

Ekonomika zrýchľuje napriek inflácii, rizikom je vojnový konflikt a slabšie čerpanie EÚ fondov

Rada pre rozpočtovú zodpovednosť (RRZ) zverejňuje svoju makroekonomickú prognózu s cieľom zohľadniť najaktuálnejšie informácie z ekonomického vývoja a vyhodnotiť realistikosť prognózy Ministerstva financií SR. Od minulého roka má RRZ plnohodnotné členstvo vo Výbore pre makroekonomické prognózy a porovnanie predbežných prognóz sa uskutočnilo počas jeho zasadnutia dňa 2. februára 2022. Finálna prognóza RRZ zo dňa 9. februára 2022 už obsahuje predbežné informácie o vývoji spotrebiteľskej inflácie v januári tohto roka a nové predpoklady o vývoji zahraničného dopytu.

Porovnanie prognóz

| HDP reálny rast Inštitúcia | Skut./prog. | | | Prognóza | | | | Zmena oproti pôv. | | | |
|-------------------------------|-------------|------|------|----------|------|------|------|-------------------|------|------|------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
| RRZ (február 2022) | 2,6 | -4,4 | 3,0 | 3,5 | 4,5 | 1,4 | 2,6 | - | - | - | - |
| MFSR (február 2022) | 2,6 | -4,4 | 3,1 | 3,5 | 5,3 | 1,6 | 1,9 | -0,6 | -0,7 | +0,3 | 0,9 |
| NBS (december 2021) | 2,6 | -4,4 | 3,1 | 5,8 | 5,6 | 2,7 | - | -0,4 | -0,5 | +1,1 | - |
| EK (február 2022) | 2,6 | -4,4 | 3,0 | 5,0 | 5,1 | - | - | -0,8 | -0,3 | - | - |

Zdroj: RRZ, NBS, EK, MF SR

V prognózach prerokovaných na Výbore pre makroekonomické prognózy je celkový pohľad na vývoj ekonomického prostredia a jeho hlavné determinujúce faktory podobný. Prognóza sa hodnotí najmä z pohľadu vývoja makroekonomických základní rozhodujúcich pre Výbor pre daňové prognózy. V danom čase RRZ hodnotila prognózu MF SR na základe veľkostí odchýlok ako **realistickú**, s prihliadnutím na fakt, že **prognóza MF SR ešte neobsahovala najnovšie informácie o vývoji spotrebiteľskej inflácie za január**.

Zhrnutie prognózy

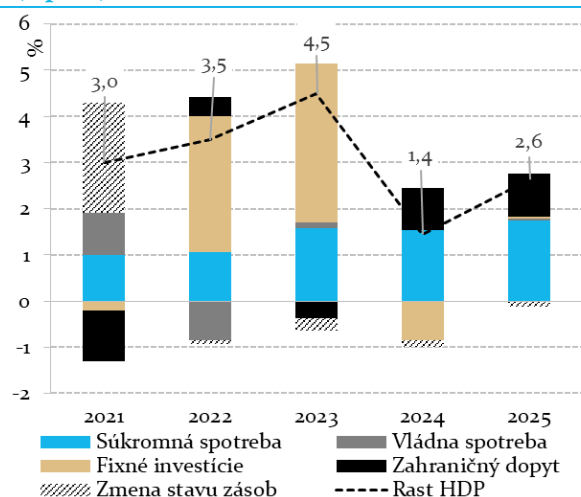
RRZ predpokladá na tento rok ekonomický rast 3,5 %. Epidemiologická situácia u nás a našich obchodných partnerov v Európe sa postupne stabilizuje. Napriek horšiemu než očakávanému priebehu delta vlny na jeseň minulého roka a čiastočnému lockdownu, ekonomika vo štvrtom štvrtroku mierne vzrástla (0,3 % QoQ). V tomto roku bude zrýchľovanie ekonomiky postavené aj na priemysle, aj na službách, oboje priamo vyplývajúce z priaznivejšieho epidemiologického vývoja. Vďaka uvoľňovaniu protipandemických opatrení sa časť dopytu postupne presunie naspäť k službám. Po medzikvartálnych rastoch v prvom polroku (kumulatívne o 1,7 %) sa začnú spriechodňovať svetové obchodné reťazce, pre Slovensko kľúčové z hľadiska výkonnosti automobilového priemyslu. Zvýši sa rast exportu, čo sa pretaví do akcelerácie ekonomického rastu v druhom polroku (3,0 % kumulatívne).

Pre naplnenie prognózy je už v tomto roku kľúčová včasná príprava a realizácia investičných projektov financovaných zo zdrojov EÚ. Tie výrazne ovplyvnia celkové fixné investície v ekonomike. Zotavovanie súkromnej investičnej činnosti je kvôli neistote trvajúcej predchádzajúce dva roky koronakrízy pomalšie.

Tempo ekonomického rastu sa v roku 2023 zrýchli na 4,5 %, k rastu prispievajú výraznejšie všetky zložky dopytu. Efektívne využitie dostupných EÚ zdrojov vytvorí predpoklady pre konsolidáciu verejných financií bez toho, aby negatívne pôsobila na ekonomické oživenie. Rok 2023 bude zrejme vrcholom prebiehajúceho ekonomického cyklu.

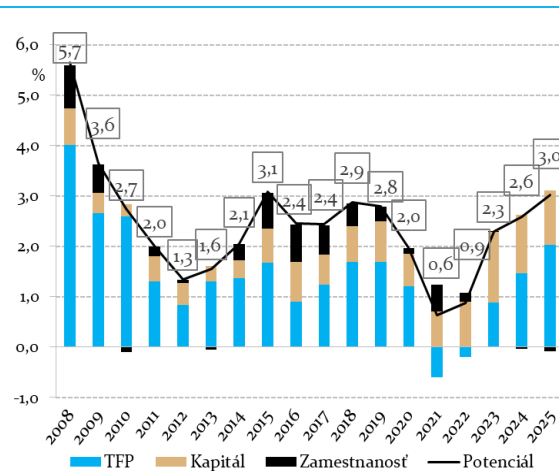
Potenciál ekonomiky bol v minulom roku výrazne ovplyvnený poklesom produktivity vyplývajúcim z pandemického šoku. Najmä v automobilovom priemysle dochádzalo k dočasným odstávkam výroby a naskladneniu vysokého objemu zásob (nedokončených áut). Tento faktor v roku 2022 mierne poľaví a rast súhrnnej produktivity výrobných faktorov (TFP) sa od roku 2023 obnoví. V súčasnosti ešte nie je jasné v akej miere (kvantitatívne) pôsobia na TFP v pandemickom období iné vplyvy – napr. technologická vybavenosť alebo kvalita inštitucionálneho prostredia. Ich zlepšovanie očakávame až v nadchádzajúcich rokoch. **Už v strednodobom horizonte ekonomika pocíti demografické vplyvy limitujúce príspevky práce k rastu, čo zdôrazňuje urgentnosť aktívnej migračnej politiky, reformy dôchodkového systému** a opatrení na zosúladienie osobného a pracovného života. Vplyvy reforiem z Plánu obnovy a odolnosti (POO) sa premietnu do potenciálu ekonomiky až za horizontom strednodobej prognózy.

Graf 1: Príspevky k ekonomickému rastu (v p. b.)



Zdroj: RRZ

Graf 2: Potenciálny rast a jeho zložky



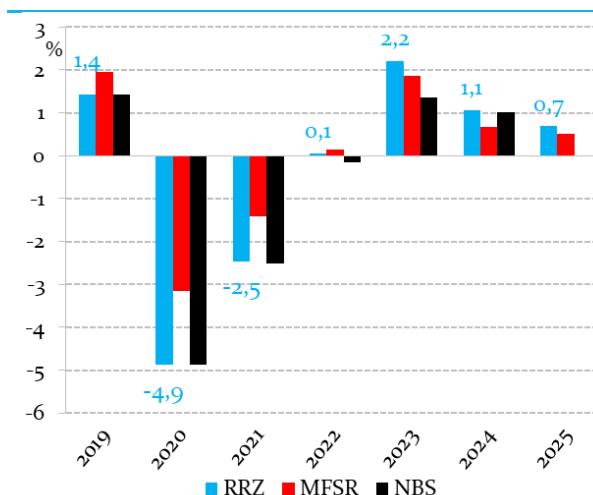
Zdroj: RRZ

Ekonomika bude v tomto roku fungovať blízko svojho potenciálu. Odhady produkčnej medzery domácich inštitúcií sa príliš nelíšia. Zároveň všetky poukazujú na **prehrievanie ekonomiky od budúceho roka** (prognóza RRZ predpokladá väčšie prehrievanie, nakoľko je konštruovaná len na základe doteraz špecifikovaných opatrení, zatiaľ čo MF SR uvažuje s dodatočnou, ešte nešpecifikovanou konsolidáciou). V minulom roku RRZ zverejnila odporúčanie konsolidovať verejné financie o 1-1,5 % HDP do roku 2024, ktoré bude aktualizovať na základe súčasných ekonomických vyhládok. **Vzhľadom na nezmenený očakávaný vývoj cyklickej pozície ekonomiky by sa najväčšia časť konsolidačného úsilia vlády mala sústrediť do roku 2023.** Konsolidácia by tak okrem zlepšovania zdravia verejných financií zároveň prispela aj k zmierneniu prehrievania ekonomiky a teda aj k zníženiu inflačných tlakov.

Inflácia spotrebiteľských cien vyvrcholí v tomto roku na úrovni 7,6 % (celoročný výsledok), a dosiahne 19 - ročné maximum. Nové rekordy inflácie spôsobené rastom cien energií boli u našich obchodných partnerov zaznamenané už v minulom roku. Na Slovensku

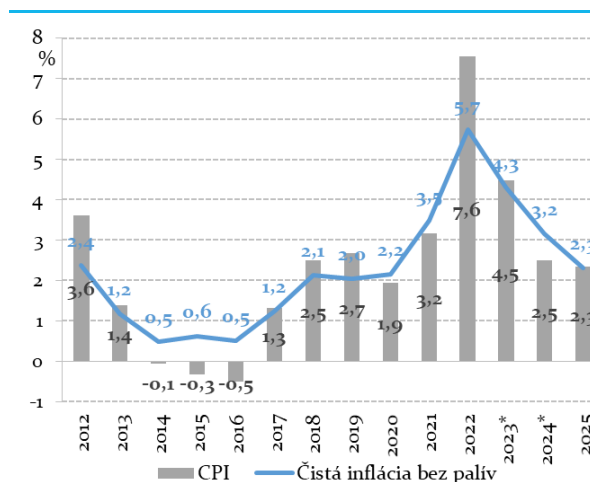
kvôli regulačným vzorcom cien energií pre spotrebiteľov reaguje inflácia oneskorene, keď zvýšenie cien vstupov a medziproduktov bolo výrazné už aj v druhom polroku 2021 (rast cien PPI o 10,1 %)¹. Januárové zverejnenie CPI (8,4 %) prinieslo vyšší a širokospektrálnejší nárast inflácie, než boli pôvodné očakávania. Aj preto **predpokladáme v tomto roku rast čistej inflácie bez palív o 5,7 %**. Celkovo je **hlavným faktorom zrýchľujúcim rast cien v rokoch 2022 a 2023 dovezená inflácia, ktorá bude na ústupe v druhej polovici strednodobého horizontu**.

Graf 3: Produkčná medzera (v %)



Zdroj: RRZ (február 2022, VpMP (február 2022), NBS (december 2021)

Graf 4: Inflácia na vzostupe (v %)



(* Prognóza inflácie ešte nerátala s avizovaným zmrazením cien elektriny pre domácnosti. Ich priamy dopad by znížil infláciu o 0,5 p.b. v roku 2023 a 0,1 p.b. v roku 2024. Zdroj: RRZ

Predpoklady prognózy

Epidemiologický vývoj sa s príchodom vlny Omikronu zlepšuje, rýchly priebeh vlny v priebehu februára by sa mal zaobiť bez zavedenia lockdown-u. Vývoj v zahraničí zároveň naznačuje, že sa postupne otvorí priestor pre uvoľňovanie protipandemických opatrení. To prispeje k stabilizácii sentimentu v celej ekonomike.

Nedostatok súčastok v priemysle súvisiaci s presunom dopytu smerom od služieb k tovarom na globálnej úrovni by mal odznieť v priebehu druhého polroka tohto roka. Funkčnosť svetových obchodných reťazcov sa začne obnovovať aj vďaka odstráneniu nesúladu produkcie naprieč ekonomikami. Tá bola spôsobená nesynchronnosťou pandemických vln ústiacich do lockdown-ov. Slovensko je zasiahnuté úzkymi hrdlami najmä v produkcii automobilov.

Ceny komodít a veľkej časti surovínových vstupov do výroby nabrali na rastúcej dynamike pod tlakom oživujúceho svetového dopytu najmä v druhej polovici minulého roka. Rast niektorých cien (napr. emisných povoleniek) však súvisí so zelenou tranzíciou a tento faktor bude pretrvávajúť na strednodobom horizonte prognózy. Naopak, ceny plynu zaznamenajú korekciu ak

¹ Memorandum o nezvyšovaní cien elektriny vlády SR so Slovenskými elektrárnami by podľa medializovaných informácií v rokoch 2023 a 2024 znížilo spotrebiteľskú infláciu o 0,5 p. b. a 0,1 p. b. oproti scenáru prognózy (staticky prepočet).

sa naplní predpoklad zmiernenia geopolitického napätia a v ďalšej zime budú vyššie naplnené zásobníky plynu v Európe.

Menová politika ECB reaguje v línii tzv. forward guidance. Centrom jej pozornosti je naďalej jadrová inflácia v eurozóne. Údaje o harmonizovanej inflácii v januári naznačujú, že môže dochádzať k priesaku cien energií a komodít do ostatných cien tovarov a služieb. Tlak na rast výnosov slovenských štátnych dlhopisov zostane mierny. FED reaguje na infláciu (vyššiu než v eurozóne) zvyšovaním úrokovej sadzby, keď v USA je pod výrazným tlakom aj trh práce.

Fiškálna politika v eurozóne sa sprísni, nakoľko dôjde k automatickému vyprchaniu protipandemických jednorazových stimulov. V domácej ekonomike makroekonomická prognóza vychádza zo scenára bez zmenených politík, a teda nezahŕňa potrebnú proticyklickú reakciu vlády vo forme dodatočnej konsolidácie.

Detaily prognózy

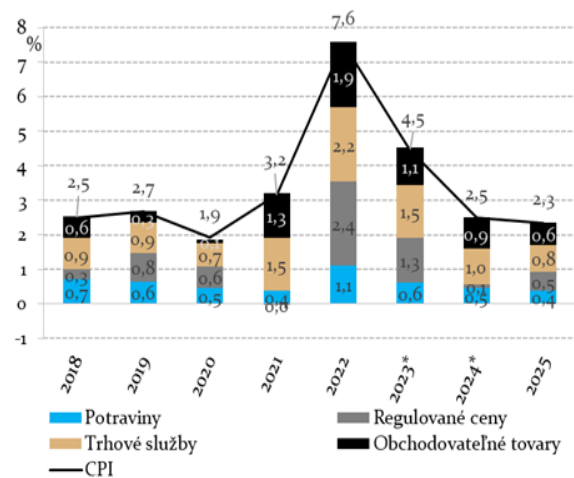
Export začne v priebehu tohto roka zrýchľovať vďaka odznievaniu problému s nedostatkom súčiastok, k čomu prispeje hlavne automobilový priemysel. Ostatné zložky vývozu neboli výraznejšie zasiahnuté. Straty voči úrovni dopytu našich hlavných obchodných partnerov z minulého roka zmaže úplne až v roku 2023. Vo zvyšku strednodobého horizontu neočakávame ďalšie získavanie obchodných podielov nad rámec zahraničného dopytu, ktorý spomalí mierne pod 4 %.

Zamestnanosť bude už v tomto roku rásť aj v službách, aj v priemysle, odrážajúc stabilizáciu epidemiologickej situácie. Rast ekonomiky a prehrievanie spôsobia nárast počtu zamestnaných k predpandemickej úrovni, ale tú dosiahne až v roku 2024. Demografické tlaky a pokles potenciálnej zamestnanosti v rokoch 2024 a 2025 by sa v skutočnej zamestnanosti nemali prejavovať, keď nedostatok pracovnej sily v súkromnom sektore bude čiastočne saturovaný dovozom pracovníkov (zvýšenie ich mobility). Zatiaľ v prognóze neuvažujeme, že prípadné nedostatky zamestnancov vo verejných službách sa začnú manažovať aktívnou migračnou politikou (najmä zdravotníctvo). Miera nezamestnanosti poklesne do roku 2025 až k 5,3 %. Slovensko tak aj vďaka negatívnej demografii prestáva mať problém s vysokou nezamestnanosťou a naopak, dlhodobejším problémom môže byť nedostatok pracovnej sily.

Cenový vývoj aktuálne predstavuje časť prognózy spojenú s najväčšou mierou neistoty. Tá pramení z jej hlavného zdroja: cien komodít a energií na svetových trhoch. Historické korelácie cien rôznych vstupov a medziproduktov výroby sú už minulosťou a mnohé sa vyvíjajú protichodne kvôli využitiu v rôznych odvetviach ekonomík (napr. železo, lítium). Rozpadnuté väzby sú do veľkej miery symptómom pandemického ponukovo-dopytového šoku. Navyše, geopolitické riziko má dodatočný vplyv na cenu plynu v Európe. S výnimkou komodít priamo sa viažucich na zelenú tranzíciu (emisné povolenky) očakávame len dočasnú tohto ekonomického javu. To umožní spomalenie inflácie všetkých položiek spotrebiteľského koša už v budúcom roku. Inflácia v strednodobom horizonte zostane v slovenskej ekonomike nad inflačným cieľom ECB. Najvyšší príspevok budú mať trhové služby, v ktorých bude prebiehať postupná cenová konvergencia. Zmrazenie cien elektriny pre domácnosti nebolo zahrnuté v prognóze a môže znamenať pokles inflácie o 0,5 p. b. na 4% v budúcom roku a 0,1 p. b. na 2,4% v roku 2024 (statický prepočet).

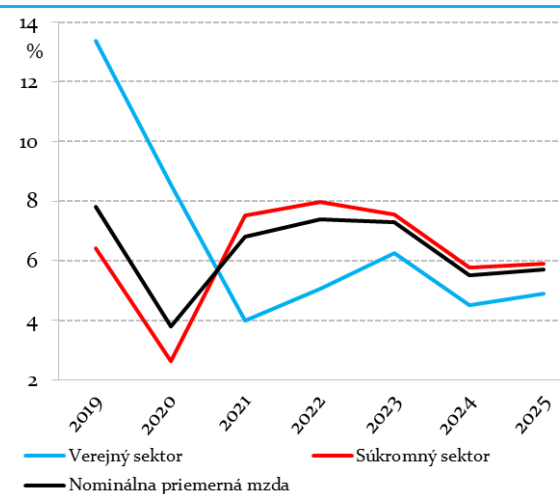
Priemerná mzda v ekonomike bude rásť v roku 2022 i 2023 svižným tempom nad 7 %. Na trhu práce bude dochádzať k zvyšovaniu napätia pri raste ekonomiky nad rámec potenciálnych kapacít. Mzdy v súkromnom sektore zároveň v druhom polroku zareagujú s oneskorením na vysokú infláciu, keď kontrakty na začiatku tohto roka boli ukotvené ešte na základe ekonomických vyhládok z minuloročnej jesene. To spôsobí v tomto roku pokles reálnych miezd v ekonomike. V tomto roku zároveň dynamiku miezd ovplyvní technický prorastový efekt spôsobený nižším čerpaním PN a OČR (zníženie objemu vyplatených dávok na jednu pätinu oproti roku 2021). Prognóza miezd vo verejnom sektore sa riadi scenárom nezmenených politík v súlade s fiškálnou prognózou RRZ.

Graf 5: Príspevky zložiek ku spotrebiteľskej inflácii (v p. b.)



(*) Prognóza inflácie ešte nerátala s avizovaným zmrazením cien elektriny pre domácnosti. Ich priamy dopad by znížil infláciu o 0,5 p.b. v roku 2023 a 0,1 p.b. v roku 2024. Zdroj: RRZ

Graf 6: Nominálny rast miezd zrýchli najmä v súkromnom sektore (% YoY)



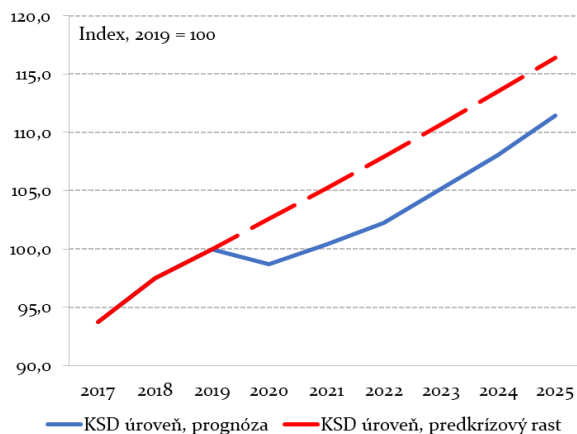
Zdroj: RRZ

Spotreba domácností na základe mesačných ukazovateľov (nowcasting) a e-kasy zaznamenala vo 4Q21 a 1Q22 len mierny pokles, keď pandemické vlny delty a omikronu mali na súkromnú spotrebu menší dosah. So stabilizovanou epidemiologickou situáciou a miernejšími protipandemickými opatreniami sa spotrebiteľský sentiment postupne zotaví. V tomto roku pribrzdí tempo oživenia inflácia, ktorá vzhľadom na štruktúru najviac zasiahne nízkoprijemové domácnosti. Vysokoprijemové domácnosti použijú na absorpciu rastu cien svoje zvýšené úspory naakumulované počas dvoch predchádzajúcich rokov. Časť svojich predpandemických výdavkov nevedela najmä táto časť domácností realizovať kvôli obmedzeniam v mobilite a dostupnosti niektorých segmentov služieb.

Investičná činnosť v súkromnom sektore sa po odkladoch spôsobených neistými vyhládkami ekonomiky, plynúcimi v uplynulom roku najmä z rizík lockdownov, v tomto roku pomaly oživí. Ich procyklickejšie oživenie nastane až v roku 2023, kedy budú súkromné investície nepriamo podporené aj verejnými infraštruktúrnymi projektami (tzv. crowding-in). Práve kapitálové

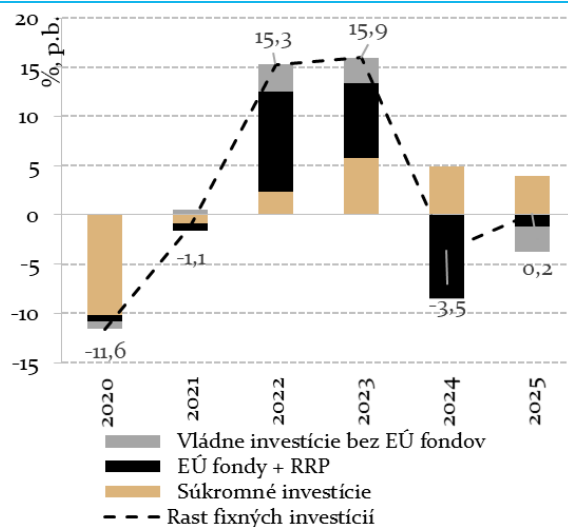
výdavky zo zdrojov EÚ (EŠIF a POO) budú v najbližších dvoch rokoch hlavným pilierom rastu fixných investícií v ekonomike. Upozorňujeme však na riziká súvisiace s čerpaním eurofondov, aj v rámci končiaceho sa programového obdobia, aj v rámci POO. **Nižšie čerpanie je hlavným negatívnym rizikom pre rast v budúcich dvoch rokoch.**

Graf 7: Spotreba domácností



Zdroj: RRZ

Graf 8: Príspevky k fixným investíciám (v p. b)



Zdroj: RRZ, EK, NBS, MF SR (IFP)

Riziká prognózy

Riziká prognózy sú naklonené smerom nadol. Prirodzene veľkým negatívnym rizikom prognózy by bol priamy rusko-ukrajinský vojnový konflikt, resp. neznižujúce sa geopolitické napätie s vplyvom na ceny energií (vrátanie absencie korekcie cien plynu v Európe). Vysoká inflácia by sa mohla negatívne podpísať na výkonnosti ekonomiky ak by pretrvávala dlhšie, než predpokladáme v prognóze. **V domácej ekonomike je najvýznamnejším negatívnym rizikom oneskorenie využitia zdrojov EÚ spôsobené nepripravenosťou verejných infraštruktúrnych projektov.**

Na pozitívnej strane môže preväpiť silnejší zahraničný dopyt po pominutí dodávateľských problémoch vo svetovom obchode a prípadné opätovné získavanie trhových podielov našich exportov aj vplyvom „dobiehania“ zameškaných objednávok.