.2.4 Trh práce

Zamestnanosť sa mierne zvýšila aj v závere roka. Nadalej prevláda silný dopyt po skúsených pracovníkoch. Firmám operujúcim v obchode a službách sa podarilo zamestnať najviac ľudí. Stavebníctvu sa darilo v dôsledku dočerpávania eurofondov, a tak prijímali viac zamestnancov (graf 21). V 2. polroku minulého roku sme zaznamenali silný trend využívania živností ako formu pracovného pomeru, pričom počet zamestnancov vzrástol len mierne (graf 22).

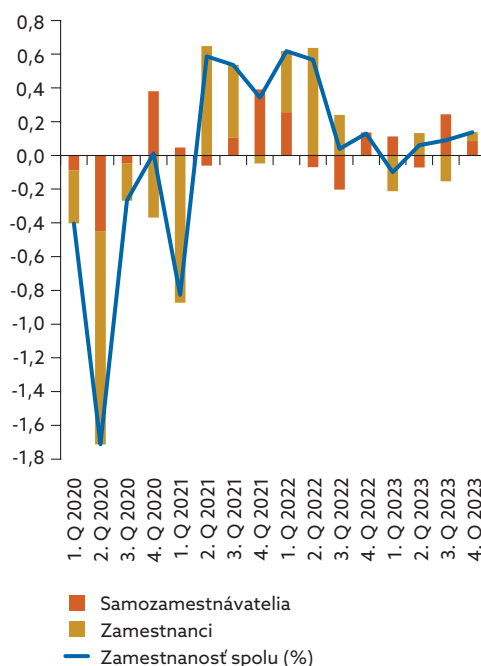
Graf 21

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



Graf 22

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



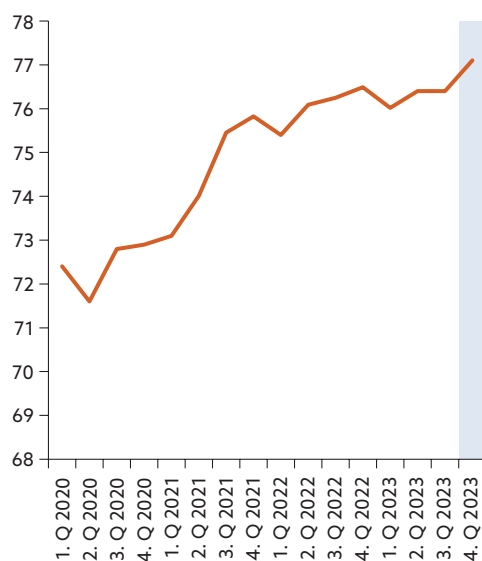
Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Zdroj: ŠÚ SR, NBS

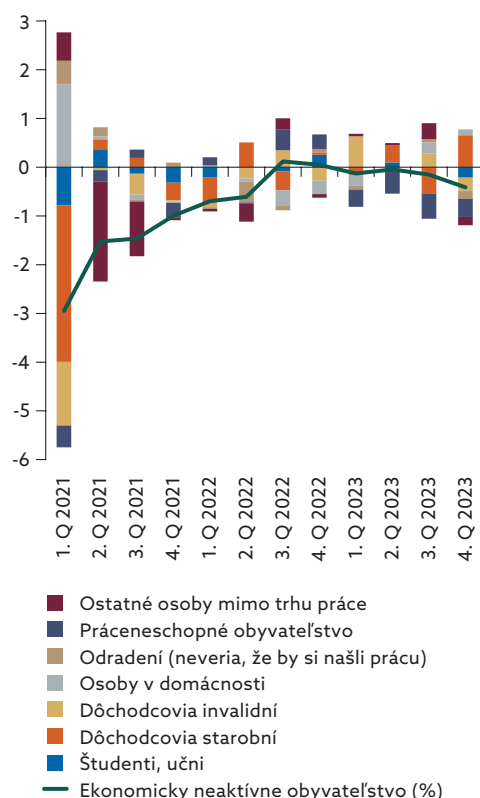
Nedostatok pracovnej sily pretrváva aj napriek tomu, že ponuka pracovnej sily rastie cez rastúci počet zamestnaných cudzincov a zvyšujúcu sa mieru participácie. Hlavnými zdrojmi rastu zamestnanosti vo 4. štvrtroku boli nezamestnaní, ktorí si našli prácu, obnovený presun osôb z neaktivity do aktivity, a tým rastúca miera participácie (graf 23), ako aj pracovná imigrácia. Nezamestnanosť poklesla na historicky najnižšiu úroveň. Na trhu práce stále pribúdajú pracujúci cudzinci. Koncom roka ich počet prekonal hranicu 100-tisíc.

Nadalej dochádza k poklesu ekonomicky neaktívneho obyvateľstva a naopak, k nárastu aktivity. Rastie počet aktívnych starších ľudí. Na trh práce sa vracajú odradení (tí, ktorí neverili, že si nájdu prácu) a ľudia, ktorí ostávali doma z rodinných dôvodov (graf 24). Napriek prísunu týchto ľudí na trh práce zostáva napätie na trhu práce vysoké. Dokumentuje to hlavne ukazovateľ o pociťovanom nedostatku pracovných síl z konjunkturálnych prieskumov, ktorý v 4. štvrtroku dosiahol historicky najvyššiu hodnotu.

Graf 23
Miera participácie (%)



Graf 24
Ekonomicky neaktívne obyvateľstvo
(medzištvrtročná zmena v %, príspevky v p. b.)

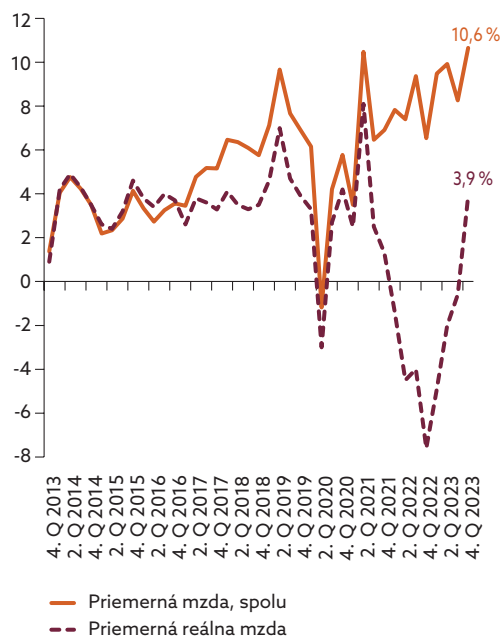


Zdroj: ŠÚ SR, EK, NBS

Zdroj: ÚPSVaR, NBS

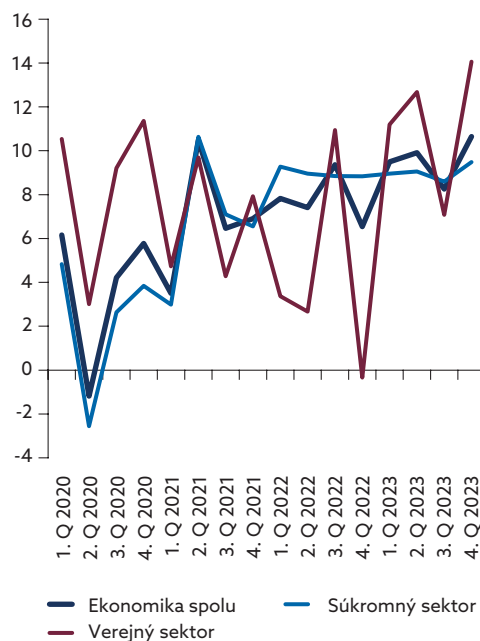
Rast reálnych miezd sa koncom minulého roka obnovil (graf 25). Nominálne mzdy na medziročnej báze prekonal v raste 10-percentnú hranicu. Po dvoch rokoch opätovne vzrástla kúpyschopnosť domácností. Medziročný rast miezd sa zrýchlil hlavne vplyvom silného vývoja miezd vo verejnej správe, v ktorej sa vyplácali jednorazové odmeny. Rast platov v súkromnom sektore sa mierne zrýchlil, ale tu je viditeľná stabilná dynamika okolo 9 % už niekoľko štvrtrokov (graf 26).

Graf 25
Vývoj nominálnej a reálnej mzdy
(medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 26
Vývoj miezd v odvetviach ekonomiky
(medziročná zmena v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

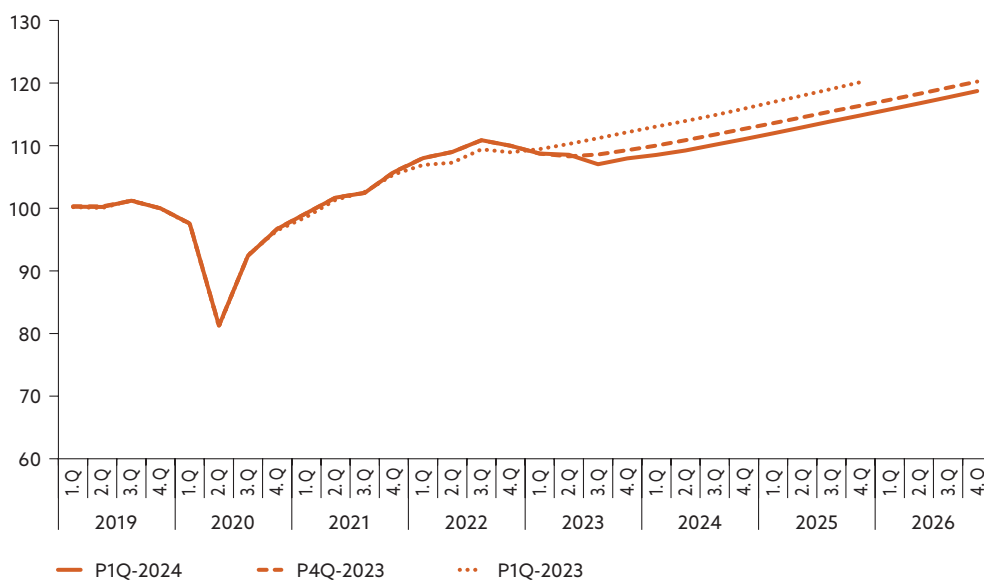
3 Strednodobá predikcia

3.1 Globálny výhľad a technické predpoklady predikcie⁵

Výhľad zahraničného dopytu po slovenských produktoch je opätovne slabší (graf 27). Horší ako pôvodne predpokladaný vývoj naďalej pramení zo slabšieho vývoja dovozov u viacerých našich kľúčových obchodných partnerov, najmä Francúzska, Nemecka a Talianska. Na konci roka 2026 očakávame úroveň zahraničného dopytu nižšiu oproti zimnej predikcii o 1,2 %.

Graf 27

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



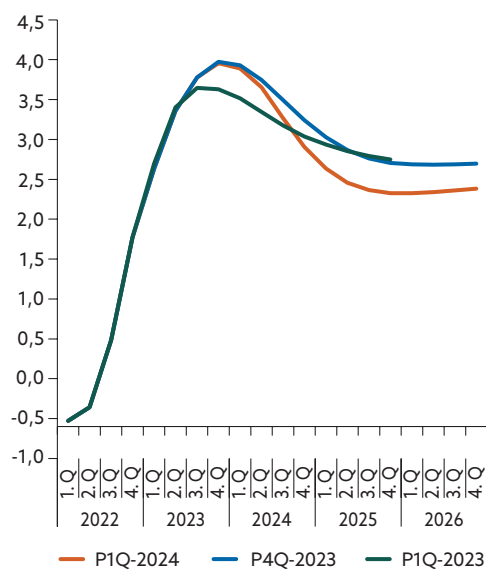
Zdroj: NBS

Cena ropy by mala v celom horizonte predikcie postupne klesať z 86 USD na konci roka 2023 k 73 USD na konci roka 2026. Výmenný kurz by mal zostať stabilný až do konca horizontu predikcie tesne nad úrovňou 1,08 USD/EUR.

Trhy očakávajú prudšie zníženie krátkodobých sadzieb (graf 28). Do konca roka 2025 by ich pokles oproti zimnej predikcii mal činiť približne 40 bázických bodov. Vo východiskových predpokladoch sú dlhodobé sadzby ku koncu roka 2025 o 26 bázických bodov nižšie ako v zimnej predikcii (graf 29).

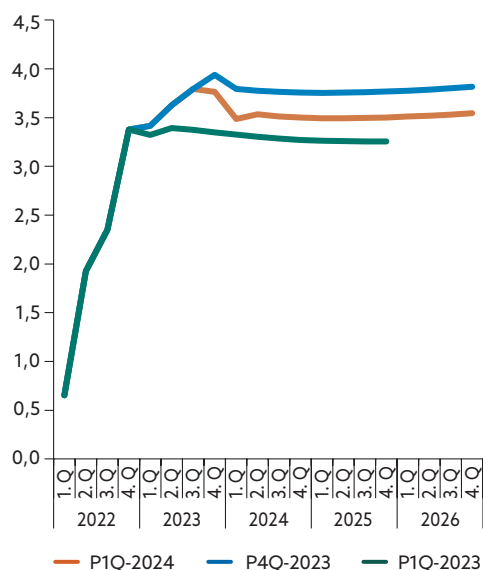
⁵ Technické predpoklady strednodobej prognózy vychádzajú z *Makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu – marec 2024*.

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	Jarná predikcia (P1Q-2024)			Zmena oproti zimnej predikcii (P4Q-2023)		
		2023	2024	2025	2026	2024	2025
Rast zahraničného dopytu Slovenska	-1,3	1,5	3,4	3,4	-0,9	0,1	0,1
Výmenný kurz USD/EUR ¹⁾²⁾ (úroveň)	1,08	1,08	1,08	1,08	0,1	0,1	0,1
Cena ropy v USD ¹⁾²⁾ (úroveň)	83,7	81,4	76,0	72,8	1,6	-0,8	-1,1
Cena ropy v USD ¹⁾	-19,2	-2,8	-6,6	-4,1	1,8	-2,2	-0,3
Cena ropy v EUR ¹⁾	-21,3	-3,2	-6,6	-4,1	1,8	-2,2	-0,3
Cena neenergetických komodít ¹⁾	-12,5	0,6	2,0	0,1	2,9	-0,4	-1,6
EURIBOR - 3M (% p. a.)	3,4	3,4	2,4	2,4	-0,2	-0,4	-0,3
Výnos 10-ročného štátneho dlhopisu SR (%)	3,6	3,5	3,5	3,5	-0,3	-0,3	-0,3

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

Horší zahraničný dopyt a vyšší sklon domácností k úsporám posúvajú oživenie ekonomiky na neskoršie obdobie. Na eurozónu dolieha prísnejšia menová politika a problémy s konkurencieschopnosťou v dôsledku energetickej krízy. Z tohto dôvodu sa zhoršili vyhliadky jej rastu v najbližších mesiacoch, čo znižuje rast dopytu po našich výrobkoch a službách zo zahraničia.

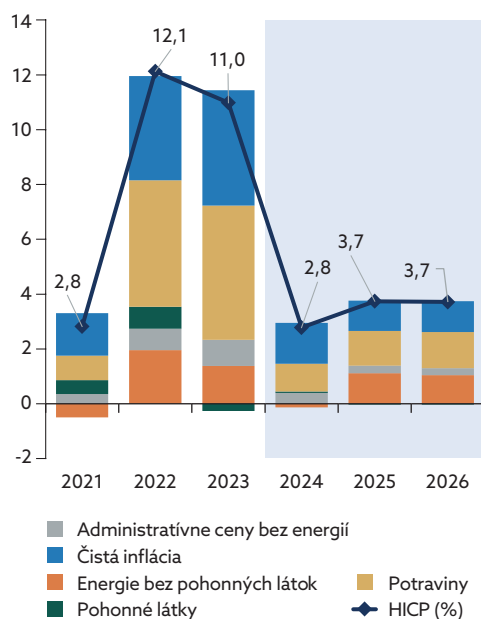
Spotrebiteľský dopyt sa prepadol a zatiaľ nevidíme aj napriek rastu reálnych príjmov náznaky jeho výraznejšej obnovy. Domácnosti si pravdepodobne doplnia úspory a k vyšším výdavkom sa odhodlajú s postupným dobiehaním stratenej kúpyschopnosti.

V tomto roku zhoršujeme výhľad rastu ekonomiky v porovnaní so zimnou predpoveďou. Pre slabší domáci aj zahraničný dopyt by ekonomika mala operovať pod svojím potenciálom. V ďalších dvoch rokoch by sa naša ekonomika mohla rozbehnúť. Vďaka nižším trhovým cenám energií sa vytvoril priestor pre rýchlejší rast reálnych miezd, čo podporí súkromnú spotrebu. Ekonomika by tak mala výraznejšie zrýchliť a začať sa prehrievať. V roku 2026 by sme sa mali dostať s výkonom hospodárstva takmer na rovnakú úroveň, ako sme predpovedali v zime.

Inflácia v tomto roku výrazne klesne v dôsledku odznievania nákladových faktorov (graf 30). V nasledujúcich rokoch príde vplyvom nevyhnutného dobiehania trhových cien energií k zrýchleniu tesne pod 4 %. Aktuálne dochádza k výraznému spomaleniu inflácie, ceny potravín však nenaplnili naše očakávania a v porovnaní s predpokladmi rástli mierne rýchlejšie. Prejaví sa to v nepatrne vyššej priemernej inflácii v tomto roku. Dobrou správou je vývoj na komoditných trhoch. Ceny energetických komodít sa vrátili takmer na úroveň pred začiatkom vojny na Ukrajine. Ceny energií pre spotrebiteľov by sa tak mali zvyšovať menším tempom, ako sa pôvodne v zime predpokladalo (graf 31).

Graf 30

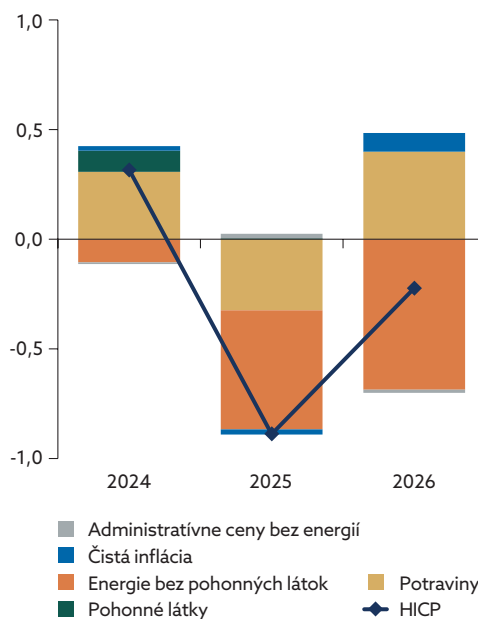
Štruktúra inflácie HICP (medziročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 31

Posun v predikcii oproti decembru (p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Všetky faktory hrajú v prospech znižovania inflácie. Problémy v dodávateľských reťazcoch a v logistike odznali, ceny komodít poklesli, čo sa prejavilo v zníženej dovezenej inflácii. Vidíme to najmä pri potravinách a tovaroch.

Z domácej ekonomiky sa postupne mierne utlmujú aj inflačné tlaky, a to ako z nákladovej strany, tak aj z ochladeného dopytu. Spotrebiteľský dopyt pokrívka, domáce nákladové faktory odznievajú a ceny služieb rastú miernejšie ako v predchádzajúcich rokoch. Čistá inflácia by sa mala ustáliť okolo 2,5 % v roku 2025 a 2026, pričom väčšiu rolu by mal zohrávať rast platov než iné nákladové faktory.

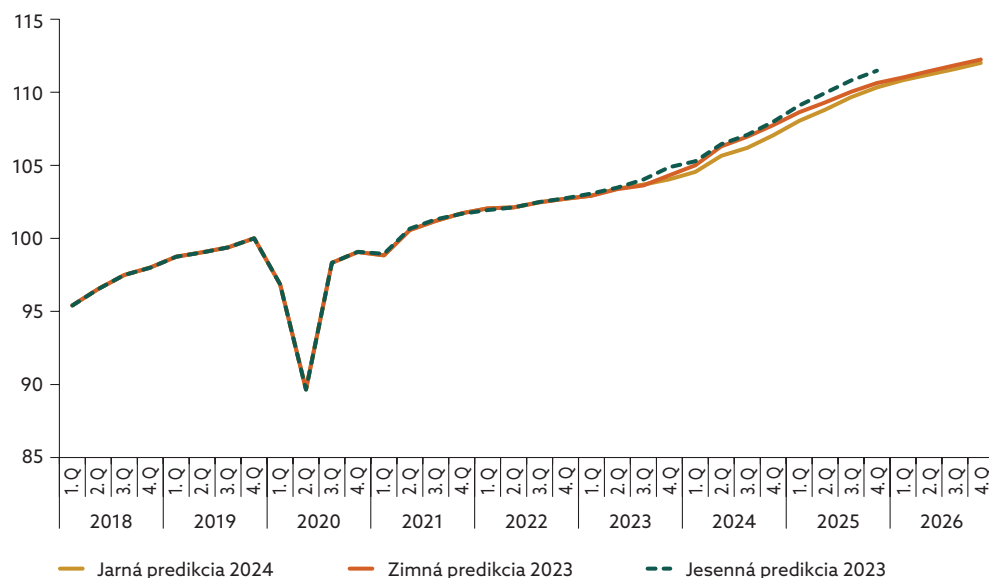
Tabuľka 3 Vývoj jednotlivých zložiek inflácie (medziročná zmena v %)

	Priemer 2004 - 2008 (predkrízové obdobie)	Priemer 2010 - 2014 (pokrízové euro obdobie)	2022	2023	2024	2025	2026
HICP	4,1	2,0	12,1	11,0	2,8	3,7	3,7
Potraviny	3,6	3,1	16,1	15,6	3,2	4,0	4,1
Priemyselné tovary bez energií	0,2	0,3	7,3	8,8	2,5	2,1	1,9
Energie	8,3	2,3	18,8	7,5	-0,6	7,4	7,0
Služby	5,3	2,5	9,3	10,2	4,4	3,1	3,3
Čistá inflácia	1,8	1,0	8,3	9,3	3,3	2,5	2,5

Zdroj: ŠÚ SR, NBS

Graf 32

Vývoj HDP (index, 4. Q 2019 = 100)



Zdroj: NBS

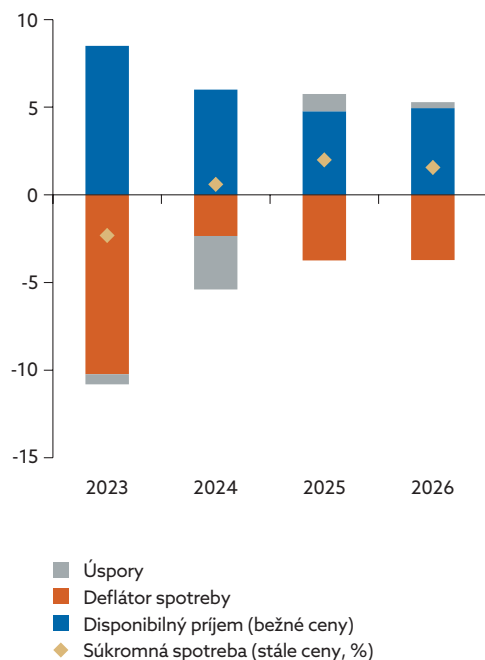
Krátkodobo sa bude ekonomike dariť horšie, ale ku koncu prognózovaného obdobia by sme sa mali vrátiť približne na úroveň predchádzajúcej predikcie. V najbližších štvrtrokoch sme pristúpili k prehodnoteniu nadol

(graf 32) z dôvodu slabšieho zahraničného dopytu a väčšieho príklonu domácností k úsporám v najbližšom období.

Nášmu exportne orientovanému priemyslu sa bude prechodne dať menej. Ekonomika eurozóny balansuje na pokraji recesie a zatiaľ nevidieť žiadne znaky zlepšenia. Očakávame, že obrat by mohol nastať v druhej polovici roka. Ceny energií spadli na nízke úrovne, čo môže pomôcť konkurencieschopnosti Európy. Priaznivý vývoj na trhu práce s postupným rastom reálnych príjmov by mali predstavovať pozitívny impulz pre náš export.

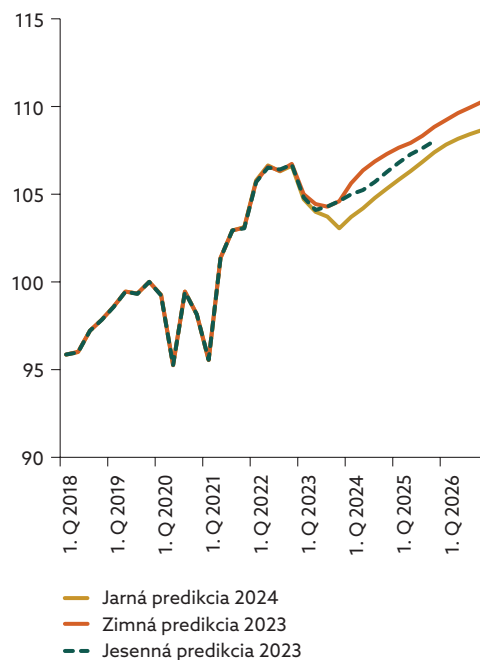
Spotrebiteľský dopyt sa prepadol a domácnosti začali viac šetriť (graf 33), čo podkopáva očakávané výraznejšie oživenie súkromnej spotreby. Stimul v podobe rastu reálnych príjmov koncom minulého roka zatiaľ nepriniesol želateľný efekt väčších výdavkov. Prvé mesiace tohto roka však signalizujú odrazenie od dna. Opatrnosť domácností napriek tomu zostáva prítomná a v ďalších rokoch očakávame citelné zrýchlenie spotrebiteľských výdavkov (graf 34). Predpokladáme, že domácnosti si v tých rokoch budú trochu menej odkladať do úspor.

Graf 33
Dekompozícia súkromnej spotreby
(medziročná zmena v %, príspevky
v p. b.)



Zdroj: NBS

Graf 34
Súkromná spotreba (index, 4. Q 2019
= 100)



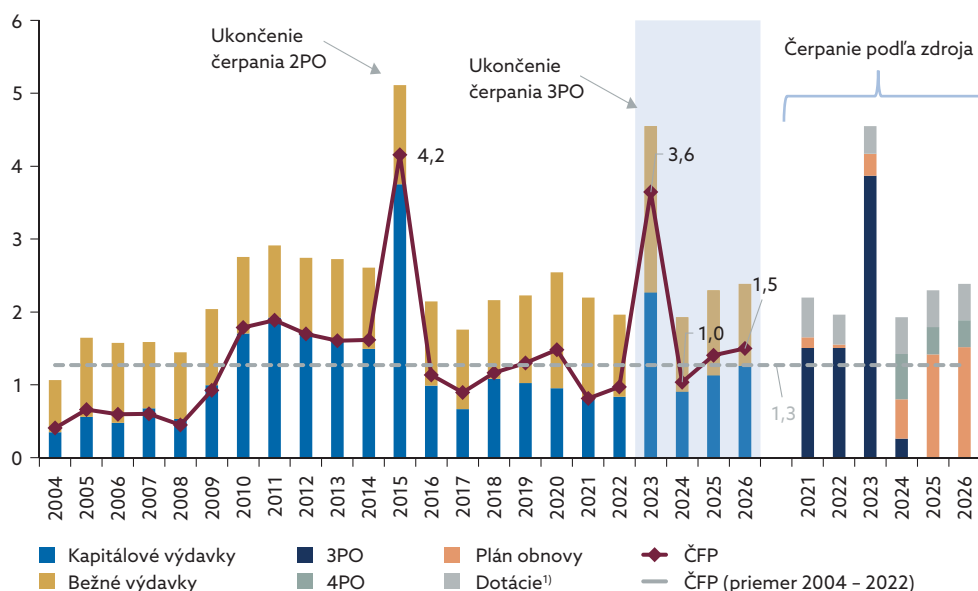
Zdroj: NBS

Investičný dopyt sa vplyvom silného dobehu čerpania eurofondov dočasne spomalí (graf 35). Investície potiahli ekonomiku v závere minulého roka, keď sa dočerpávali eurofondy. V najbližších štvrtroch

očakávame zvoľnenie najmä vládnych investícií. Čisté príjmy z rozpočtu EÚ by mali klesnúť pod dlhodobý priemer na úroveň 1,0 % HDP. Rozbehnúť by sa mali až opätovne s približujúcim sa koncom využitia prostriedkov z Plánu obnovy. Postupne s obnovením zahraničného dopytu by mali firmy začať viac investovať. Pomôže aj príchod novej automobilky a prechod na produkciu áut so všetkými druhmi pohonu.

Graf 35

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



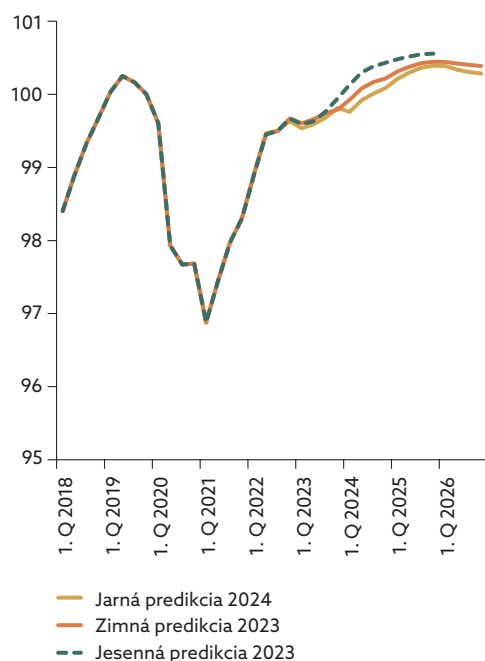
Zdroj: NBS

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

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

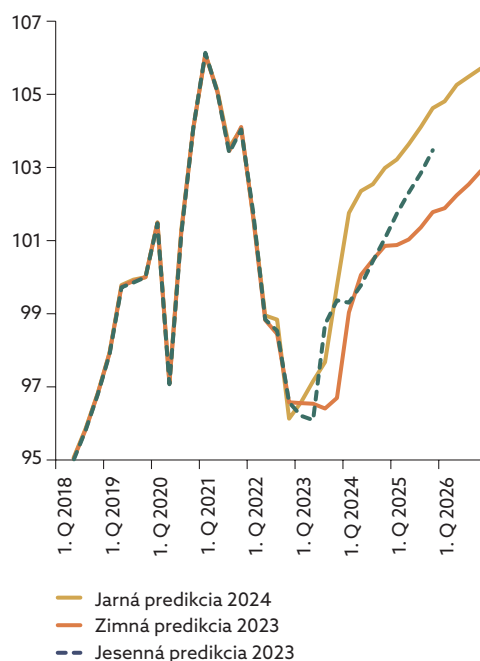
Zvýšené odchody do predčasných penzií by sa mali zamestnanosti dotknúť len okrajovo (graf 36). Na trhu práce prevláda stále priaznivá situácia spojená s obrovským dopytom po pracovnej sile. Zjemnenie podmienok odchodu do predčasných dôchodkov spôsobilo, že sa nahromadilo viac žiadostí do pomerne krátkeho obdobia. Tento posun v čase znamená, že firmy budú prechodne pociťovať väčší nedostatok vhodných pracovných síl. Rátame preto s tým, že zamestnanosť môže aktuálne aj prechodne poklesnúť. Z tohto dôvodu očakávame väčší počet odpracovaných hodín aktuálnych zamestnancov. Neskôr by sa situácia mohla zlepšiť, firmy by mohli okrem domácich zdrojov vo väčšej miere zapojiť aj zahraničných pracovníkov.

Graf 36
Vývoj zamestnanosti (index,
4. Q 2019 = 100)



Zdroj: NBS

Graf 37
Vývoj reálnych kompenzácií na
zamestnanca (index, 4. Q 2019 = 100)



Zdroj: NBS

Nedostatok pracovných síl a viac odpracovaných hodín bude tlačiť na rast nominálnych miezd. Nominálne mzdy by mali pomerne dynamicky rásť v celom horizonte predikcie. Napomáhať tomu bude problém s hľadaním vhodnej pracovnej sily. Prudký pokles inflácie v tomto roku spôsobí, že domácnostiam sa výrazne zlepši kúpyschopnosť. Dobiehanie straty reálnych príjmov z obdobia vysokej inflácie by malo pokračovať aj v ďalších rokoch (graf 37). Vzhľadom na nižší rast cien v rokoch 2025 a 2026 oproti zimnej predikcii predpokladáme, že mzdové vyjednávania a očakávania mierne poklesnú.

Tabuľka 4 Mzdy (medziročná zmena v %)

	2022	2023	2024	2025	2026
Nominálna produktivita práce	7,5	10,7	5,9	4,5	6,2
Mzda, ekonomika SR	7,0	9,1	7,2	5,3	5,1
Reálna mzda, ekonomika SR	-5,2	-1,3	4,3	1,5	1,4
Mzda, súkromný sektor	8,3	8,8	7,6	5,5	5,4
Reálna mzda, súkromný sektor	-4,0	-1,5	4,7	1,8	1,7
Mzda, verejná správa, školstvo, zdravotníctvo	2,9	10,1	5,7	4,6	4,4
Reálna mzda, verejná správa, školstvo, zdravotníctvo	-8,7	-0,4	2,8	1,0	0,8

Zdroj: ŠÚ SR, NBS

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

Box 3

Odhadovaný potenciálny rast slovenskej ekonomiky v rokoch 2024 – 2026

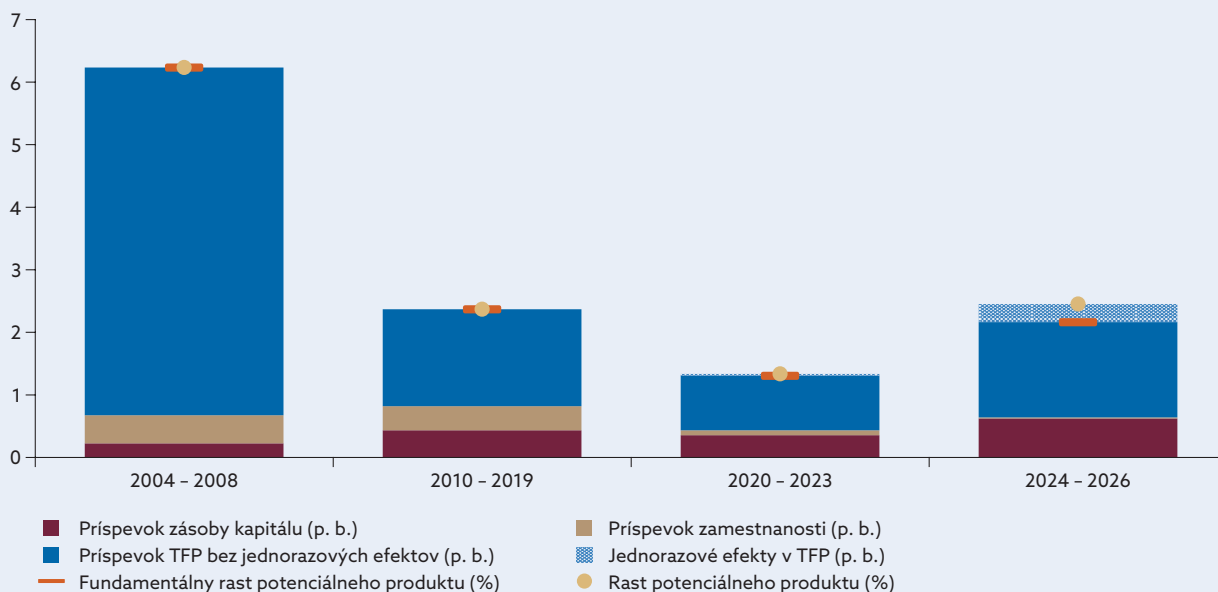
Vývoj potenciálu ekonomiky

V období rokov 2004 – 2008 rástol produkčný potenciál slovenskej ekonomiky rekordne rýchlo⁶. Po finančnej kríze však nastalo hospodárske ochladenie, čo sa odzrkadlilo v zníženom potenciálnom aj celkovom ekonomickom raste. Kým priemerné tempo rastu potenciálneho HDP v rokoch 2004 – 2008 dosiahlo 6,2 %, v rokoch 2010 – 2019 už činilo len 2,4 % a v rokoch 2020 – 2023 dokonca len 1,3 %. Na roky 2024 – 2026 odhadujeme mieru rastu potenciálneho HDP na úrovni 2,5 %.

Pri hodnotení ekonomického vývoja a prognózovaní jeho trendov je však kľúčové zaoberať sa jeho štruktúrou. Graf A ilustruje spomalenie potenciálneho rastu ekonomiky, ako i jeho dekompozíciu na základné produkčné faktory – kapitál, práca – a produktivita. Na konci dňa je kľúčová celková produktivita produkčných faktorov (tzv. TFP – total factor productivity), ktorá určuje, koľko sa vyprodukuje pri danom stave kapitálu a práce.

Graf A

Rozklad potenciálneho rastu ekonomiky (medziročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: NBS

⁶ Potenciálne HDP a jeho rast nie sú priamo pozorovateľné. Naše odhady sú výsledkom konvenčne používaného tzv. rastového účtovníctva, ktoré sa používa na rozloženie miery rastu ekonomiky na príspevky rastu vstupov – kapitálu a práce – a technologického pokroku. Vid' R. Solow, Technical change and the aggregate production function, Review of Economics and Statistics, 1956, Vol. 70(3).

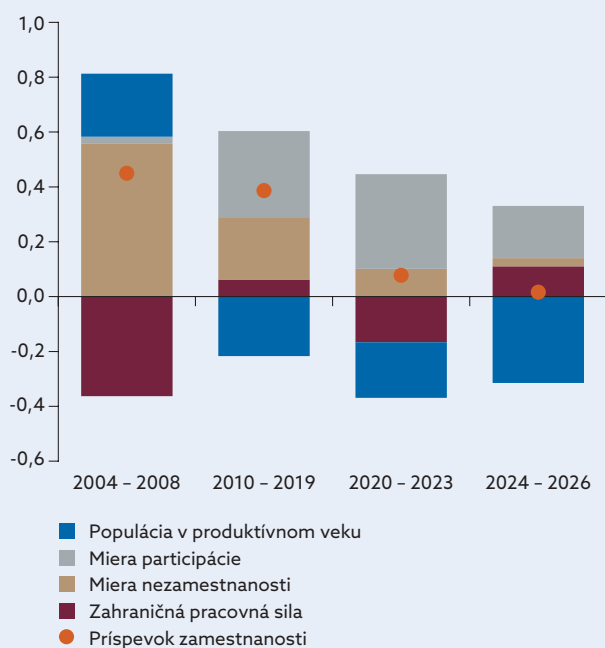
Vplyv produktivity

Rast ekonomického potenciálu Slovenska je dlhodobo poháňaný práve technologickým pokrokom. Ten zahŕňa nielen nové technológie, ale aj zefektívňovanie výroby, kvalitu ľudského kapitálu atď. Jeho rekordný rast v rokoch 2004 – 2008 bol výsledkom prílevu zahraničných investícií, reformného úsilia a nízkej základne, od ktorej sa ekonomika odrazila.

Miera participácie na trhu práce nateraz kompenzuje negatívny demografický vývoj. Okrem produktivity však treba upozorniť aj na to, že kým do roku 2019 ekonomika dokázala generovať rast aj cez trh práce, od roku 2020 je príspevok rastu pracovnej sily takmer nulový. Začína sa čoraz viac prehlbovať problém starnutia populácie. Navyšovanie miery participácie na trhu práce (najmä starších populačných ročníkov) kompenzuje menšie množstvo pracovnej sily (graf B).

Graf B

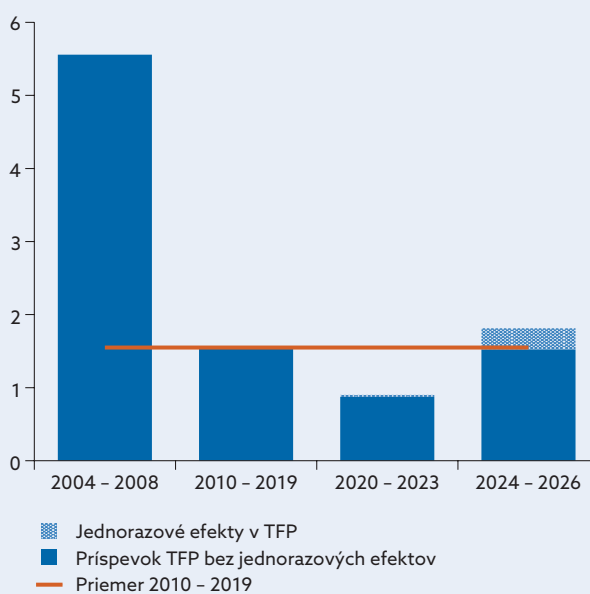
Dekompozícia príspevku zamestnanosti (p. b.)



Zdroj: NBS

Graf C

Produktivita výrobných faktorov (TFP) (p. b.)



Zdroj: NBS

Zabezpečenie pracovnej sily

Keďže ďalšie navyšovanie miery participácie a vyššia inklúzia dlhodobo nezamestnaných nie sú v strednodobom horizonte bez výraznejších investícií a reforiem pravdepodobné, z pohľadu ekonomickej perspektívy je dôležité zabraňovať odlevu pracovnej sily do zahraničia a, naopak, zo zahraničia ju prilákať. Naša aktuálna predikcia predpokladá dodatočný kumulatívny prílev zahraničných pracovníkov vo výške približne 30-tisíc

osôb, pričom spolu by mohlo na trhu práce v horizonte predikcie pôsobiť viac ako 130-tisíc zahraničných pracovníkov.

Rast produktivity

Na roky 2024 – 2026 odhadujeme rast celkovej produktivity TFP na úrovni 1,8 %, čo je mierne nad úrovňou rokov 2010 – 2019 vo výške 1,5 % (graf C). Tento predpoklad počíta s jednorazovým príspevkom investícií a novej výroby v automobilovom sektore. Bez dodatočných reformných krokov, úspešnej podpory produktívnych investícií, vedy, výskumu a inovácií nebude možné počítať s príspevkom TFP vyšším ako za poslednú dekádu.

Celkový rast potenciálneho HDP by mohol v horizonte predikcie dosiahnuť v priemere 2,5 %. Po očistení o jednorazové vplyvy v automobilovom sektore by to bolo niečo nad 2 %. Takýto odhad rastu potenciálneho produktu by sa pri absencii spomínaných podporných krokov mohol považovať za maximálne možný.

3.3 Prognoza vývoja verejných financií

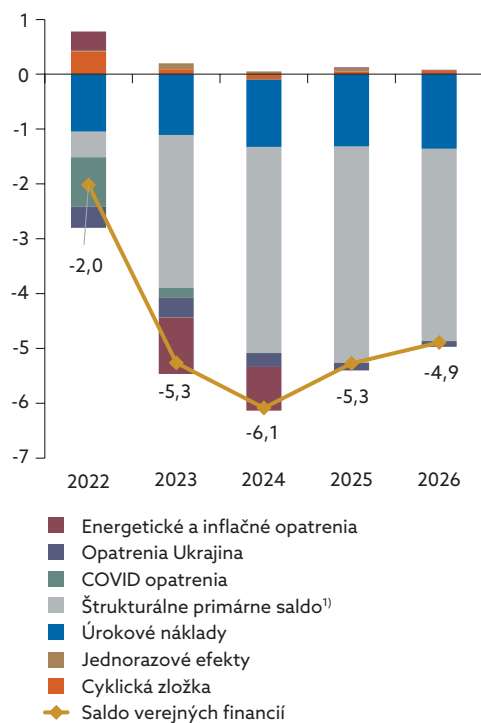
Deficit verejných financií by mal v roku 2024 dosiahnuť 6,1 % HDP, pričom ide o nárast o 0,8 p. b. oproti už aj tak vysokej úrovni v roku 2023 (graf 38). Toto zhoršenie je predovšetkým štrukturálneho charakteru. V roku 2024 bude pretrvávať rast sociálnych výdavkov spôsobený vysokou infláciou v predchádzajúcom roku, ako aj opatreniami na zvýšenie starobných dôchodkov v aktuálnom roku. Ďalej na výšku deficitu negatívne vplýva pretrvávajúca pomoc s vysokými cenami energií, aj keď v menšom rozsahu ako v roku 2023. Významným negatívnym faktorom je aj očakávané dodanie vojenskej techniky v tomto roku a rast úrokových nákladov na obsluhu verejného dlhu. V ďalších rokoch sa očakáva odznenie energo opatrení, ktoré sa spolu so slabnúcou infláciou a skončením niektorých dočasných sociálnych opatrení (týkajúcich sa rodinnej politiky) premietnu do postupného zlepšenia deficitu až na úroveň 4,9 % HDP v roku 2026.

Verejný dlh podľa prvých odhadov klesol v roku 2023 na 56,5 % HDP (graf 40). Horný limit dlhovej brzdy by mal však naďalej presahovať⁷. Samotný rozpočtový deficit očistený o úrokové náklady prispieva k rastu zadlženia o viac ako 4 p. b. Tento negatívny vplyv je vykompenzovaný

⁷ 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.

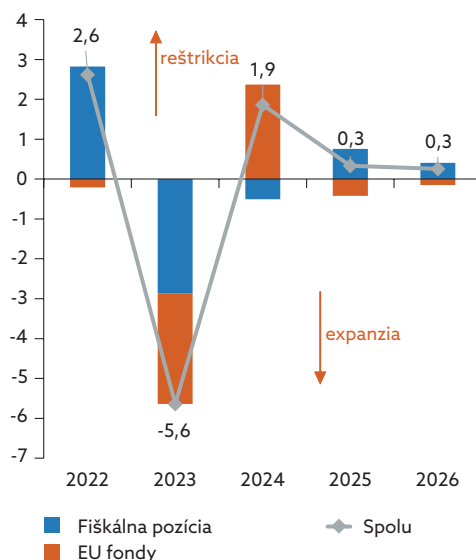
nominálnym rastom ekonomiky pri relatívne ešte nízkej implicitnej úrokovej miere⁸. Pozitívne pôsobilo aj čiastočné financovanie z rezerv, kde pri pomerne vysokom objeme likvidných finančných prostriedkov nebolo nutné v plnej miere emitovať dodatočný dlh na pokrytie potrieb deficitného hospodárenia.

Graf 38
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 prísť k ich odbúraníu.

Graf 39
Fiškálna pozícia (p. b. HDP)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS
Poznámka: Fiškálna pozícia – medziročná zmena cyklicky očisteného primárneho salda.

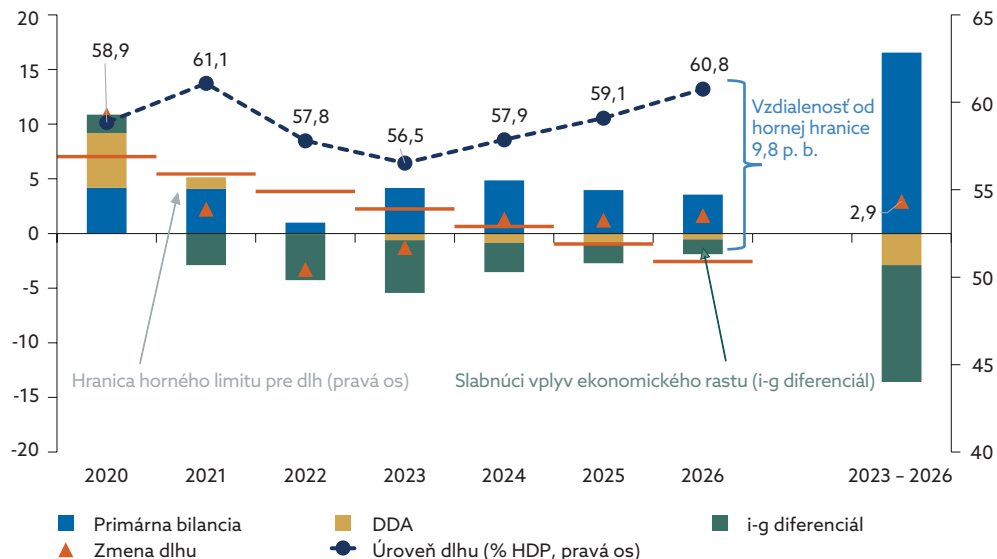
V ďalších rokoch by mal dlh pri deficitnom hospodárení opäť rásť až nad 60 % HDP. Na konci horizontu by mal byť vzdialený hornej hranici dlhovej brzdy⁹ takmer 10 p. b. Očakávaná konsolidácia rozpočtových deficitov by mala zmierňovať tlak na finančnú potrebu najmä štátu. Tempo konsolidácie však bez dodatočných opatrení nebude stačiť na zastavenie rastu zadĺženia. Odznievanie inflačného šoku spomaľuje nominálny rast ekonomiky. Zároveň sa s rastom úrokových výnosov nových pôžičiek zvyšujú náklady na refinancovanie splatného dlhu

⁸ Implicitná úroková miera je počítaná ako pomer platených úrokov k dlhu v predchádzajúcom roku.
⁹ Horná hranica dlhovej brzdy platná pre hrubý dlh v roku 2026 je 51 % HDP.

a krytie rozpočtových deficitov. To by sa malo prejavíť v postupnom oslabovaní pôsobenia ekonomického rastu na spomaľovanie zadlžovania až k hranici jeho vyčerpania¹⁰.

Graf 40

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



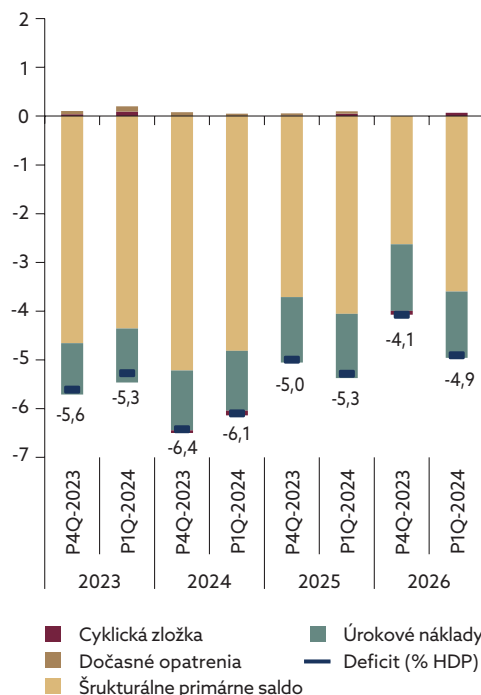
Zdroj: NBS, ŠÚ SR

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

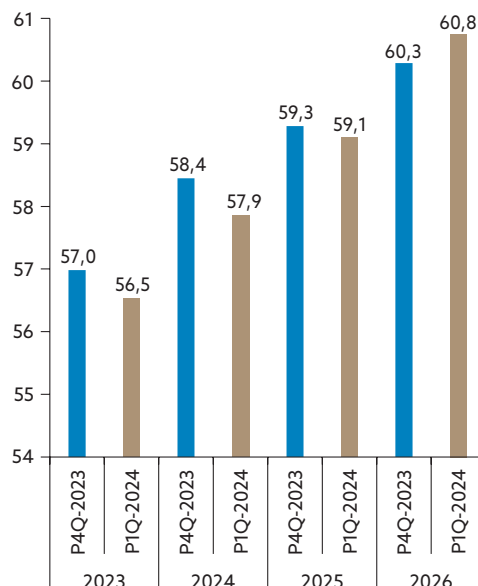
V porovnaní s predchádzajúcou prognózou očakávame v roku 2024 lepšie saldo o 0,3 p. b. (graf 41), najmä z dôvodu nižšej očakávanej energo pomoci a presunu dodávok armádnej techniky na neskoršie roky. Naopak, v rokoch 2025 – 2026 je odhad salda horší o 0,3 p. b. v roku 2025 a 0,8 p. b. v roku 2026. Zvyšujeme odhad rastu sociálnych výdavkov a platieb za zdravotnú starostlivosť. Časť zhoršenia ide na vrub odkladu časti dodávok vojenskej techniky do týchto rokov. Naopak, pozitívne pôsobí očakávané odznenie energo pomoci v roku 2025, kde sa už výdavky na tento účel nepredpokladajú.

¹⁰ Rozdiel implicitnej úrokovej miery z úročenia dlhu (i) a nominálneho rastu HDP (g), tzv. $i-g$ diferenciál, pôsobí na pokles relatívneho zadlženia ak $g > i$. V opačnom prípade rast ekonomiky nedokáže prevážiť vplyv rastúcich nákladov a dochádza k nabaľovaniu dlhu (efekt snehovej gule). Pri deficitnom rozpočte to predstavuje riziko nekontrolovaného rastu zadlženia.

Graf 41
Porovnanie deficitu a jeho
dekompozície (% HDP, príspevky
v p. b.)



Graf 42
Porovnanie verejného dlhu (% HDP)

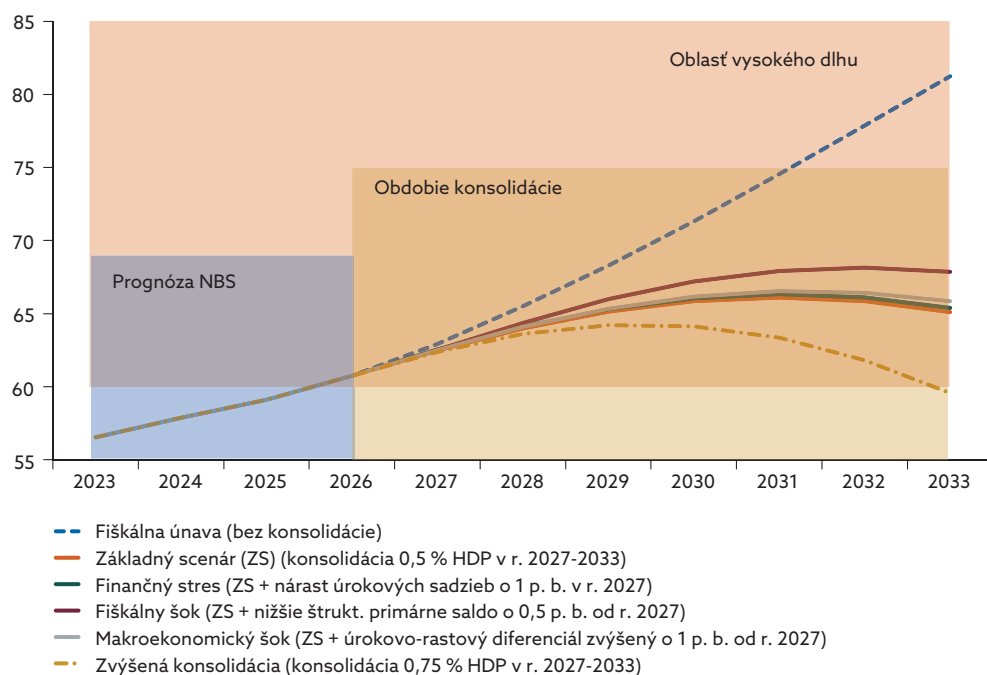


Zdroj: NBS

Zdroj: NBS

Bez prijatia dodatočných konsolidačných opatrení v horizonte prognózy dochádza k stabilizácii dlhu až ku koncu dekády aj pri pokračujúcej konsolidácii za horizontom predikcie. Pre stabilizáciu dlhu je nevyhnutná po roku 2026 nepretržitá minimálna konsolidácia na úrovni 0,5 % HDP až do roku 2033, pričom zadlženosť by v tomto prípade neklesla pod 65 % HDP. Na zvrátenie verejného dlhu pod hranicu 60 % HDP je potrebné kontinuálne zlepšovať rozpočtovú bilanciu tempom viac ako 0,75 p. b. HDP ročne, čím by sa deficit dostal na trajektóriu prebytkového hospodárenia v priebehu roku 2030. Ak by sa po roku 2026 prejavila tzv. fiškálna únava, t. j. nedochádzalo by k žiadnej konsolidácii, verejný dlh by nekontrolovane narástol až nad hranicu 80 % HDP v roku 2033 (graf 43). Odkladanie konsolidácie v čase navyše nevytvára priestor na neočakávané nepriaznivé fiškálne, makroekonomické alebo finančné šoky. Prijatie dodatočných konsolidačných opatrení, ktoré môže súvisieť s požiadavkami nových európskych fiškálnych pravidiel, predstavuje špecifické makrofiškálne riziko, ktoré bližšie popisujeme v kapitole venovanej rizikám v boxe 4.

Graf 43
Hrubý dlh verejnej správy v scenároch DSA¹¹ (% HDP)



Zdroj: NBS

3.4 Riziká prognózy

V reálnej ekonomike prevládajú riziká smerom nadol. Najväčšie riziko plyní z potrebnej konsolidácie verejných financií. Situácia si vyžaduje splnenie aspoň minimálnych požiadaviek pravidiel EÚ na konsolidáciu verejných financií v ďalších rokoch. Ak budú prijaté opatrenia v potrebnom rozsahu, bude to mať vplyv na domáci dopyt. Oslabí to tak ekonomickú aktivitu.

Negatívnym rizikom pre verejné financie je aj vývoj rizikovej prirážky pre štátne dlhopisy. Odčerpávalo by to verejné zdroje na úkor primárnych výdavkov v prospech dlhovej služby, viedlo k vyššej dynamike zadlženia a zhoršilo podmienky na dosiahnutie konsolidačných cieľov.

Rizikom slabšieho hospodárskeho vývoja je aj zahraničný dopyt. Pokrývajúca európska ekonomika môže predstavovať brzdu oživenia nášho exportu. V prípade nenaštartovania potrebných reforiem na

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 – 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.

znovuzískanie konkurencieschopnosti európskych firiem môže na to naša ekonomika doplatiť slabšou výkonnosťou.

Riziko pre vývoj ekonomiky z dlhodobejšej perspektívy predstavuje prechod na nízkouhlíkovú ekonomiku. Ak by sme nezachytili súčasné trendy, mohli by sme v budúcnosti prísť o perspektívne odvetvia ekonomiky, následkom čoho by bol slabší potenciálny rast ekonomiky.

Vzhľadom na dlhodobý problém s čerpaním eurofondov a problémy s plnením mílnikov a implementáciou vidíme riziká slabšieho čerpania prostriedkov z Plánu obnovy a nového programového obdobia.

V cenovom vývoji vnímame riziká smerom nahor. Na jednej strane nemožno vylúčiť volatilitu na komoditných trhoch, najmä s energiami. Nárast cien energií by mohol potiahnuť infláciu vyššie. Rovnako aj prípadná dodatočná konsolidácia, ktorá by zahŕňala zvyšovanie spotrebných daní, by mohla spôsobiť vyšší rast cien. Zároveň sa však oslabí spotrebiteľský a investičný dopyt, čo by mohlo tlmiť cenový rast.

Box 4

Analýza citlivosti – scenár dodatočnej konsolidácie

Na ilustráciu veľkosti možného vplyvu dodatočného ozdravovania verejných financií sme sa pozreli na pomerne hraničný prípad ambicióznejšej konsolidácie. Tá zahŕňa zníženie deficitu verejných financií pod 3 % HDP v roku 2026 a jej dôsledkom je stabilizácia miery zadlženia krajiny okolo jej súčasnej úrovne. Vplyv na vývoj ekonomiky pri takomto scenári je citelný, no vzhľadom na očakávanú fázu oživenia v domácej i zahraničnej ekonomike zvládnuteľný.

V základnom scenári fiškálneho vývoja sa predpokladá mierne znižovanie rozpočtového deficitu. Na konci horizontu by mal deficit stále presahovať úroveň 3 % HDP. Verejný dlh kontinuálne rastie pri vysokej miere deficitného hospodárenia. Bez dodatočnej konsolidácie na 10-ročnom horizonte by presiahol hranicu 80 %¹².

Naplnenie rozpočtových cieľov v rokoch 2025 a 2026 si vyžiada prijatie dodatočných konsolidačných opatrení. Rýchlejšiu konsolidáciu si vyžadajú nové fiškálne pravidlá EÚ, ktoré by mali začať platiť budúci rok. Tie by mali zohľadňovať osobitosti jednotlivých krajín z hľadiska ich makro-fiškálnej pozície. Krajiny presahujúce referenčné hodnoty pre dlh (> 60 %) a deficit (> 3 %) by mali prijať strednodobé fiškálno-štrukturálne plány na základe „referenčnej trajektórie vývoja dlhu“ odporúčanej Európskou komisou¹³. Scenár dodatočnej

¹² Podľa simulácie z nástroja analýzy dlhovej udržateľnosti (DSA).

¹³ Postupná úprava („adjustment path“) zachytená v národnom pláne je stanovená na 4 roky a v podmienenom prípade 7 rokov, ak krajina svoj plán založí na hodnovernom záväzku investícií a štrukturálnych reforiem zvyšujúcich odolnosť ekonomiky.

konsolidácie predpokladá ambiciózný 4-ročný plán konsolidovať rozpočtový deficit o 1,7 p. b. od roku 2025¹⁴ a zníženie nominálneho deficitu pod 3 % v roku 2026.

Tabuľka A Rozpočtová bilancia v scenári dodatočnej konsolidácie						
Kód	Položka	Jednotka	2023	2024	2025	2026
A	Bilancia rozpočtu VS – základný scenár (ZS)	% HDP	-5,3	-6,1	-5,3	-4,9
B	Štrukturálna primárna bilancia v ZS (SPB)		-4,4	-4,8	-4,1	-3,6
$C=B_{(t)}-B_{(t-1)}$	Konsolidácia SPB v ZS				0,8	0,5
D	Požadovaná konsolidácia SPB	p.b. HDP			1,7	1,7
$E_{(t)}=D_{(t)}-C_{(t)}+E_{(t-1)}$	Dodatočná konsolidácia				0,9	2,2
F=A+E	Bilancia rozpočtu VS – scenár dodatočnej konsolidácie	% HDP	-5,3	-6,1	-4,3	-2,7
H	Dodatočné zlepšenie bilancie – nešpecifikované konsolidačné opatrenia	mil. EUR			1 300	3 200

Zdroj: NBS

V scenári dodatočnej konsolidácie¹⁵ sa prijímajú opatrenia nad rámec základného scenára, ktoré by v roku 2025 dosiahli 0,9 p. b. HDP, resp. v nasledujúcom roku kumulatívne 2,2 p. b. HDP (t. j. vrátane už prijatých opatrení z predchádzajúceho roku). Deficit by tak na konci horizontu klesol pod 3-percentnú hranicu (2,7 % HDP) (graf A). V nominálnom vyjadrení by mala vláda prijať opatrenia (zvýšiť príjmy alebo znížiť výdavky) v objeme 1,3 mld. € v roku 2025, resp. v nasledujúcom roku dodatočných 1,9 mld. € (kumulatívne 3,2 mld. €).

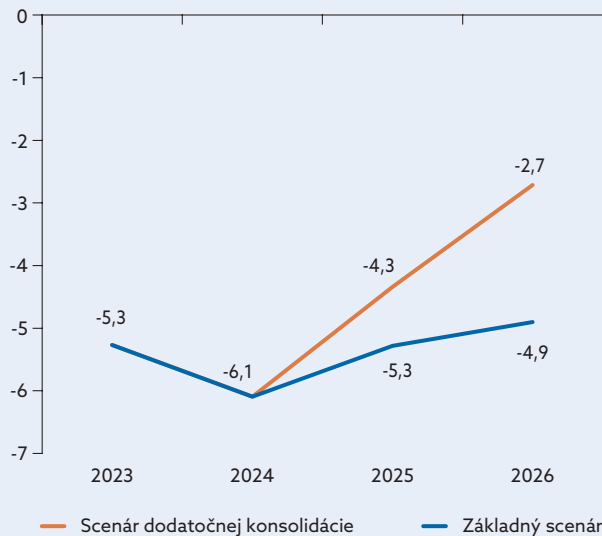
Dlh by sa odvrátil od trajektórie rastu k úrovni 58,0 % HDP (graf B). Aj napriek razantnej konsolidácii by na konci horizontu klesol medziročne len mierne. Dôvodom je odozva makroekonomického prostredia, ktoré by reagovalo na fiškálnu reštrikciu spomalením ekonomického rastu. Vplyvom nižšieho nominálneho HDP by relatívny ukazovateľ dlhu v pomere k HDP reagoval nižším poklesom.

¹⁴ Ide o predpoklad NBS na posúdenie rizík projekcie súvisiacich s prísnejším posúdením fiškálno-štrukturálneho plánu a pomerne rýchlou konsolidáciou nevyhnutnou na zníženie rizík dlhovej udržateľnosti. Skutočné požadované tempo konsolidácie a prípadné rozloženie konsolidácie na 7 rokov bude záležať na finálnej podobe pravidiel a posúdení EK.

¹⁵ Štruktúra opatrení je v scenári dodatočnej konsolidácie rozdelená v pomere 50 : 50 medzi príjmy a výdavky. Na simuláciu makroekonomickej odozvy boli opatrenia rozložené na príjmovej strane v rámci nepriamych daní (DPH a spotrebné dane). Zníženie výdavkov bolo rozdelené medzi úspory v sociálnych transferoch, mzdových výdavkoch a nákupoch tovarov a služieb.

Graf A

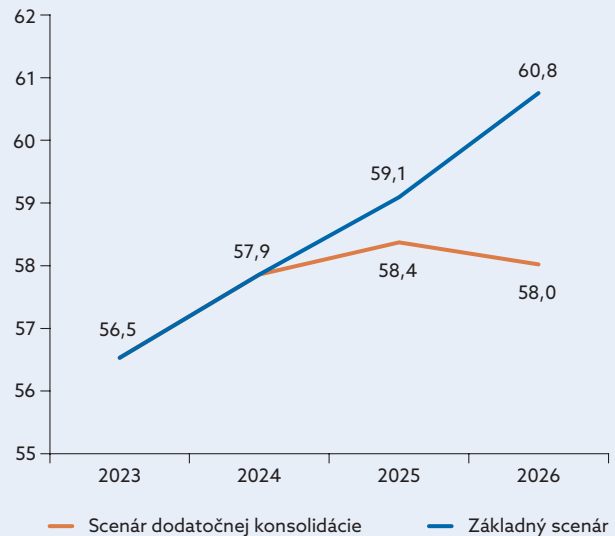
Bilancia rozpočtu VS (% HDP)



Zdroj: NBS

Graf B

Hrubý dlh VS (% HDP)



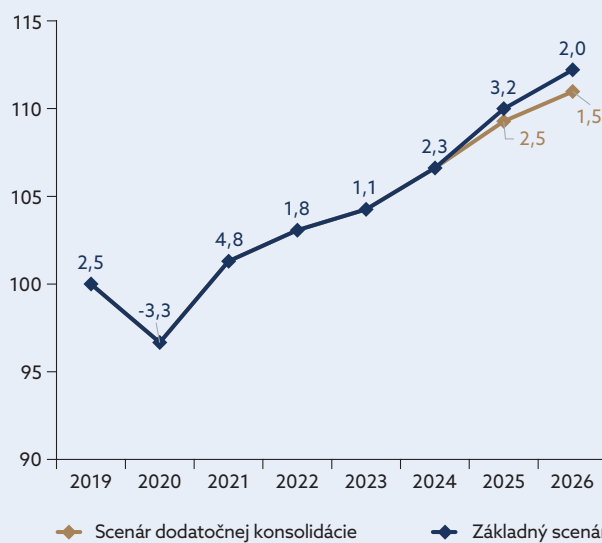
Zdroj: NBS

Efekt konsolidácie na makroekonomický vývoj

Nastolené tempo konsolidácie by spomalilo rast reálneho HDP na 2,5 % v roku 2025 a 1,5 % v roku 2026. Úroveň reálneho HDP by tak bola v roku 2026 o 1,1 % nižšia oproti východiskovej predikcii bez dodatočnej konsolidácie (graf C). Inflácia by bola v oboch rokoch vyššia v dôsledku zvýšenia spotrebných daní (graf D).

Graf C

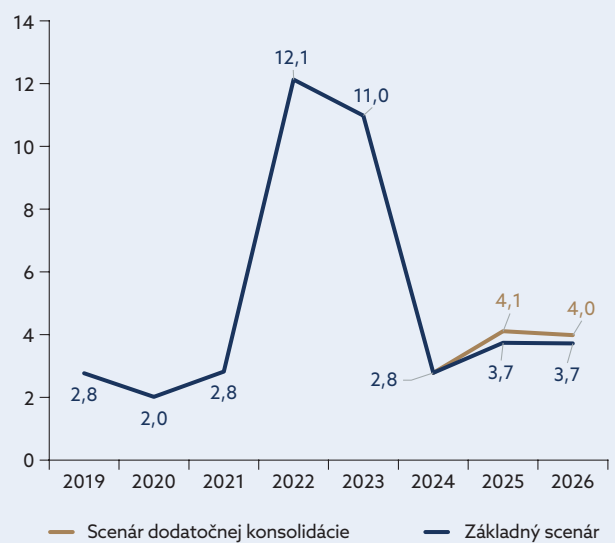
Efekt na reálne HDP (2019 = 100, čísla nad krivkami sú medziročné zmeny v %)



Zdroj: NBS

Graf D

Profil inflácie (medziročná zmena v %)

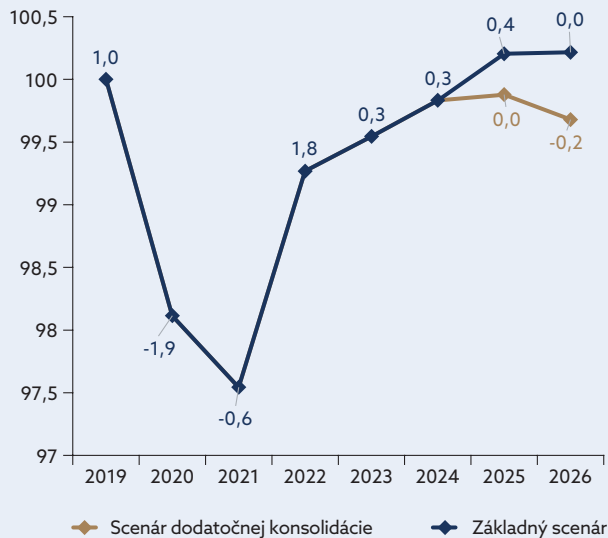


Zdroj: NBS

Oslabená ekonomika by mala za následok slabší vývoj na trhu práce (graf E). Počet zamestnaných by bol nižší o 8-tisíc, resp. 13-tisíc v rokoch 2025 a 2026 oproti základnému scenáru bez dodatočnej konsolidácie (graf F).

Graf E

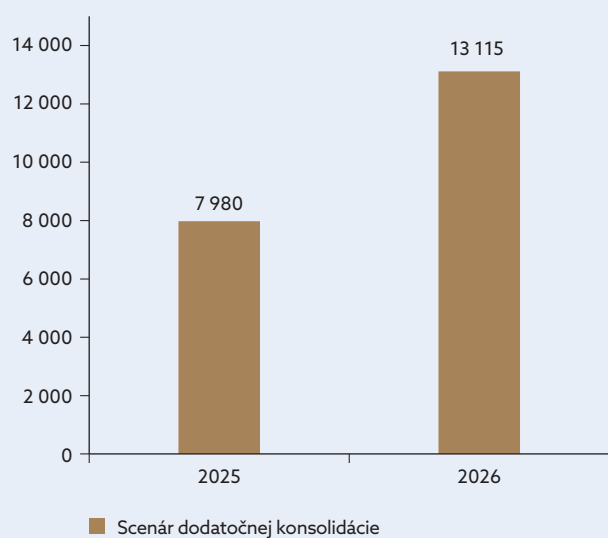
Efekt na zamestnanosť (2019 = 100, čísla nad krivkami sú medziročné zmeny v %)



Zdroj: NBS

Graf F

Rozdiel v počte zamestnaných v danom roku oproti základnému scenáru bez konsolidácie



Zdroj: NBS

Tabuľka 5 Predikcia základných makroekonomických ukazovateľov

Jarná strednodobá predikcia (P1Q-2024)									
Ukazovateľ	Jednotka	Skutočnosť	Jarná strednodobá predikcia (P1Q-2024)				Zmena oproti zimnej predikcii (P4Q-2023)		
		2023	2024	2025	2026	2024	2025	2026	
Cenový vývoj									
Inflácia meraná HICP	medziročný rast v %	11,0	2,8	3,7	3,7	0,3	-0,9	-0,2	
Inflácia meraná CPI	medziročný rast v %	10,5	2,8	3,7	3,6	0,0	-0,8	-0,2	
Deflátor HDP	medziročný rast v %	10,1	5,1	2,6	2,7	1,2	-0,2	-0,1	
Ekonomická aktivita									
Hrubý domáci produkt	medziročný rast v %, s. c.	1,1	2,3	3,2	2,0	-0,5	0,2	0,2	
Súkromná spotreba	medziročný rast v %, s. c.	-2,3	0,6	2,0	1,6	-1,3	0,5	0,1	
Konečná spotreba verejnej správy	medziročný rast v %, s. c.	-0,5	0,1	3,1	2,2	-0,7	0,0	0,5	
Tvorba hrubého fixného kapitálu	medziročný rast v %, s. c.	9,6	0,9	6,0	1,0	-3,7	2,9	1,6	
Vývoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	-0,9	4,2	4,2	3,4	-2,1	0,0	0,4	
Dovoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	-6,8	5,1	4,3	3,0	-3,1	0,9	0,7	
Čistý vývoz	mil. EUR v s. c.	6 734	6 242	6 438	7 006	740,6	65,4	-211,2	
Produkčná medzera	% z potenciálneho produktu	0,1	-0,4	0,2	0,2	-0,2	0,1	0,5	
Hrubý domáci produkt	mil. EUR v b. c.	122 156	131 238	138 857	145 496	1 069,9	1 155,6	1 393,1	
Trh práce									
Zamestnanosť	tis. osôb, ESA 2010	2 434	2 441	2 450	2 450	-3,7	-1,8	-2,1	
Zamestnanosť	medziročný rast v %, ESA 2010	0,3	0,3	0,4	0,0	-0,1	0,1	0,0	
Počet nezamestnaných	tis. osôb, VZPS ¹⁾	162	152	145	145	0,3	1,8	1,2	
Miera nezamestnanosti	%	5,8	5,5	5,3	5,3	0,0	0,1	0,1	
Odhad NAIRU ²⁾	%	6,2	6,1	6,1	6,1	0,0	0,0	0,0	
Produktivita práce ³⁾	medziročný rast v %	0,9	2,0	2,8	2,0	-0,4	0,1	0,2	
Neinflačné mzdy (nominálna produktivita) ⁴⁾	medziročný rast v %	11,1	7,1	5,4	4,8	0,6	-0,1	0,2	
Nominálne kompenzácie na zamestnanca	medziročný rast v %, ESA 2010	9,1	7,2	5,3	5,1	0,3	-0,5	-0,1	
Nominálne mzdy ⁵⁾	medziročný rast v %	9,1	7,2	5,3	5,1	0,3	-0,6	-0,1	
Reálne mzdy ⁶⁾	medziročný rast v %	-1,3	4,3	1,5	1,4	0,3	0,4	0,0	
Domácnosti a neziskové inštitúcie slúžiace domácnostiam									
Disponibilný dôchodok	medziročný rast v %, s. c.	-3,2	3,6	1,0	1,2	0,1	0,4	0,3	
Miera úspor ⁷⁾	% z disponibilného dôchodku	4,4	7,2	6,3	5,9	1,1	1,1	1,2	
Sektor verejnej správy⁸⁾									
Celkové príjmy	% HDP	41,8	39,9	39,5	39,4	-0,3	-0,3	-0,4	
Celkové výdavky	% HDP	47,1	46,0	44,8	44,3	-0,6	0,0	0,4	
Saldo verejných financií ⁹⁾	% HDP	-5,3	-6,1	-5,3	-4,9	0,3	-0,3	-0,8	
Cyklický komponent	% trendového HDP	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	
Štrukturálne saldo	% trendového HDP	-5,5	-6,0	-5,4	-5,0	0,4	-0,3	-1,0	
Cyklicky očistené primárne saldo	% trendového HDP	-4,3	-4,8	-4,0	-3,6	0,4	-0,3	-1,0	
Fiškálna pozícia ¹⁰⁾	medziročná zmena v p. b.	-2,9	-0,5	0,8	0,4	0,0	-0,7	-0,6	
Hrubý dlh	% HDP	56,5	57,9	59,1	60,8	-0,6	-0,2	0,5	

Tabuľka 5 Predikcia základných makroekonomických ukazovateľov (pokračovanie)

Ukazovateľ	Jednotka	Skutočnosť	Jarná strednodobá predikcia (P1Q-2024)			Zmena oproti zimnej predikcii (P4Q-2023)		
		2023	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Platobná bilancia								
Bilancia tovarov	% HDP	1,3	0,8	0,5	0,9	0,6	-0,4	-0,8
Bežný účet	% HDP	-1,6	-1,9	-2,0	-1,4	0,3	-0,6	-1,0
Externé prostredie a technické predpoklady								
Rast zahraničného dopytu Slovenska	medziročný rast v %	-1,3	1,5	3,4	3,4	-0,9	0,1	0,1
Výmenný kurz USD/EUR ^{(11) (12)}	úroveň	1,08	1,08	1,08	1,08	0,1	0,1	0,1
Cena ropy v USD ^{(11) (12)}	úroveň	83,7	81,4	76,0	72,8	1,6	-0,8	-1,1
Cena ropy v USD ⁽¹¹⁾	medziročný rast v %	-19,2	-2,8	-6,6	-4,1	1,8	-2,2	-0,3
Cena ropy v EUR ⁽¹¹⁾	medziročný rast v %	-21,3	-3,2	-6,6	-4,1	1,8	-2,2	-0,3
Ceny neenergetických komodít v USD	medziročný rast v %	-12,5	0,6	2,0	0,1	2,9	-0,4	-1,6
EURIBOR - 3M	% p. a.	3,4	3,4	2,4	2,4	-0,2	-0,4	-0,3
Výnos 10-ročného štátneho dlhopisu SR	%	3,6	3,5	3,5	3,5	-0,3	-0,3	-0,3

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>