

## Ekonomika odoláva cenovým turbulenciám

Rada pre rozpočtovú zodpovednosť (RRZ) zverejňuje svoju makroekonomickú prognózu s cieľom zohľadniť najaktuálnejšie informácie z ekonomického vývoja a vyhodnotiť realističnosť prognózy Ministerstva financií SR (MF SR) schvaľovanej Výborom pre makroekonomické prognózy<sup>1</sup>.

### Zhrnutie prognózy

Výhľad rastu slovenskej ekonomiky na tento rok sa mierne zlepšil. Od jesene klesli ceny energetických komodít na svetových trhoch. Postupne sa to bude prejavovať v nižšej inflácii, čo podporí globálny spotrebiteľský dopyt a teda aj naše vývozy. Na Slovensku vláda dotuje ceny energií pre firmy a najmä pre domácnosti, čo pomôže znížiť infláciu a udržať reálnu spotrebu. Inflácia by sa u nás postupne mala zmierňovať. Ceny energií ale nemôžu byť dotované natrvalo, preto v najbližších rokoch pravdepodobne dôjde k ich výraznejšiemu nárastu v porovnaní s rokmi 2022 a 2023. To spôsobí, že aj v rokoch 2024 – 2025 bude ešte inflácia viditeľne nad 2 %. Očakávame pomerne silný rast miezd, pretože minuloročná vysoká inflácia sa s oneskorením bude prejavovať v mzdovom vyjednávaní. Zamestnanci tiež majú určitú výhodu vo vyjednávaní kvôli nedostatku pracovnej sily. Po minuloročnom poklese reálnej mzdy teda v tomto roku dôjde k jej čiastočnému oživeniu. Ďočerpanie fondov EÚ z končiaceho programového obdobia podporí rast ekonomiky v tomto roku. Naopak v budúcom roku bude týchto zdrojov menej, čo stlmí hospodársky rast. Ku koncu predikčného horizontu by mal výraznejšie rásť náš export a ekonomika celkovo. Očakáva sa, že zahraničný dopyt bude rásť už vyšším tempom a postupne odznejú ponukové obmedzenia vo forme nedostatku komponentov, ktoré brzdili našich vývozcov. Prognózu ministerstva financií sme vyhodnotili ako realističnú, nakoľko ňou očakávaný vývoj nie je zásadne odlišný.

---

<sup>1</sup> Makroekonomickú prognózu RRZ je potrebné chápať ako z nášho pohľadu najpravdepodobnejší scenár (tzv. most-likely). Tento text pre zjednodušenie vyjadrovania využíva definitívne tvary, napr. „...v roku XXXX bude...“.

**Tabuľka 1: Hlavné ukazovatele prognózy RRZ**

Hlavné ukazovatele prognózy RRZ (reálny rast v %, ak nie je uvedené inak)	Skut.	Prognóza					Zmena oproti min. prognóze			
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2022	2023	2024	2025
HDP	3.0	1.6	1.8	1.5	2.9	2.6	-0.1	0.4	-0.2	-0.1
Spotreba domácností	1.7	4.5	0.4	0.8	2.0	2.4	0.7	1.1	-0.2	0.1
Fixné investície	0.2	6.0	9.5	1.8	4.6	2.2	0.6	-2.0	0.0	0.0
Spotreba verejnej správy	4.2	-3.7	0.3	-1.5	0.4	0.5	0.6	1.8	-1.0	0.9
Export tovarov a služieb	10.6	0.8	2.3	7.0	4.4	2.9	1.3	0.2	-0.5	-0.6
Import tovarov a služieb	12.1	1.8	2.6	5.0	3.2	2.3	1.9	0.3	-1.8	-0.6
Zamestnanosť (ESA)	-0.6	1.6	0.4	0.3	0.3	0.2	-0.4	0.0	0.0	-0.1
Nominálna mzda (výkazníctvo ŠÚ SR)	6.9	8.2	11.1	9.2	6.8	5.3	-0.8	-0.5	0.8	-0.9
Reálna mzda (deflované CPI)	3.6	-4.1	1.1	2.3	2.6	2.8	-1.1	2.4	-1.8	0.0
Miera nezamestnanosti, p.b. (VZPS)	6.9	6.1	5.9	5.8	5.5	5.4	-0.1	-0.2	-0.1	0.0
Inflácia, % (CPI)	3.2	12.8	9.8	6.8	4.1	2.5	0.5	-3.2	2.6	-0.9
Produkčná medzera, % pot. produktu	-1.4	0.5	0.6	0.4	0.4	0.3	0.9	0.9	1.0	0.5

Zdroj: RRZ

### Výhľad rastu ekonomiky a inflácie

**Ekonomika SR v treťom kvartáli minulého roku odolávala vplyvom vysokej inflácie.** Spotreba domácností po zmiernení pandémie naďalej rástla. Svetová ekonomika cítila menej výrazne tak konflikt na Ukrajine ako aj vysoké európske ceny energetických komodít, čo podporilo náš export. Došlo aj k určitému zmierneniu globálnych ponukových obmedzení v dodávateľských reťazcoch. Firmy po pandemickom útlme začali rozbiehať investície a akcelerovali aj vládne investície pod vplyvom čerpania fondov EÚ. **Štvrtý štvrťrok bol však podľa našich odhadov horší, spotrebitelia už naplno cítili dosahy vysokej inflácie,** čo oslabilo našu spotrebu a podobne aj export, keďže podobná situácia bola aj u našich obchodných partnerov. Predpokladáme **mierny medzištvrtročný pokles ekonomiky SR koncom uplynulého roka (-0,3 %<sup>2</sup>).**

**Rast ekonomiky by mal vďaka zlepšeným tendenciám v tomto roku mierne zrýchliť na 1,8 %.** Od začiatku tohto roka sa zlepšili viaceré predstihové ukazovatele ekonomickej aktivity u našich obchodných partnerov. Ukazovateľ PMI v Eurozóne naznačuje obnovenie skromného rastu HDP. Prispeli k tomu zlepšené očakávania firiem pri poklese cien energetických komodít, ako aj opatrenia vlád na podporu ekonomík EÚ. Podobne slovenský indikátor ekonomického sentimentu vzrástol zo svojich koncoročných úrovní. V SR mala vládna podpora formu protiinflačnej pomoci a zastropovania spotrebiteľských a firemných cien energií. Aj keď spotrebitelia sú v prvom štvrtroku naďalej opatrní, očakávané **zmiernenie inflácie a mierny nárast reálnych príjmov budú držať spotrebu v kladných číslach.** Investície by mali ťažiť z dokončovania projektov v rámci 3. programového obdobia čerpania štrukturálnych fondov EÚ<sup>3</sup>. Export pravdepodobne bude ťahaný predpokladaným miernym rastom nášho zahraničného dopytu, ale z dôvodu ešte stále viditeľných obmedzení v globálnych reťazcoch k výraznejšiemu oživeniu nášho vývozu dôjde až neskôr.

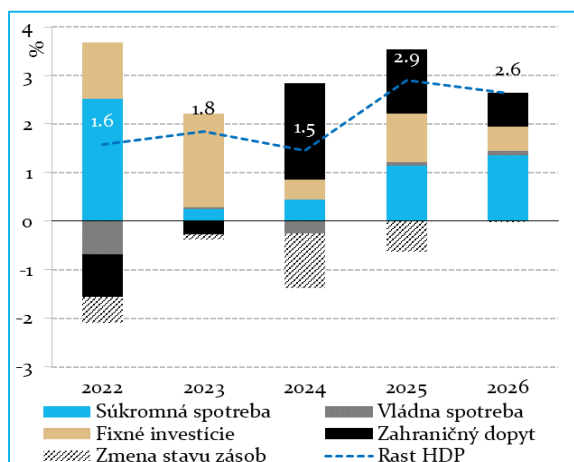
**V roku 2024 očakávame prechodné spomalenie rastu ekonomiky smerom k 1,5 %.** Dôvodom je „cyklus“ čerpania európskych štrukturálnych fondov (EŠIF). Napriek tomu, že sa budú čerpať

<sup>2</sup> Skutočný rast ekonomiky vo 4. štvrtroku, resp. jeho prvý odhad v podaní ŠÚ SR bude zverejnený 14.2.2023.

<sup>3</sup> Rok 2023 je tzv. T+3 rokom končiaceho tretieho programového obdobia EŠIF 2014 až 2020 a teda predstavuje posledný rok, v ktorom je možné predmetné projekty realizovať. Predpokladáme kumulatívnu váženú mieru nedočerpania 7 %.

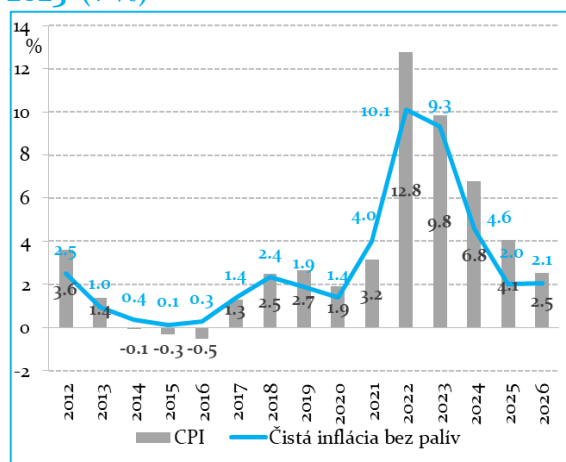
zdroje EÚ vo forme investícií z Fondu obnovy, tieto svojím objemom nedokážu úplne nahradiť končiace sa 3. programové obdobie EŠIF. Spotreba domácností taktiež nebude ešte veľmi dynamická, nakoľko ju bude brzdiť predpokladaný prudší nárast cien energií pre domácnosti než v aktuálnom roku a snaha domácností obnovovať svoje úspory. Tieto brzdiace faktory nedokážu plne vyvážiť ani očakávané zrýchlenie nášho exportu z dôvodu rastu nášho zahraničného dopytu a uvoľnenia úzkych hrdiel v produkcii globálnych hodnotových reťazcov. **Až v rokoch 2025 – 2026 sa dostaví viditeľnejšie oživenie nášho rastu.** Spotrebné výdavky by mali rásť z dôvodu rastúcej reálnej mzdy. Výraznejší rast exportu a zahraničného dopytu prinesie so sebou aj oživenie súkromných investícií.

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



Zdroj: RRZ

**Graf 2: Spomalenie jadrovej inflácie v roku 2023 (v %)**



Zdroj: RRZ

**Inflácia v roku 2022 dosiahla 12,8 %, najviac od roku 1994. Opatrenia vlády na stlmenie nárastu cien energií pre domácnosti a firmy prispievajú k nižším cenovým tlakom v tomto roku, pričom inflácia spomalí na 9,8 %.** Zlacnenie viacerých energetických aj neenergetických komodít na svetových trhoch postupne spôsobí redukciu aktuálnych cenových tlakov. Úlohu v tom zohráva aj prísnejšia menová politika ECB a ďalších centrálnych bánk. Ceny obchodovateľných tovarov a služieb budú rásť len mierne pomalšie ako v minulom roku, pričom sa v nich stále prejavujú vysoké nárasty cien vstupov a postupne ako dodatočný faktor aj nárasty miezd. Ceny potravín sú dodatočne poháňané vysokými globálnymi cenami potravinárskych komodít, ktoré v poslednom období zlacneli len mierne. **S postupným predpokladaným premietaním nižších cien na komoditných trhoch príde v rokoch 2024 – 2026 ďalšie zmiernenie inflácie v SR.** V rokoch 2024 a 2025 budú čiastočnou prekážkou nižšej inflácie pomerne silné zvýšenia cien energií pre domácnosti, v ktorých sa v aktuálnom roku umelo potlačili nákladové faktory, čo nebude udržateľné viac rokov za sebou.

## Porovnanie prognóz

Tabuľka 2: Porovnanie prognóz inštitúcií

HDP reálny rast Inštitúcia	Skut. 2021	Prognóza					Zmena oproti pôv.				
		2022	2023	2024	2025	2026	2022	2023	2024	2025	2026
RRZ (február 2023)	3.0	1.6	1.8	1.5	2.9	2.6	-0.1	+0.4	-0.2	-0.1	-
MF SR (február 2023)	3.0	1.7	1.3	1.8	2.7	1.9	-0.2	+0.6	+0.1	+0.4	-
NBS (december 2022)	3.0	1.5	1.6	2.9	2.5	-	-0.3	+2.6	-0.6	-	-
OECD (november 2022)	3.0	1.6	0.5	2.1	-	-	-0.7	-2.8	-	-	-
MMF (október 2022)	3.0	1.8	1.5	3.4	3.2	3.0	-0.8	-3.5	-0.4	-0.6	+0.1
EK (november 2022)	3.0	1.9	0.5	1.9	-	-	0.0	-2.2	-	-	-

Zdroj: RRZ, NBS, OECD, MMF, EK, MF SR

**RRZ hodnotí prognózu MF SR ako realistickú<sup>4</sup>.** Aktuálne prognózy oboch inštitúcií boli pripravované na pozadí mierneho zlepšenia globálnych a európskych indikátorov ekonomickej výkonnosti. Tomu predchádzal pozitívny impulz vo forme poklesu cien svetových energetických a ďalších komodít. Obe inštitúcie aj z týchto dôvodov očakávajú pokračujúci mierny rast ekonomiky a postupne utíchajúce tempo inflácie. Rátajú tiež s oživením rastu ekonomiky v neskoršej časti horizontu pri zmiernení ponukových obmedzení v dodávateľských reťazcoch. **Rozdielom v prognózach je výraznejší rast miezd na strane RRZ.** Ten pramení z predpokladu, že na trhu práce bude pokračovať zvýšené napätie sprevádzané nedostatkom pracovníkov. V raste miezd sa s oneskorením budú prejavovať aj vplyvy vysokej inflácie. **Vyššie mzdy v prognóze RRZ sa čiastočne odzrkadľujú aj vo vyššej inflácii a nominálnej spotrebe.** Hodnotenie „realistická prognóza“ je založené na vplyve rozdielov medzi makroekonomickými prognózami RRZ a MF SR na saldo verejných financií<sup>5</sup>. Priaznivejšia príjmová základňa pre rozpočet v prognóze RRZ je kompenzovaná vyššími výdavkami z dôvodu vyššej inflácie a jej vplyvu na sociálne dávky, dôchodky, mzdy vo verejnom sektore a iné výdavky.

## Predpoklady prognózy

**Vojnový konflikt na Ukrajine** bude pokračovať na celom strednodobom horizonte, základný scenár zatiaľ neuvažuje explicitne o EÚ prostriedkoch na obnovu Ukrajiny.

**Ceny energetických komodít,** elektriny a plynu výrazne od septembra poklesli. Z historických rekordov, ktoré dosiahli počas leta minulého roka, budú podľa futures naďalej klesať počas celého horizontu prognózy<sup>6</sup>. K poklesu cien na európskom trhu s plynom prispela teplejšia zima, miernejší aktuálny rast svetovej ekonomiky, naplnenie zásobníkov a zníženie závislosti EÚ na dodávkach z Ruska. Trhové kontrakty na budúce dodávky ropy (futures) predpokladajú pozvoľný pokles ceny na strednodobom horizonte k úrovňam, ktoré sú viac v súlade s dlhodobými trhovými tendenciami. Aj keď sa ceny ropy Brent od začiatku roka trochu zvýšili, stále sú na hodnotách z obdobia pred začiatkom vojny na Ukrajine.

<sup>4</sup> Výbor pre makroekonomické prognózy prerokoval prognózu MF SR dňa 1.2.2023.

<sup>5</sup> Samotný Výbor pre makroekonomické prognózy nemá explicitné numerické pravidlo pre vyhodnocovanie prognóz.

<sup>6</sup> Aktuálne ceny a ceny budúcich kontraktov boli zafixované na základe trhového vývoja k 19.1.2023.

**Regulované ceny energií pre domácnosti** v prognóze na rok 2023 vychádzajú z komunikácie ÚRSO. V aktuálnej prognóze nepredpokladáme platnosť Memoranda so Slovenskými elektrárňami pre rok 2024. V rokoch 2024 a 2025 očakávame výraznejší nárast regulovaných cien pre domácnosti z dôvodu, že komoditné zložky cien by sa postupne mali približovať k trhovým cenám podľa futures. V roku 2025 už bude spotrebiteľská cena pokrývať náklady dodávateľov a v ďalšom roku predpokladáme už len nárast cien ostatných vstupov do koncových spotrebiteľských cien.

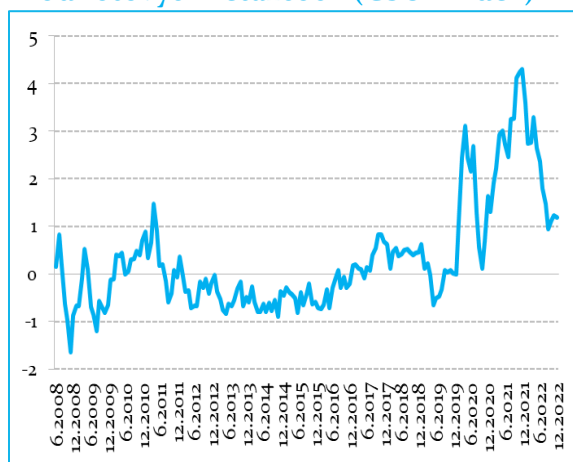
**Tabuľka 3: Regulované ceny v prognóze RRZ**

Regulované ceny	2023	2024	2025	2026
Elektrina, YoY%	2.6	32.7	27.0	6.0
Plyn, YoY%	16.0	28.6	24.2	4.5
Teplota, YoY%	15.0	20.6	17.5	3.2

Zdroj: RRZ

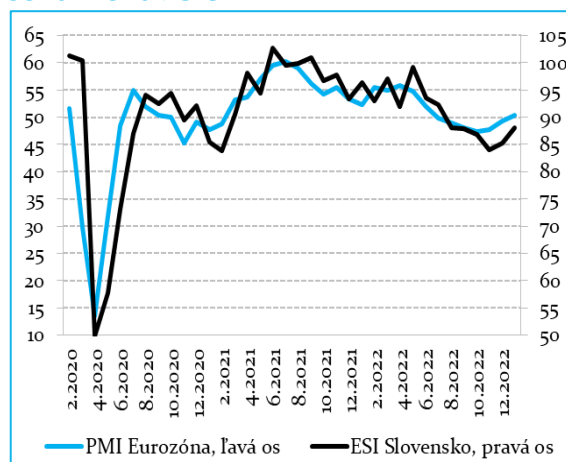
**Nedostatok súčiastok** a s ním spojené úzke hrdlá vo svetových obchodných reťazcoch výrazne poľavili. Súhrnný index GSCP Fed-u naznačuje zvýšenie priechodnosti dodávateľských reťazcov a pohybuje sa okolo úrovni zo začiatku roka 2021. Predpokladáme na najbližšie roky postupné slabnutie tohto ponukového šoku. Očakávame pribrzdzenie rekordnej tvorby zásob, ktorých úroveň však zostane naďalej vyššie oproti predpandemickému obdobiu, čo môže pomôcť firmám pri možnom nedostatku súčiastok v budúcnosti.

**Graf 3: Ponukové napätie v globálnych hodnotových reťazcoch (GSCP index)**



Zdroj: Fed

**Graf 4: PMI v eurozóne a ekonomický sentiment v SR**



Zdroj: Macrobond, EK

**Zahraničný dopyt** (dopyt po našich exportoch) vychádza z predpokladov decembrovej prognózy Európskej centrálnej banky (ECB) a následne dodatočného zapracovania prognózy Medzinárodného menového fondu (MMF) z konca januára 2023, v ktorých ECB prognózovala rast ekonomiky eurozóny v tomto roku o 0,5 %, resp. MMF o 0,7%. Zahraničný dopyt rastie z dôvodu kombinácie ponukových šokov v tomto roku len mierne, zatiaľ čo v nasledujúcich rokoch dôjde k zlepšeniu v tempe rastu z dôvodu postupného spriechodnenia globálnych obchodných reťazcov a odznenia komoditného šoku.

**Menová politika ECB** pokračuje v trende zvyšovania základnej sadzby v boji s infláciou, ktorú zdvihla aj vo februári 2023 o 50 bázických bodov. Vrchol sprísňovania menovej politiky očakávame

v priebehu roka 2023 a od roku 2024 očakávame mierny pokles sadzieb do konca horizontu prognózy. Výnosy 10-ročných slovenských štátnych dlhopisov porastú smerom k 3,7 % do roka 2024 a následne si udržia rizikovú prirážku voči nemeckým bundom.

**Fiškálna politika** v domácej ekonomike vychádza zo scenára nezmenených politík a v súlade so zákonom č. 523/2004 Z.z. o rozpočtových pravidlách verejnej správy prognóza predpokladá konsolidáciu vo výške 0,5 p. b. ročne počnúc rokom 2024. Ohľadom štruktúry konsolidácie je zvolený tzv. najpravdepodobnejší scenár, v ktorom sa relatívne malá časť potrebných úspor realizuje na medzis potrebe vlády (od roku 2024) a jej jadrom je šetrenie kapitálových výdavkov. Išlo by tak o zotrvanie aktuálneho trendu v riadení rozpočtu, keď nedochádza k naplneniu výdavkov v oblasti investícií, čo z pohľadu dosahov na ekonomiku nie je optimálne. Škrtenie investícií má negatívny vplyv na ekonomický rast (stredno- i dlhodobo), ako aj na celkovú produktivitu.

**Imigrácia** v horizonte prognózy pokračuje, v minulom roku k nej prispieval najmä prílev občanov Ukrajiny. Tí zaplnili časť voľných pracovných miest, čím prispeli k nárastu zamestnanosti. V tomto roku predpokladáme výrazné spomalenie ich prílevu. Celkovo je imigrácia faktorom, ktorý na celom horizonte prognózy mierne kladne prispieva k rastu zamestnanosti.

**Tabuľka 4: Externé predpoklady prognózy RRZ**

Externé predpoklady	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ropa, brent, USD/barel	70.7	100.8	83.7	79.3	74.9	71.5
Plyn, TTF, Eur/MWh	47.1	131.9	73.8	72.2	58.2	54.3
FAO, index 2014-2016=100	125.7	143.7	139.8	137.1	133.8	132.7
Kurz EUR/USD	1.18	1.05	1.09	1.10	1.11	1.12
3-mesačný EURIBOR, v %	-0.5	0.3	3.1	2.9	2.5	2.5
10-ročný SK dlhopis, v %	-0.1	2.1	3.6	3.7	3.7	3.7
Zahraničný dopyt, v %, YoY	10.8	5.7	2.2	3.1	3.6	3.5

Zdroj: RRZ, Finančné indikátory sú ročné priemery

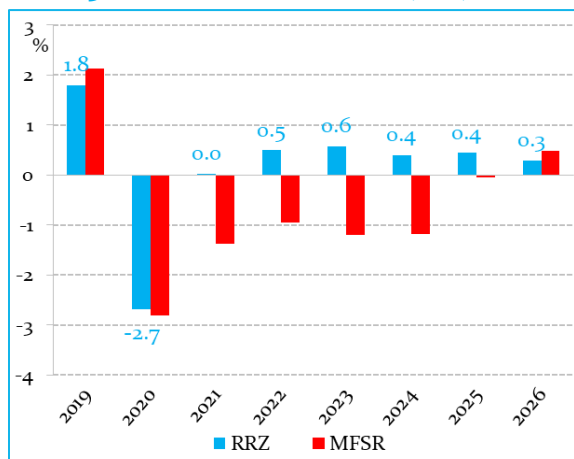
### Detaily prognózy

**Ponuková strana strana slovenskej ekonomiky bola v rokoch 2020 – 2022 nepriaznivo zasiahnutá.** Inovatívne či rozvojové činnosti boli limitované v prvom rade z dôvodu pandémie. Rast produktivity výrobných faktorov teda pribrzdil. Zároveň z trhu práce kvôli dopadom pandémie odišla časť pracovnej sily a obmedzili sa investičné činnosti, menej rástla aj zásoba kapitálu. V roku 2022 prišli zásahy vo forme cenového šoku na komoditnom trhu a vojny na Ukrajine. Vysoké ceny komodít tiež predstavujú negatívny ponukový šok, ktorý brzdí rozvoj produktivity aj kapitálu. Aktivitu v ekonomike tlmili aj úzke hrdlá v globálnych dodávateľských reťazcoch. **Od roku 2023 sa budú nepriaznivé faktory ďalej zmierňovať.** Ceny na komoditných trhoch klesli a obnovila sa dôvera vo firemnom sektore, pričom sa uvoľnili aj spomínané úzke hrdlá. Negatívne vplyvy pandémie vo väčšine krajín do veľkej miery pominuli. Tieto faktory pomôžu rastu produktivity a investícií. V rokoch 2025-2026 mierne rast potenciálneho HDP podporí spustenie výroby v závode

Volvo<sup>7</sup>. Pracovná sila bude prispievať z dôvodu demografických tlakov miernejšie ako pred pandémiou.

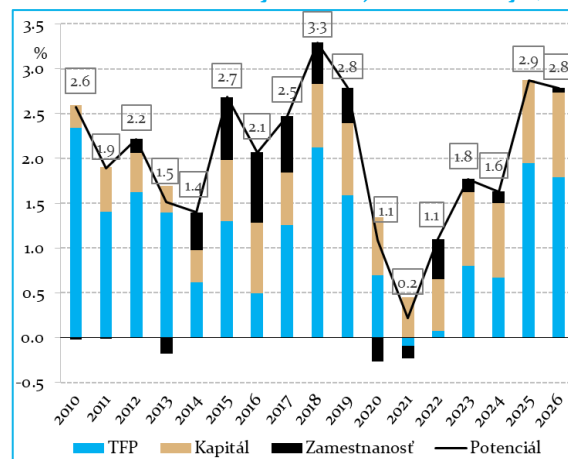
Odhadujeme, že sa **ekonomika v minulom roku nepatrne prehrievala**<sup>8</sup>. Produkčná stránka ekonomiky bola naďalej oslabená uvedenými šokmi, zatiaľ čo **domáci dopyt sa počas väčšej časti obdobia 2021 – 2022 zotavoval a stabilne rástol**. V druhej polovici minulého roka naznačovali zvýšený tlak na kapacitu v ekonomike viaceré indikátory: objednávky v stavebníctve, službách a obchode a najmä stále vysoký počítovaný nedostatok (kvalifikovaných) zamestnancov vo viacerých odvetviach. Z hľadiska priemyslu boli ukazovatele kapacity a objednávok približne na priemerných úrovniach. **V tomto roku prehrievanie ekonomiky podporí dočerpávanie fondov EÚ**. Následne s vyprchaním ponukových obmedzení sa prehriatie bude postupne zmiernovať.

**Graf 5: Produkčná medzera (v %)**



Zdroj: RRZ (február 2023), MF SR (február 2023)

**Graf 6: Potenciálny rast a jeho zložky (v %)**



Zdroj: RRZ

**Export** SR v 3. štvrtroku minulého roka bol podporený lepšou ako očakávanou situáciou s dovozom a rastom ekonomík našich obchodných partnerov. Rast svetového obchodu dosahoval solídne tempo. 4. štvrtrok uplynulého roka však priniesol výraznejšie zhoršenie ukazovateľov ekonomickej aktivity v eurozóne a zhoršenie dôvery a produkcie v našom priemysle, na základe čoho predpokladáme na konci uplynulého roka pokles nášho exportu. Váha cválajúcej inflácie dolieha aj na ďalšie európske ekonomiky a ich spotrebiteľský dopyt a dovoz, čo sa negatívne prejavuje v našom vývoze. Už v prvom štvrtroku však pozorujeme mierne zlepšenie spotrebiteľskej dôvery a ďalších čiastkových ukazovateľov rastu eurozóny a ďalších krajín EÚ. V niektorých krajinách je inflácia výraznejšie naviazaná na cenový vývoj na komoditných trhoch a pozorujeme už jej zmiernovanie. To napomáha spotrebiteľskému dopytu a medzinárodnému obchodu. Vlády viacerých krajín tiež zaviedli podporné opatrenia na pomoc domácnostiam pri vysokých cenách

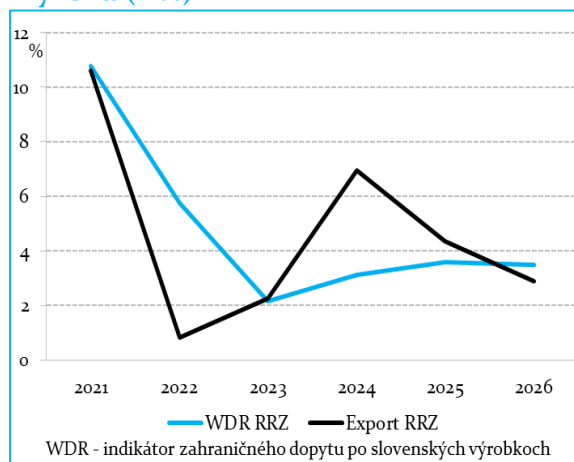
<sup>7</sup> Odhady vplyvu príchodu automobilky Volvo na Slovensko týkajúce sa investícií, produkcie, pridanej hodnoty a zamestnanosti boli prevzaté od Inštitútu finančnej politiky. Vplyvy zahŕňajú aj modelový multiplikačný efekt v dodávateľskom reťazci na základe odhadov v automobilovom priemysle z minulosti.

<sup>8</sup> Náš odhad vychádza z váženej sumy štyroch metód odhadu produkčnej medzery na základe ich inverznej vzdialenosti od priemeru historických odhadov relevantných inštitúcií (NBS, IFP, EK, IMF, OECD). Metódy odhadu sú nasledovné: Hamilton filter, odhad pomocou metódy hlavných komponentov, 2 modely s nepozorovanými komponentami (UCM). Detail uvedených metód poskytneme v pripravovanej štúdií.

energií, čo pomáha udržať zahraničný dopyt v rastovej tendencii. Náš export by to mal pociť a tento rok mierne vzrásť. Postupne by mali odznievať aj úzke hrdlá v dodávateľských reťazcoch spojené s nedostatkom výrobných vstupov pre globálny priemysel, čo by malo ešte viac podporiť našich vývozcov. Spotrebiteľia pri návrate rastu reálnych miezd a stlmení inflácie budú postupne opäť o niečo viac preferovať aj predmety dlhodobej spotreby, v ktorých sa špecializuje aj náš priemysel. Náš export tak po roku 2023 výraznejšie akceleruje.

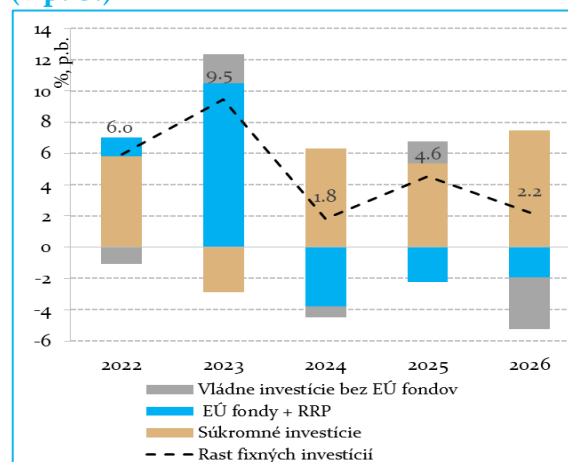
**Investičná činnosť** v 2. polovici minulého roka prebiehala dynamicky. Rástli investície v súkromnom aj vo verejnom sektore. V súkromnom sektore začali po koronakríze nabiehať pozastavené investície z obdobia koronakrízy, kedy klesli na extrémne nízke hodnoty. Pomohli tomu aj špecifické investície na úpravu liniek pre nové modely v autopriemysle. Tie by mali čiastočne prebiehať ešte aj v tomto roku. V roku 2023 budú investície tlačene nahor vďaka prostriedkom z končiacieho sa 3. programového obdobia fondov EÚ. Predpokladáme, že ekonomika dokáže absorbovať približne 93 % celkovej alokácie prostriedkov v rámci uvedeného programového obdobia, čo výrazne prispieje aj k rastu HDP v tomto roku. Európske prostriedky budú podporovať ekonomiku aj vďaka Plánu obnovy, ale jeho čerpanie v tomto roku bolo prehodnotené nadol a rozkladá sa rovnomernejšie počas celého predikčného horizontu. V prostredí len mierneho rastu spotrebiteľského a zahraničného dopytu zostanú investície mimo zdrojov EÚ v tomto roku utlmené a začnú sa dynamizovať až následne s výraznejším oživením zahraničného dopytu a nášho exportu a spotreby domácností. V rokoch 2025-2026 ich podporí aj realizácia investície VOLVO do nového závodu.

**Graf 7: Rast zahraničného dopytu a vývozu (v %)**



Zdroj: RRZ

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



Zdroj: RRZ

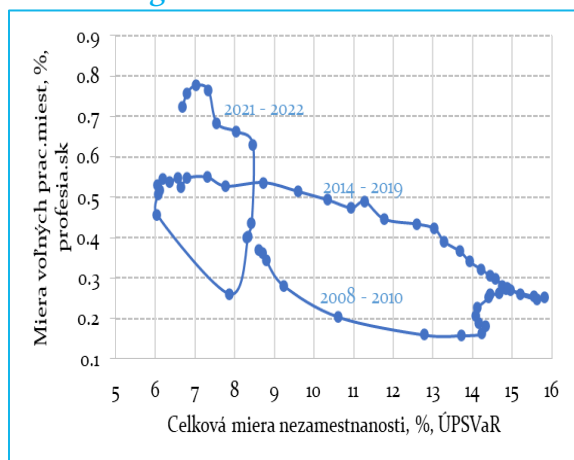
**Zamestnanosť** si pri menej priaznivom vývoji ekonomiky na prelome rokov udržuje už len minimálnu rastovú tendenciu. Naďalej mierne klesá aj miera nezamestnanosti. Tá je dodatočne ťahaná nadol nielen nepatrným zvyšovaním počtu zamestnaných, ale aj odchodmi ľudí do dôchodku, ktoré si čiastočne vyžadujú nahrádzať ich aj nezamestnanými. Rast zamestnanosti pravdepodobne počas tohto roka nebude výraznejšie akcelerovať a jeho tempo bude len mierne. Pri akcelerácii rastu ekonomiky v neskoršej časti horizontu by sme štandardne predpokladali aj



zrýchlenie tvorby pracovných miest, avšak pri demografických obmedzeniach na strane ponuky trhu práce sa nové pracovné miesta budú obsadzovať len ťažko. Rast zamestnanosti preto bude miernejší ako v obdobiach pred nástupom koronakrízy. Firmy budú pociťovať nedostatok zamestnancov a budú mať snahu udržať si svojich existujúcich pracovníkov, ale zároveň aj uvažovať nad spôsobmi zvyšovania efektivity práce. Tzv. Beveridgeova krivka<sup>9</sup> je odrazom tejto skutočnosti – firmy majú veľa neobsadených miest a kandidátov na ich obsadenie je pomerne málo, resp. majú nevhodnú kvalifikačnú štruktúru.

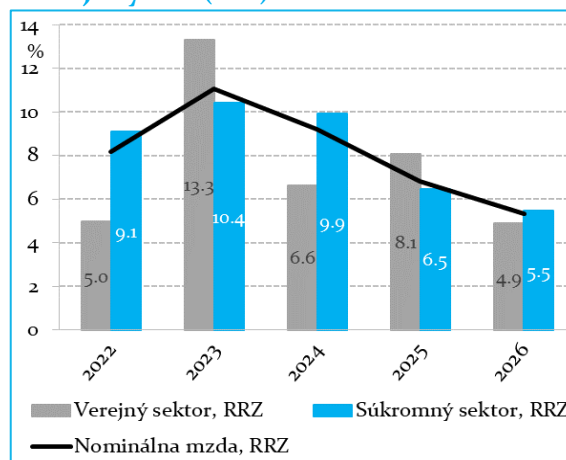
**Priemerná mzda** v ekonomike bude ovplyvňovaná uvedenými štrukturálnymi nedostatkami na trhu práce. Nedostatočná ponuka pracovnej sily bude v mzdových vyjednávaniach pôsobiť skôr v prospech zamestnancov. Dodatočným argumentom pre vyššie mzdové nárasty bude oneskorený efekt vysokej inflácie z rokov 2022 a 2023. Očakávame, že do roku 2024 budú teda mzdy v súkromnom sektore nadštandardne dynamické. Vo verejnom sektore bude zásadný rok 2023, kedy stúpnu tarifné mzdy na prakticky všetkých pozíciách, a to v priemere o vyše 13 %. Nakoľko inflácia by už v tomto roku mala začať klesať a jej úroveň bude nižšia ako pred rokom, reálne mzdy by sa mali vrátiť k rastu. Reálny rast miezd sa zvýrazní v ďalších rokoch predikcie, pričom inflácia by sa mala ďalej zmierniť pri stále pomerne vysokom raste vyjednaných miezd. Disponibilný príjem domácností v tomto roku vzrastie o niečo výraznejšie ako hrubé mzdy z dôvodu vyššieho daňového bonusu na dieťa, vysokej valorizácie dôchodkov a rastu sociálnych dávok.

**Graf 9: Vývoj napätia na trhu práce (v p. b.) – Beveridgeova krivka**



Zdroj: RRZ, Profesia.sk

**Graf 10: Nominálny rast miezd v roku 2023 ďalej zrýchli (v %)**



Zdroj: RRZ

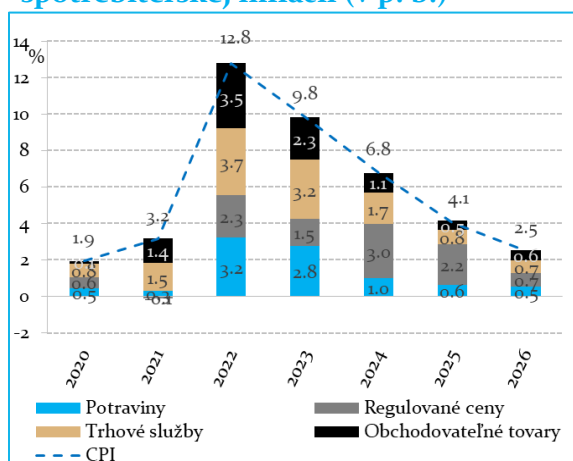
**Inflácia** na prelome rokov začína kulminovať. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu za január 2023 bola inflácia v SR o 0,1 nižšia ako pred mesiacom, podobne ako v decembri. Prispeli k tomu regulované ceny energií, ktoré boli vládnymi zásahmi nastavené na výrazne nižšie úrovne, ako keby sa postupovalo podľa štandardných regulačných vzorcov. K tomu sa pridali aj klesajúce ceny pohonných hmôt. Na základe cien futures energetických komodít by mali trhové ceny energií

<sup>9</sup> Nesúlad dopytu a ponuky na trhu práce indikuje tzv. Beveridge-ova krivka, ktorá využíva údaje o počte pracovných ponúk podľa portálu profesia.sk. Pre výpočet miery voľných miest v ekonomike sú použité údaje ŠÚSR o počte ekonomicky aktívnych obyvateľov.

pokračovať v poklese. Trhové ceny energetických a neenergetických komodít zaznamenali v posledných mesiacoch poklesy a ceny futures vo všeobecnosti vykazujú pokles na väčšinu predikčného horizontu. To sa bude prejavovať uvoľňovaním inflačných tlakov z dovezených tovarov po zvyšok predikčného horizontu. Spotrebiteľské ceny potravín rastú mimoriadne dynamicky, ale aj v nich sa postupne prejaví faktor mierne nižších trhových cien. Zvýšené vstupné náklady sa naďalej prejavujú aj pri cenách obchodovateľných tovarov a trhových služieb, avšak aj v týchto prípadoch by počas tohto roka malo dôjsť k zmierneniu inflácie. Predpokladáme, že stlmenie cien energií pre domácnosti vládou v tomto roku bude dočasné a v ďalších rokoch bude potrebné umožniť ich výraznejší nárast, aby sa zabezpečila rentabilita dodávateľských činností, čo spôsobilo prehodnotenie inflácie smerom nahor v roku 2024. K tlmeniu cenových tlakov prispieva aj čoraz viac reštriktívna menová politika ECB.

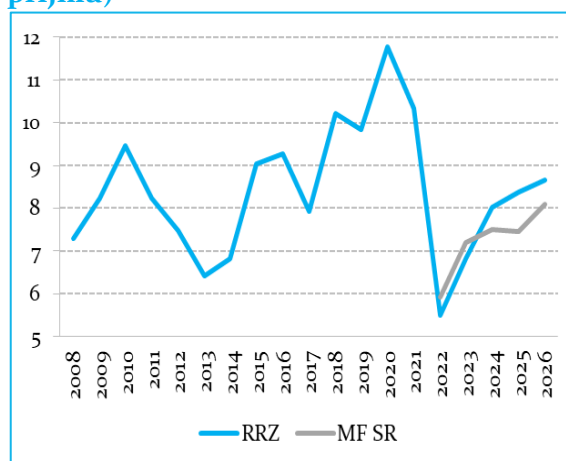
**Spotreba domácností** v priebehu roku 2022 zaznamenala post-pandemické oživenie. Koniec roka však už priniesol klesajúce reálne maloobchodné tržby signalizujúce mierny pokles reálnej spotreby z dôvodu vysokej inflácie a klesajúcich reálnych miezd. Predpokladáme, že podobný obraz spotreby pretrvá aj v prvom polroku tohto roka. Zlepšená príjmová situácia sprevádzaná miernejšou infláciou by však mala podporiť spotrebu v druhom polroku. Jej nárast však predpokladáme len nepatrný, pričom domácnosti sa skôr budú snažiť obnovovať svoje úspory, ktoré im doterajšia inflácia výrazne naštřbila. Miera úspor tak po minuloročných minimálnych úrovniach vzrastie a v tomto trende by mala pokračovať počas celého predikčného horizontu. Podporné opatrenia vlády na utlmenie nárastu cien energií prispeli k prehodnoteniu vývoja spotreby domácností na kladné tempo rastu v tomto roku. Predpokladaný výraznejší nárast cien energií v budúcom roku čiastočne pribrzdí spotrebu. K tomu prispeje aj potreba domácností po cenovom šoku opäť obnoviť mieru úspor. K citeľnejšiemu oživeniu spotreby tak dôjde až v rokoch 2025-2026 pri oživenom raste reálnej mzdy a opäť štandardnej úrovni miery úspor.

**Graf 11: Príspevky zložiek ku spotrebiteľskej inflácii (v p. b.)**



Zdroj: RRZ

**Graf 12: Miera úspor (% z disponibilného príjmu)**



Zdroj: RRZ, MF SR

Tabuľka 5: Krátkodobá prognóza RRZ

Krátkodobá prognóza RRZ (reálny rast QoQ%, ak nie je uvedené inak)	Skut. 3Q22	Prognóza		
		4Q22	1Q23	2Q23
HDP	0.4	-0.3	0.2	1.0
Spotreba domácností	0.6	-0.2	-0.3	0.1
Export tovarov a služieb	6.8	-3.1	0.2	0.8
Zamestnanosť (ESA)	0.1	0.0	0.0	0.1
Inflácia (CPI), YoY%	13.9	15.2*	14.1	10.8

Zdroj: RRZ, \* skutočnosť

### Riziká prognózy

**Riziká prognózy sú naďalej naklonené smerom nadol.** Spomedzi potenciálnych rizík je významná **možnosť slabšieho než očakávaného čerpania fondov EÚ**. Dočerpanie fondov EÚ si vyžiada zvýšenú implementačnú snahu všetkých zainteresovaných strán s cieľom dotiahnuť rozpracované projekty k realizácii.

**Stále neistá a riziková je aj reakcia ekonomiky SR a obchodných partnerov na vysokú infláciu.** Domácnosti môžu reagovať aj silnejšou snahou o ochranu svojich úspor a spotreba by tak mohla reagovať aj väčším ako predpokladaným spomalením, prípadne poklesom. Pri výrazne vyšších úrokových sadzbách môže dôjsť aj k prudšej negatívnej reakcii investícií.

Rizikom je **formovanie a náhla korekcia nerovnováh v globálnom finančnom systéme**, čo sa týka predovšetkým finančných inštitúcií a ich dlžníkov a následných reálnych presahov na ekonomickú výkonnosť. **Verejné zadlženie viacerých krajín dosahuje pomerne vysoké hodnoty** a vyžaduje si kredibilnú konsolidáciu, aby sa predišlo takýmto nepriaznivým situáciám. **Potreba postupne konsolidovať verejný rozpočet sa týka aj SR.**

Mimo možností predpovede je **konkrétne rozuzlenie vojenského konfliktu na Ukrajine**. Mierové ukončenie môže predstavovať pozitívny stimul z hľadiska sentimentu a obnovy, naopak jeho eskalácia by mohla mať ďalšie globálne negatívne dosahy. Pre SR a časť Európy je ešte stále rizikom aj **možnosť extrémneho obmedzenia dodávok ruského plynu**, aj keď sa postupne formujú aj alternatívne možnosti dodávok.

V roku 2024 môže byť ekonomický vývoj negatívne poznačený domácou fiškálnou politikou, ak by nedošlo k **novelizácii ústavného zákona o rozpočtovej zodpovednosti a vláda by musela predložiť vyrovnaný rozpočet**. Novelizácia je potrebná pre zosúladenie s výdavkovými limitmi do jednotného rámca na zabezpečenie primeranej fiškálnej konsolidácie na strednodobom horizonte.