

Ďalší rok s rastom pod jedno percento, konsolidáciou a otočením na trhu práce

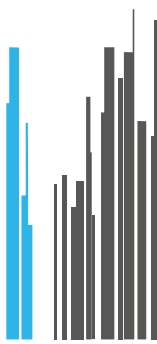
Rada pre rozpočtovú zodpovednosť (RRZ) zverejňuje svoju aktualizovanú makroekonomickú prognózu s cieľom zohľadniť aktuálne informácie z ekonomického vývoja a vyhodnotiť tak realističnosť prognózy Ministerstva financií SR (MF SR) schvaľovanej Výborom pre makroekonomické prognózy (VpMP)¹.

Makroekonomická prognóza

RRZ reviduje nadol svoje očakávania o raste ekonomiky v aktuálnom roku z dôvodu tvrdšieho dopadu minulých aj súčasného kola konsolidácie na slovenskú ekonomiku, schválenia schémy poskytovania energodotácií, negatívnych dopadov obchodnej politiky USA na Slovensko a slabín automobilového priemyslu. RRZ predpokladá, že rast HDP dosiahne v tomto roku úroveň 0,9 %. Už tretí konsolidačný balík v poradí výrazne oslabuje hospodársky rast a vďaka svojej protirastovej štruktúre sa podpíše pod nižší potenciál ekonomiky do budúcnosti, ďalší pokles konkurencieschopnosti a atraktivity pre domácich aj zahraničných investorov. Objem a forma poskytovaných energodotácií sa odzrkadľuje najmä vo vyššej inflácii. Pretrvávajúce problémy automobilového sektoru a strata trhov v USA a Číne len zväzňujú zhoršovanie výkonu slovenskej ekonomiky.

Všetky tieto faktory zvýraznili dlhodobé štrukturálne problémy slovenskej ekonomiky a zapríčinili, že výkon slovenskej ekonomiky už druhý rok po sebe nedosiahne ani jedno percento a do konca dekády sa bude pohybovať výrazne pod svojim potenciálom. A to aj napriek tomu, že v minulom a aktuálnom roku ekonomike výrazne pomáhajú zdroje z plánu obnovy a v neskorších rokoch to bude očakávané výraznejšie čerpanie eurofondov. Ekonomika tak bude opäť rásť pomalšie než priemer eurozóny a výrazne bude zaostávať aj za susedmi z V4. Aj mierne vyšší hospodársky rast na úrovni približne 1,5 % očakávaný v ďalších rokoch, bude z veľkej časti len dôsledkom predpokladaného zvoľňovania konsolidačného tempa vo volebnom roku, nábehu produkcie Volva, či vyššieho čerpania eurofondov koncom dekády. Ďalší faktor prinášajúci možnosť zlepšenia rastu ekonomiky je uzavretá obchodná dohoda s Indiou vedúca k výraznému zníženiu ciel, ako aj očakávaná obchodná dohoda s krajinami Latinskej Ameriky. Tieto dohody a ich možný pozitívny dopad najmä na automobilový priemysel zatiaľ nie sú obsiahnuté v aktuálnej prognóze.

¹ Makroekonomickú prognózu RRZ je potrebné interpretovať ako z nášho pohľadu najpravdepodobnejší scenár (tzv. most-likely). Niektoré z predpokladov, napr. o fiškálnom vývoji alebo o vplyve prijatých opatrení sú zapracované expertne po zohľadnení dnes dostupných informácií.



Tabuľka 1: Hlavné ukazovatele prognózy RRZ

(reálny rast v %, ak nie je uvedené inak)	Prognóza					
	2025	2026	2027	2028	2029	2030
HDP	0,8	0,9	1,6	1,6	1,3	1,7
Spotreba domácností	0,9	0,3	2,4	1,5	1,1	0,7
Fixné investície	1,6	-0,7	-4,3	0,4	2,0	5,7
Spotreba verejnej správy	1,6	0,7	1,8	-0,7	-1,4	1,7
Export tovarov a služieb	3,5	2,5	3,9	3,4	3,4	3,4
Import tovarov a služieb	2,9	3,4	3,6	2,9	3,2	3,7
Zamestnanosť (ESA)	-0,2	-0,4	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1
Nominálna mzda (výkazníctvo ŠÚ SR)	5,9	4,4	4,6	4,4	4,2	4,2
Reálna mzda (deflované CPI)	1,8	0,8	2,4	1,3	1,7	1,8
Miera nezamestnanosti, p.b. (VZPS)	5,5	5,6	5,5	5,5	5,4	5,3
Inflácia, % (CPI)	4,0	3,6	2,2	3,1	2,4	2,4
Produkčná medzera, % pot. produktu	-0,3	-1,0	-0,8	-0,6	-0,6	-0,3
Nominálny HDP, rast v %	4,7	4,1	3,8	4,5	3,5	3,8
Nominálny HDP, v mld. eur	136,3	141,9	147,3	153,9	159,3	165,3
Nominálny disponibilný príjem, %	3,4	3,3	4,7	3,8	3,8	2,4
Miera úspor, v %	6,6	6,7	6,5	5,7	5,9	5,2

Zdroj: RRZ, ŠÚ SR

Pohľad na aktuálny rok: RRZ očakáva, že rast ekonomiky v roku 2026, finálnom roku plánu obnovy, dosiahne len 0,9 %. To znamená zníženie odhadu rastu spred roka na polovicu. Ekonomiku brzdia dopady tak minulých, ako aj aktuálneho, opäť výrazne protirastového, konsolidačného balíčka s objemom 1,6 mld. eur, postavenom najmä na vyššom daňovo-odvodovom zaťažení práce. Objem a forma energodotácií sa odzrkadlí aj v tohtoročných makroekonomických ukazovateľoch, najmä prostredníctvom vyššej, 3,6 % inflácie (primárne v dôsledku vyšších regulovaných cien). Vyššie regulované ceny energií budú veľkej časti domácností kompenzované prostredníctvom energošekov, vďaka čomu bude celkový dopad vyšších cien energií na reálne príjmy domácností a ďalšie reálne veličiny relatívne malý. Výraznejšie ovplyvní ich spotrebu stagnácia disponibilného príjmu, pod ktorú sa podpísali nielen pomaly rastúce reálne mzdy, ale najmä výraznejší nárast daňovo-odvodového zaťaženia.

Slabší výkon priemyslu, ktorého investičnú a vývoznú aktivitu oslabil tak neistota okolo cieľ a globálnej ekonomiky, ako aj dopady predchádzajúcich balíčkov, je ďalším zdrojom útlmu slovenskej ekonomiky. K jeho pomalej dynamike prispievajú aj pretrvávajúce problémy automobilového priemyslu, strata trhov v USA a Číne, z ktorej sa slovenská ekonomika – na rozdiel od konkurencie – zatiaľ nedokázala spamätať.

Signály oživenia európskych ekonomík, podporené prijatím dohôd o odsune zákazu spaľovacích motorov a odsune nástupu ETS2, no najmä európskymi obchodnými dohodami s Indiou a krajinami Južnej Ameriky, vytvárajú priestor na zlepšenie vyhládok zahraničného obchodu v aktuálnom aj v budúcich rokoch (prípravované nové obchodné dohody zatiaľ nie sú obsiahnuté v prognóze). Dosiahnutá dohoda medzi EÚ a USA o clách by mohla viesť k zníženiu globálnej neistoty, a teda miernemu oživeniu investícií.

Pohľad na budúci rok: V roku 2027 bude výkon hospodárstva pozitívne ovplyvnený nástupom výroby v automobilke Volvo, na druhej strane ekonomiku spomalí ukončenie plánu obnovy. Vzhľadom na technický predpoklad RRZ o nekonsolidovaní vo volebnom roku, na základe historických skúseností, ako aj dočasne silnejúcemu domácemu dopytu a exportom, porastie ekonomika o 1,6 %. Rast takisto

dočasne podporí aj ročný posun a zmiernenie nástupu ETS2, predpokladané pokračovanie v politike energodotácií v súčasných kontúrach, ako aj výraznejšia dynamika reálnych miezd (2,4 %) odrážajúca nižšiu infláciu (2,2 %) a predpokladanú vyššiu valorizáciu miezd vo verejnom sektore.

Strednodobý výhľad: V rokoch 2028 až 2030 sa očakáva obnovenie konsolidácie v objemoch do 1 % HDP ročne, čo spolu s pokračujúcim poklesom pracovnej sily bude tlmiť ekonomický rast. Tento útlm bude z časti kompenzovaný očakávaným výraznejším čerpaním eurofondov. Vďaka tomu sa udrží rast ekonomiky na podobnej úrovni ako v roku 2027 (rast v rozmedzí 1,3 až 1,7 %). Od roku 2028 môže postupný nástup systému ETS2 mierne zvyšovať infláciu.

Vzhľadom na plánovanú konsolidáciu a výraznejšie ochladenie zahraničného prostredia sa bude ekonomika na celom horizonte prognózy nachádzať pod svojim potenciálom.

Trh práce: Nálada na trhu práce začína byť v značnej miere ochladzovaná spomaľovaním ekonomiky, nárastom neistoty, konsolidáciou zaťažujúcou viac aktivitu a znižujúcou konkurencieschopnosť ekonomiky. V dôsledku avizovaného znižovania zamestnanosti vo verejnom sektore, riziku ďalšieho úbytku pracovných miest v súkromnom sektore, pomalšej valorizácii platov a zvyšovania daňovo-odvodového zaťaženia práce predpokladá RRZ nárast miery nezamestnanosti na úroveň 5,6 %, pričom pri tejto úrovni sa bude pohybovať aj v ďalších rokoch (koncom dekády ju bude znižovať predpokladané dynamickejšie čerpanie eurofondov). Pokles zamestnanosti v prvých rokoch prognózy bude tlmený bázickým efektom vplyvu vysokého počtu predčasných dôchodkov, neskôr ju bude znižovať najmä klesajúci počet obyvateľov v produktívnom veku. Celkovo tak trh práce stratí do konca dekády približne 23 tisíc ľudí. Rast nominálnych miezd dosiahne tento rok úroveň len 4,4 %, reálne mzdy tak porastú o menej než 1 %. V neskorších rokoch by sa v dôsledku nižšej očakávanej inflácie či očakávaného rastu miezd vo verejnom sektore vo volebnom roku mohlo priblížiť tempo rastu reálnych miezd ku 2 %.

Riziká prognózy

Negatívne riziká prognózy: Významným rizikom prognózy je objem a štruktúra konsolidácie v nasledujúcich rokoch, neznáme úsporné opatrenia, vrátane ich udržateľnosti a z toho plynúce makroekonomické efekty. V prípade nedostatočnej miery konsolidácie a odsúvania konsolidačných cieľov by významným rizikom ostávala aj riziková prirážka štátnych dlhopisov.

Ďalším domácim rizikom je rýchlosť a efektívnosť čerpania európskych zdrojov. S omeškávaním investícií z plánu obnovy rastie riziko jeho nedočerpania v pôvodne zamýšľanom objeme. V prípade pomalého čerpania eurofondov narastá riziko ich neefektívneho využitia v neskorších rokoch prebiehajúceho programového obdobia, čo môže negatívne vplyvať na konkurencieschopnosť slovenskej ekonomiky.

Ďalším zdrojom rizika je regulačná politika vlády v oblasti cien energií. RRZ predpokladá, že aktuálna schéma poskytovania energodotácií ostane platná len do skončenia funkčného obdobia súčasnej vlády, od roku 2028 sa predpokladá návrat na regulované ceny vychádzajúce z trhových. Odklad návratu by mal fiškálne náklady, čo by zvýšilo potrebu dodatočnej konsolidácie v budúcnosti. Rastúcim negatívnym rizikom je zhoršujúca konkurencieschopnosť domáceho automobilového priemyslu, jeho pretrvávajúce výpadky vo vývoze do USA a Číny a výzvy spojené s transformáciou tohto odvetvia smerom k elektromobilite. Očakávaný nástup výroby v novej automobilke Volvo v budúcom roku dokáže tieto straty nahradiť len čiastočne.

Z externého prostredia vyplývajú viaceré riziká, ktoré môžu negatívne ovplyvniť vývoj slovenskej ekonomiky. Aktuálnym najväčším externým rizikom je nestabilita rozhodnutí v colnej politike, a to najmä nepredvídateľné zavádzanie a rušenie ciel. Napriek prijatiu dohôd v lete 2025 pretrváva na trhoch menšia miera neistoty, čo nepriaznivo vplyva na strategické plánovanie podnikov a tlmí ich investičný apetít. Ďalším rizikom sú aj pretrvávajúce štrukturálne problémy Nemecka a Číny.

Pozitívne riziká prognózy: Navýšenie obranných či duálnych investícií na domácom aj európskom poli nesie so sebou potenciál oživenia európskych ekonomík, najmä ohlásený fiškálny stimul v Nemecku. V dlhšom horizonte môže slovenskú ekonomiku podporiť aj prijatie obchodnej dohody s Indiou a Latinskou Amerikou vedúce k podstatnému zníženiu dovozných ciel na tovary z Európy môže podporiť aj náš priemysel. Zároveň otvorenie dovozu tovarov s nízkou pridanou hodnotou do EÚ nesie potenciál spotrebného stimulu pre európsku ekonomiku. Z hľadiska výrobcov v technologických aj priemyselných odvetviach ide o možnosť získavania nových trhov, znižovania výrobných nákladov a diverzifikácie dodávateľských reťazcov. Postupné zníženie dovozných ciel v Indii z približne 70-110 % na 10 % v prípade áut, či ich praktické odstránenie v prípade strojárnských výrobkov vrátane autodiélov môže výrazne pomôcť slovenským exportérom.

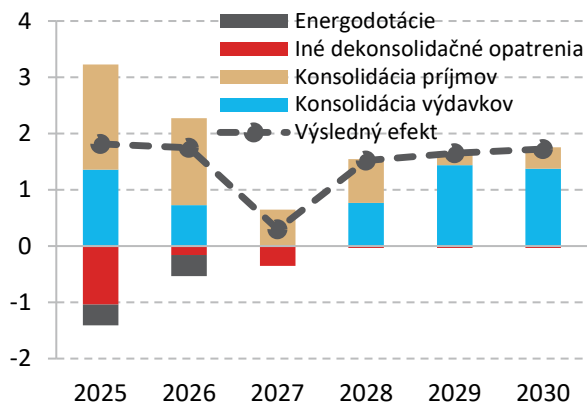
Z hľadiska aktuálnej prognózy, RRZ vníma prevahu negatívnych rizík nad pozitívnymi.

Predpoklady prognózy

Pri formovaní predpokladov o konsolidácii sa berie do úvahy politický cyklus a príjmo-výdavkové preferencie aktuálnej vlády, avšak zohľadňuje sa aj platný rámec nariadení EÚ.

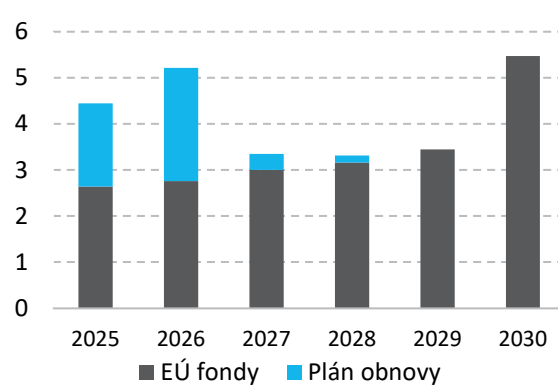
Fiškálne predpoklady (tzv. „most-likely“ prístup): V roku 2026 prognóza vychádza z aktuálneho odhadu RRZ pre hospodárenie verejnej správy zverejneného v rámci rozpočtového semaforu². Vo volebnom roku 2027 sa na základe historickej skúsenosti z predchádzajúcich volebných období v makroprognóze predpokladá konsolidácia v minimálnej miere – očakáva sa, že konsolidačné opatrenia budú z veľkej časti použité na financovanie nových výdavkov (dobeh valorizácie miezd vo verejnej správe po dočasnom zmrazení v roku 2026, zvyšovanie sociálnych transferov, a dofinancovanie zdravotníctva). Pre roky 2028 až 2030 predpokladáme konsolidáciu každoročne o 1 % HDP, hlavne cez úspory na prevádzke štátu a adresnosť v sociálnej oblasti.

Graf 1: Štruktúra konsolidácie (kumulatívne údaje, most-likely technické predpoklady, mld. eur)



Zdroj: RRZ

Graf 2: Čerpanie prostriedkov z EÚ fondov a Plánu obnovy (mld. eur)



Zdroj: RRZ

² Aktuálna prognóza je zverejnená na webstránke: <https://www.rrz.sk/znacka/rozpocetovy-semafor/>.

Plán obnovy a odolnosti, EÚ fondy: RRZ nateraz očakáva nevyčerpanie prostriedkov Plánu obnovy a odolnosti približne vo výške 500 miliónov eur (8 % celkového objemu, čiže naplnenie Plánu obnovy a odolnosti na 92 %). V rámci prognózy sa predpokladá, že v tomto roku pokryje Slovensko s pomocou Plánu obnovy investičné projekty v objeme viac ako 2,5 mld. eur. V rokoch 2027 a 2028 predpokladáme možnosť použitia prostriedkov POO v celkovej sume 500 miliónov. Na konci horizontu prognózy očakávame začiatok čerpania EÚ fondov z 5. programového obdobia a ukončenie 4. programového obdobia v roku 2030.

Regulované ceny energií: Vláda pristúpila k zmene poskytovania energiodotácií v tomto roku. Naďalej sa poskytujú energiodotácie pre 90 % domácností, avšak pre zvyšok domácností došlo k nárastu cien na podľa regulácií ÚRSO. RRZ predpokladá, že vláda bude pokračovať v zastropovaní cien plynu a elektriny a energošekoch na teplo pre 90 % domácností aj v budúcom roku. Od roku 2028 očakávame nárast cien energií na trhové ceny pre všetky domácnosti, a zároveň postupný nábeh systému ETS2, ktorý ovplyvní aj ceny energií pre domácnosti.

Tabuľka 2: Predpokladané priemerné regulované ceny energií v prognóze RRZ

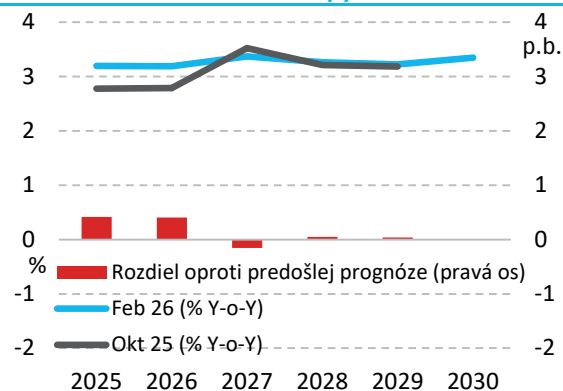
Regulované ceny (priemer)	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Elektrina, YoY%	1,2	4,9	1,0	13,0	-2,0	-0,2
Plyn, YoY%	1,7	5,0	-1,0	12,0	4,0	1,0
Teplo, YoY%	-0,5	29,0	-13,0	-5,0	-2,0	-1,0

Pozn.: Regulované ceny vychádzajú z predpokladu dotovania 90 % domácností (zvyšné domácnosti majú ceny nastavené podľa štandardných regulačných vzorcov) v prípade plynu a elektriny. V prípade tepla ide o nárast ceny pre všetky domácnosti (nezohľadňujú sa energošeky)

Zdroj: RRZ, ŠÚ SR

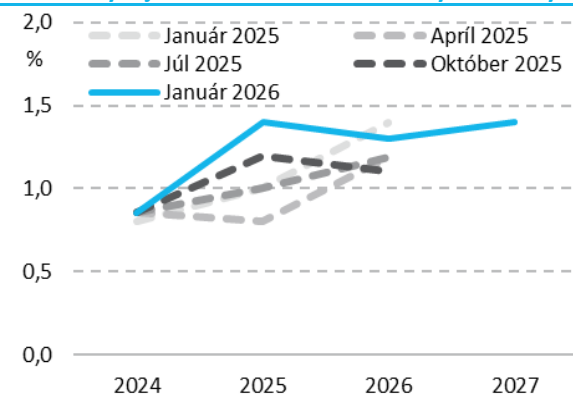
Zahraničné prostredie: V porovnaní s októbrovou prognózou prichádzajú relevantné signály o miernom zlepšovaní vyhladok zahraničného obchodu. Hlavným dôvodom je prijatie dohody o odsune zákazu spaľovacích motorov, zmiernenie a odsunutie nástupu ETS2. K možnému oživeniu prispievajú aj podpísané obchodné dohody s Indiou a so zoskupením juhoamerických štátov Mercosur. Očakávame, že dovoz bude stabilne rásť aj v strednodobom horizonte, podporovaný nízkymi nákladmi na nákup z Číny a iných ázijských ekonomík, ktorých vývozné ceny by mali v strednodobom horizonte zostať na nízkej úrovni. Očakávané oživenie ekonomík Poľska a Česka taktiež napomáha k lepším vyhladkam zahraničného dopytu. Prognóza ráta s nábehom výroby v automobilke Volvo od roku 2027 a umiestnení výrobkov na zahraničné trhy.

Graf 3: Rast zahraničného dopytu



Zdroj: RRZ, ČNB, MMF, MNB, PNB

Graf 4: Vývoj odhadov rastu ekonomiky eurozóny



Zdroj: MMF

Úrokové sadzby a výmenné kurzy: Vo vývoji rizikovej prirážky nad nemecké dlhopisy odzrkadľujeme predpoklad o budúcich konsolidáciách. V súčasnosti sa prirážky pohybujú pod 0.6 p.b., ale dlhodobo sú jedny z najvyšších v eurozóne. Vzhľadom na predpoklad nekonsolidovania vo volebnom roku, očakávame nárast prirážky v roku 2027 nad 0.9 p.b. a následný pokles pod 0.7 p.b vďaka výrazným konsolidáciám (1% HDP ročne). Euro sa naďalej drží výrazne nad paritou a trhy očakávajú, že by malo naďalej posilňovať voči doláru na celom horizonte prognózy. Tento nárast môže ešte v budúcnosti zvýrazniť možná rôzna politika ECB a FEDu a hlavne politický nátlak na zníženie sadzieb FEDu.

Hodnotenie makroekonomickej prognózy MF SR

RRZ hodnotí prognózu MF SR ako realistickú, najmä pre aktuálny rok.

Kedže zatiaľ nie sú známe žiadne konkrétne konsolidačné opatrenia na rok 2027, predikcia RRZ sa od predikcie IFP líši čo sa týka objemu aj štruktúry konsolidácie. Na základe historických skúseností o nekonsolidovaní vo volebnom roku 2027 je z tohto pohľadu prognóza MF SR pre daný rok postavená na menej realistických predpokladoch. Z tohto dôvodu je mimoriadne dôležité, aby bolo súčasťou už júnovej, no hlavne septembrovej prognózy zrealnenie aj upresnenie plánovanej konsolidačnej trajektórie najmä pre nasledujúci rok, ako aj oznámenie štruktúry opatrení a detailov ohľadom možného poskytovania energodotácií.

Kedže prognóza zo septembra 2025, postavená len čiastočne na znalostiach pripravovaného konsolidačného balíčka a využívajúca technický predpoklad o náraste regulovaných cien, sa výrazne líšila od konečnej podoby opatrení schválených do konca roka 2025 vrátane energopomoci, rozpočet na tento rok bol zostavený na príliš optimistických makroekonomických predpokladoch. Opakovanie takejto situácie by tak nebolo žiadúce.

Vnímame tiež neistotu pri očakávanom čerpaní eurofondov v neskorších rokoch prognózy.

Tabuľka 3: Porovnanie hlavných ukazovateľov prognózy RRZ s prognózou MF SR

(Rozdiel v reálnych rastoch v p.b., ak nie je uvedené inak)	2025	2026	2027	2028	2029	2030
HDP	0,0	-0,1	0,4	-0,1	-1,0	-0,5
Spotreba domácností	0,3	0,0	1,3	0,5	-0,7	-1,5
Spotreba verejnej správy	0,3	0,4	1,8	-0,1	-1,3	0,3
Zamestnanosť (ESA)	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Nominálna mzda (výkazníctvo ŠÚ SR)	-0,3	0,0	0,7	-0,1	-0,2	-0,1
Inflácia, % (CPI)	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	0,3

Zdroj: RRZ, MF SR