

# Ekonomický a menový vývoj - jar 2022



Odbor ekonomických  
a menových analýz



29. marec 2022

- **Horší predpokladaný výhľad ekonomiky už pred vojnou** (zhoršenie nálad v priemysle - chýbajúce súčiastky, utlmenie nadmerného dopytu po tovaroch, slabšia spotreba – horší vývoj reálnych príjmov a pokles úspor) a zároveň **rastúce inflačné tlaky**
- **Vojna ešte umocnila prehodnotenie rastu hospodárstva a zvýšila inflačné odhady, veľká neistota v ďalšom vývoji**
- **Dva scenáre – miernejší vojnový** s rastom ekonomiky 2 až 3 % v najbližších rokoch pri vrcholiacej inflácii v budúcom roku približne na 10 % a **dramatický** s prechodným zastavením rastu hospodárstva a infláciou tesne pod 14 %
- **Najdôležitejšie kanály:** slabší zahraničný dopyt + krátkodobo narušené dodávateľské reťazce, spotrebiteľský dopyt najmä v budúcom roku cez pokles reálnych príjmov (regulované ceny energií)
- Hospodárenie vlády sa zhorší – hrozia vysoké deficity (4 až 6 %) vplyvom pomoci Ukrajine a financovania migračných pohybov
- Vojna predstavuje opäť ďalšiu výzvu pre verejné politiky

- Slovensko je v dodávkach zemného plynu závislé od dovozu z Ruska (v roku 2020 to bolo 85 % z celkového dovozu zemného plynu). Prípadný 20 % výpadok plynu by mohol znížiť úroveň reálneho HDP o 0,6 až 1,4 %. Ceny priemyselných výrobcov by sa mohli pri raste ceny plynu o 185 % zvýšiť v rozsahu 1,6 až 2,6 %.
- Dodatočné výpadky nad rámec výpadku čipov z dôvodu narušenia dodávateľských reťazcov sme odhadli na základe nasledovného vzťahu s barometrom narušenia globálnych ponukových reťazcov od New York FED a indexom komoditných cien čistého exportu pre Slovensko od Medzinárodného menového fondu. Týmto prístupom sa podarilo nasimulovať prerušené logistické a dodávateľské väzby, ktoré vznikli vojnou na Ukrajine.
- Ceny nehnuteľností vzrástli v poslednom štvrtroku 2021 približne o 22 %, čo výrazne prekonallo zvýšenie príjmov a viedlo tak k zhoršeniu dostupnosti bývania. Tá sa však len dostala späť na svoju dlhodobú úroveň. Iný pohľad na trh nehnuteľností – kompozitný index naznačil, že ceny nehnuteľností sa dostali do pásma vysokého rizika korekcie.
- Snaha odhaliť „Kolumbovu ženu“ – rovnovážnu reálnu úrokovú mieru (tzv.  $r^*$ ). V prípade Slovenska je odhadnutá rovnovážna reálna úroková miera už desaťročie záporná a do veľkej miery odzrkadľuje vyššie úspory v ekonomike. S odhadom  $r^*$  ako nepozorovanej veličiny je spojená neistota. Aj po zohľadnení celej šírky neistoty okolo odhadu sa prirodzená úroková miera nachádza hlboko v zápornom pásme.

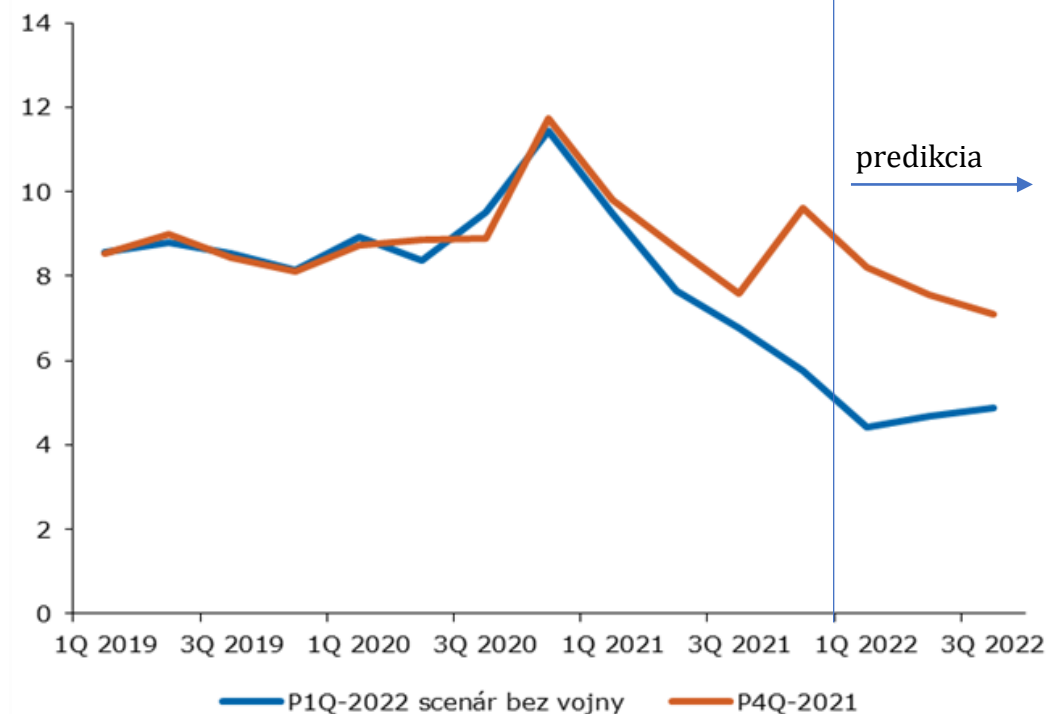
- Zhoršenie výhľadu ekonomickej aktivity** – nedostatok komponentov, slabší zahraničný dopyt, zo súkromnej spotreby uberie rýchly rast cien, priestor čerpať z nadmerných úspor v ďalších rokoch bude obmedzený, v tomto roku je predpoklad, že domácnosti ešte vyhladia svoju spotrebu a siahnu na úspory

**Zahraníční dopyt a vývoz (index, 4. Q 2019 = 100)**



Zdroj: EK

**Miera úspor (% disponibilného príjmu)**

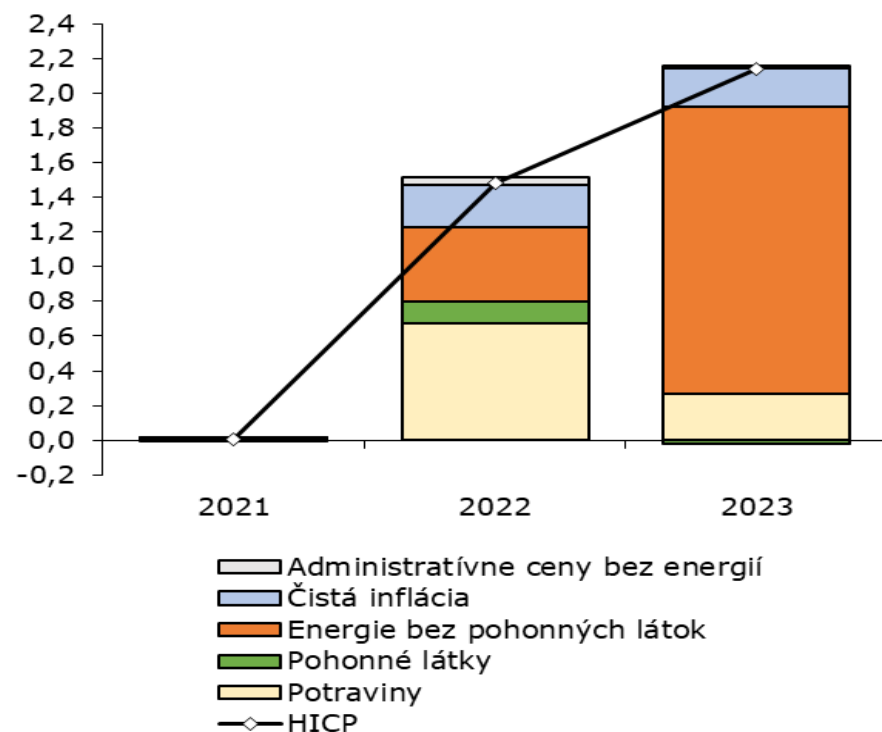


Zdroj: ŠÚ SR, NBS

# Scenár bez vojny

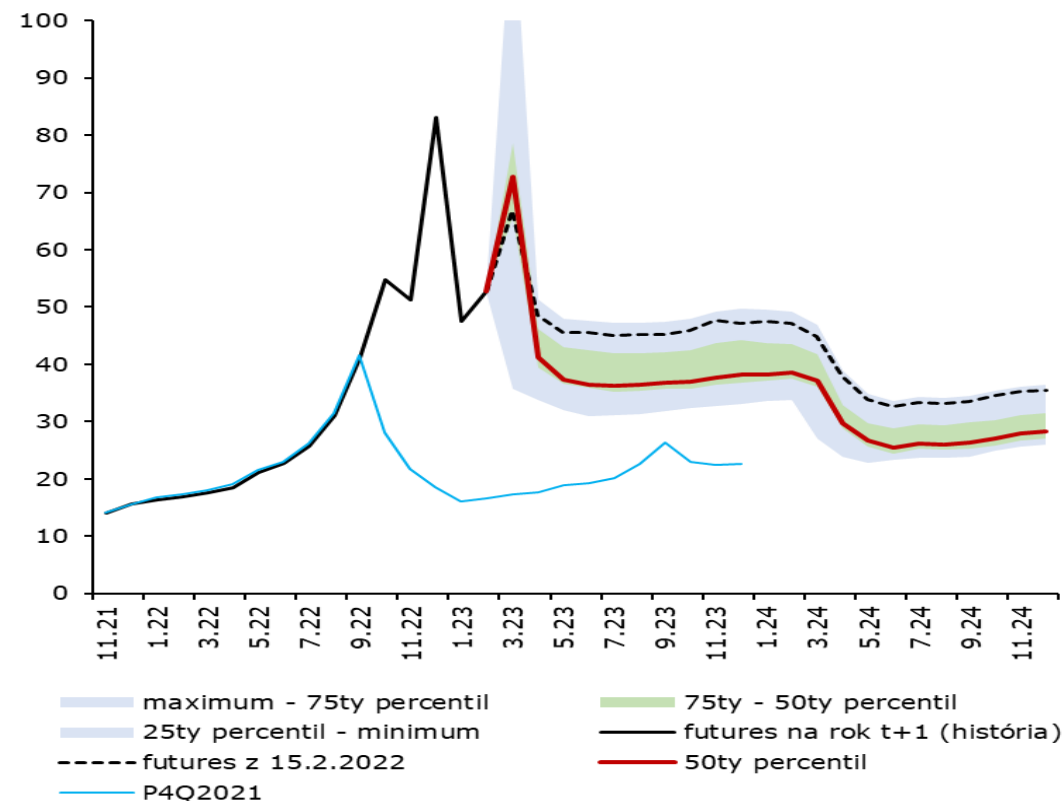
- Inflácia** – rýchlejšia oproti decembrovej predikcii, pre tento rok rýchlejší ako predpokladaný rast začiatkom roka (potraviny, v menšej miere aj ostatné položky), v ďalšom roku prehodnotenie rastu regulovaných cien energií vyššie (obrovský nárast trhových cien plynu)

Prehodnotenie inflácie oproti decembru (p. b.)



Zdroj: NBS

Ceny futures pre plyn (EUR/MWh)



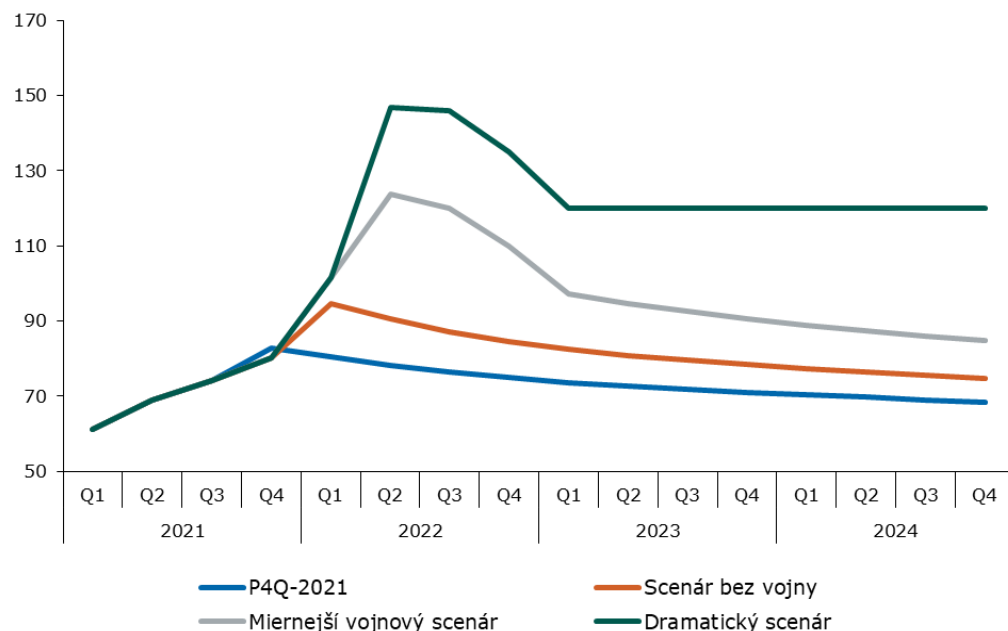
Zdroj: NBS

# Nastavenie scenárov

|                                                           | Miernejší scenár vojenského konfliktu                                                                                                                                                                                                     | Dramatický scenár vojenského konfliktu                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|-----------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Popis scenára</b>                                      | <i>Relatívne krátkodobé trvanie konfliktu, sankcie voči Rusku do konca roka 2022, narušenie energetického trhu sprevádzané dočasným prerušením dodávok plynu z Ruska, vyššími cenami energií a krátkodobými finančnými dôsledkami.</i>    | <i>Dlhotrvajúca eskalácia konfliktu spôsobí trvalé narušenie obchodu a dodávok energie. Vyššia cenová citlivosť energetického trhu na poruchy a dodatočné finančné sprísnenie.</i>                                                                                                                                         |
| <b>Obchod s Ruskom a globálne hodnotové reťazce (GVC)</b> | Pokles dovozu z Ruska o -30 % v roku 2022, čiastočný návrat na -20 % v roku 2024. Dočasné narušenie GVC.                                                                                                                                  | Dlhodobé narušenie GVC a obchodu s Ruskom, pokles dovozu z Ruska o -30 %.                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Energetické komodity</b>                               | Dočasné zastavenie dodávok ruského plynu do EÚ v roku 2022 bez vplyvu na produkciu (predpokladaná optimalizácia a využitie alternatívnych zdrojov).<br><br>Nárast energetických futures s vrcholom v polovici roku 2022, následný pokles. | Pretrvávajúce prerušenia dodávok ruského plynu do EÚ budú len čiastočne kompenzované z iných zdrojov (-20% trvalé zníženie dodávok). To by mohlo spôsobiť obmedzenia vo výrobe s odhadovaným efektom -1,4 % na rast HDP.<br><br>Ceny energií, najmä plynu, zostanú zvýšené, pretože ruský plyn nebude možné plne nahradiť. |
| <b>Finančné trhy a neistota</b>                           | Krátkodobá globálna neistota v podobe šoku v súkromných investíciách v roku 2022.<br><br>Prepad akcií o -12 % v roku 2022.                                                                                                                | Dlhodobá korekcia na akciových trhoch. Finančné sprísnenie o 50 b.b. v úrokových sadzbách.                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>Migrácia</b>                                           | Približne 50-tis. ľudí, z toho pracovná sila cca 6-tis. ľudí.                                                                                                                                                                             | Približne 150-tis. ľudí, z toho pracovná sila cca 18-tis. ľudí.                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Fiškálne opatrenia</b>                                 | Fiškálne opatrenia súvisiace s migráciou (zdravotná starostlivosť, humanitárna pomoc, začlenenie žiakov do škôl, ubytovanie).                                                                                                             | Fiškálne opatrenia súvisiace s migráciou (zdravotná starostlivosť, humanitárna pomoc, začlenenie žiakov do škôl, ubytovanie).                                                                                                                                                                                              |

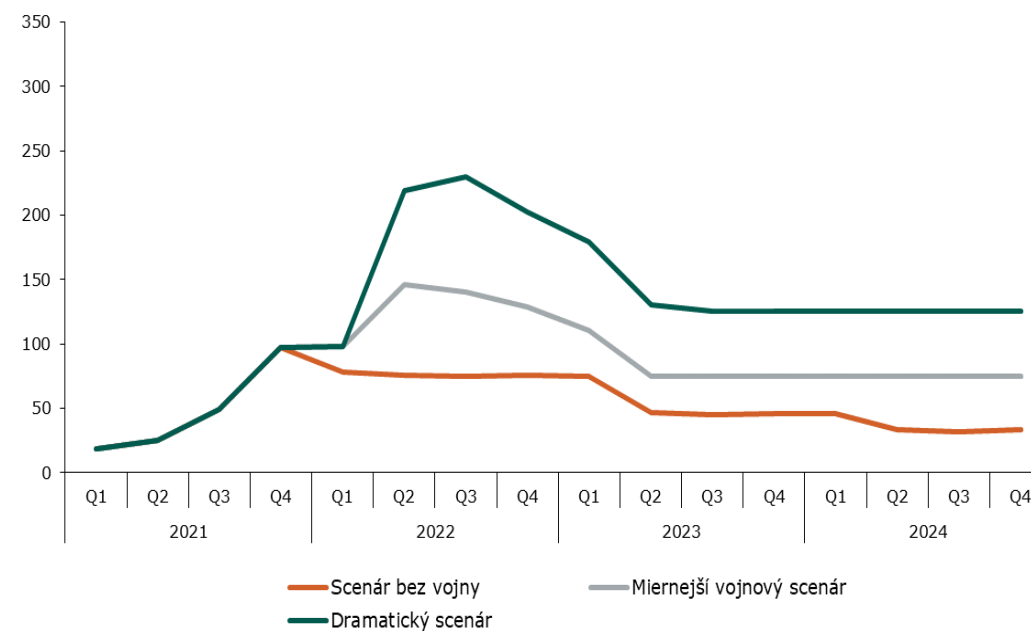
- Ceny energetických komodít výrazne vzrástli už aj pred vypuknutím vojny na Ukrajine
- V scenároch sa uvažovalo, že zostanú ešte nejaký čas na vysokých úrovniach s menšou korekciou v ďalších rokoch
- Ceny plynu sa zvýšili niekoľkonásobne -> regulované ceny v budúcom roku poskočia

Cena ropy (USD/barel)



Zdroj: Macrobond, NBS

Cena plynu (EUR/MW)

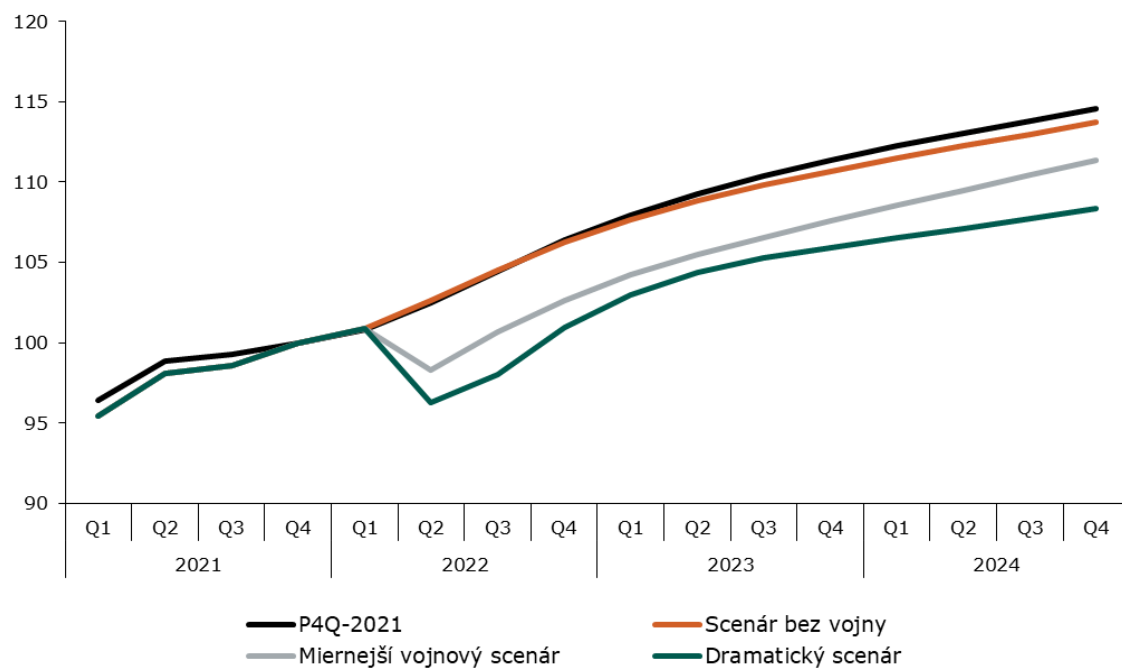


Zdroj: Macrobond, NBS

# Predpoklady predikcie – zahraničný dopyt

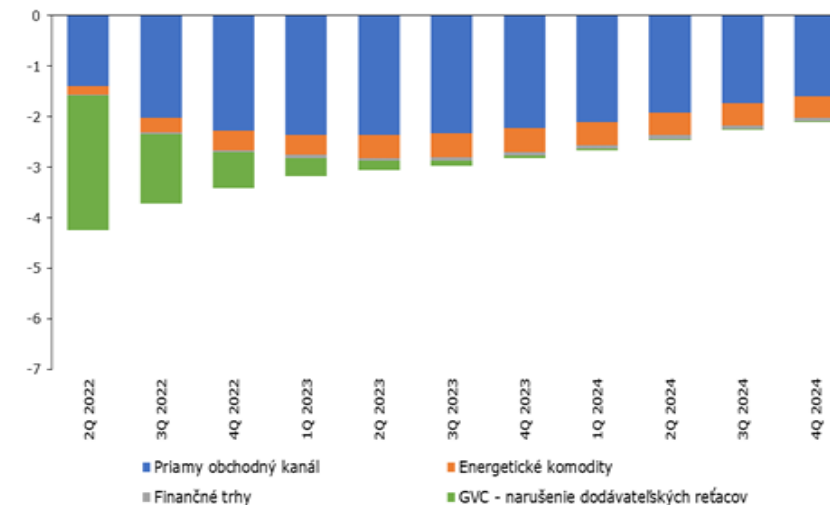
- Zahraničný dopyt prehodnotený nižšie, viacej efektov – pretrvávajúci nedostatok súčiastok, vojna na Ukrajine – priamy a nepriamy efekt obchodu s Ruskom (sankcie), prerušené dodávateľské reťazce
- Efekt vojny na konci horizontu predikcie je 3 p. b. v miernejšom vojnovom scenári, resp. 6 p. b. v dramatickom scenári

## Zahraničný dopyt (index, 4Q2021 = 100)

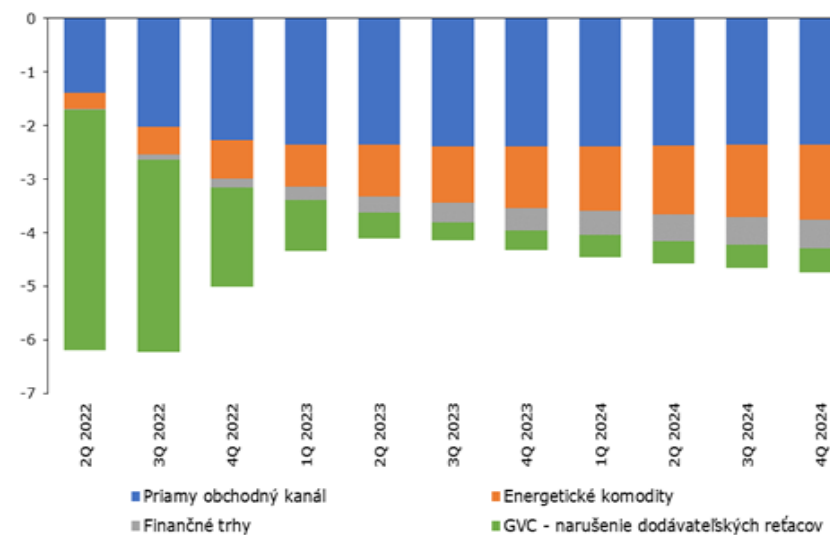


Zdroj: NBS

## Miernejší vojnový scenár (odchýlka od scenára bez vojny)



## Dramatický scenár (odchýlka od scenára bez vojny)

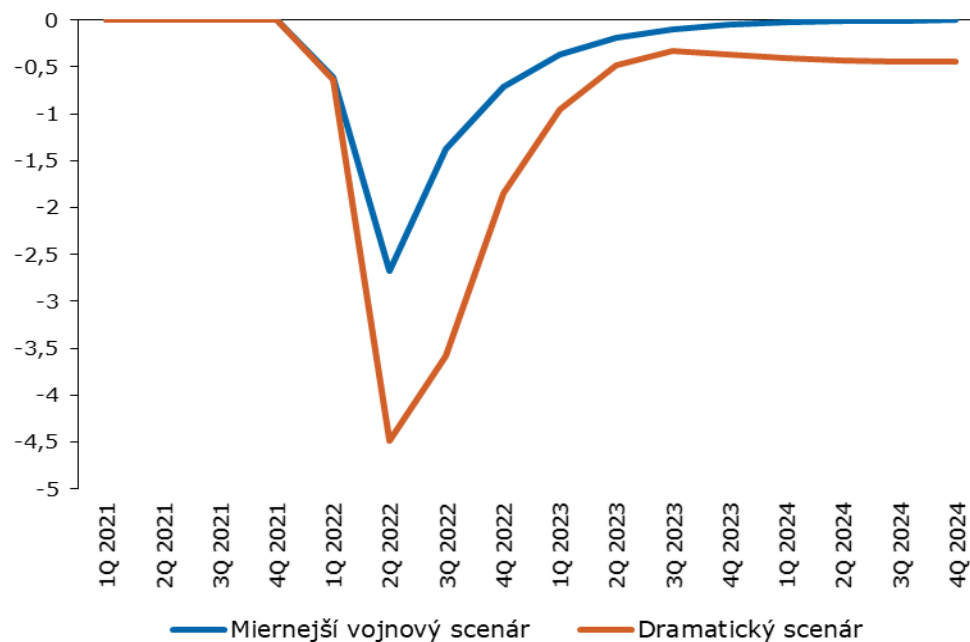




# Predpoklady predikcie – odhad výpadkov vplyvom prerušených dodávateľských reťazcov

- Problémy v globálnych logistických kanáloch po krátkodobom poľavení na prelome rokov 2021 a 2022 z dôvodu konfliktu na Ukrajine opäť zosilnejú a výrazným spôsobom narušia oživenie svetovej ekonomiky
- Narušený nebude iba celosvetový transportný trh, no i výroba, čo spôsobí dodatočné výpadky komponentov

## Efekt dodatočných prerušených dodávateľských väzieb na slovenský export (odchýlka v p. b. od scenára bez vojny)



Zdroj: NBS

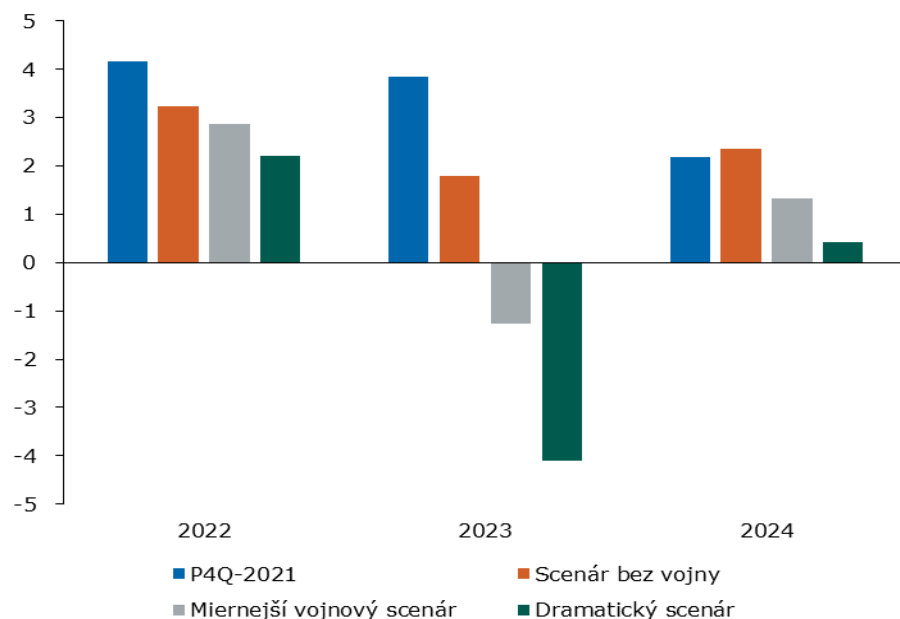
## Straty v slovenských exportoch do konca roka 2024 (mil. EUR)

|                                                                       |      |
|-----------------------------------------------------------------------|------|
| Z dôvodu výpadku komponentov v scenári bez vojny v rokoch 2021 - 2022 | 4068 |
| Dodatočné straty v miernejšom vojnovom scenári                        | 1564 |
| Dodatočné straty v dramatickom scenári                                | 3770 |

Zdroj: NBS

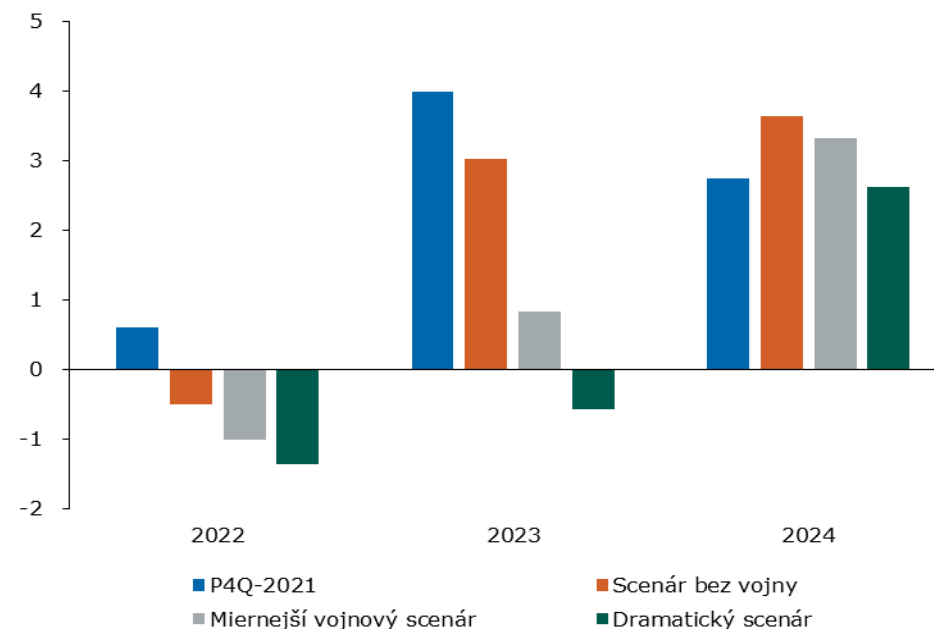
- V tomto roku dokážu domácnosti ešte ufinancovať svoju spotrebu cez nižšiu mieru úspor
- V budúcom roku v prípade vojnových scenárov prepád reálnych miezd, čo sa prejaví v poklese spotrebiteľského dopytu

**Súkromná spotreba (medziročná zmena v %)**



Zdroj: NBS

**Reálne mzdy na zamestnanca (medziročná zmena v %)**

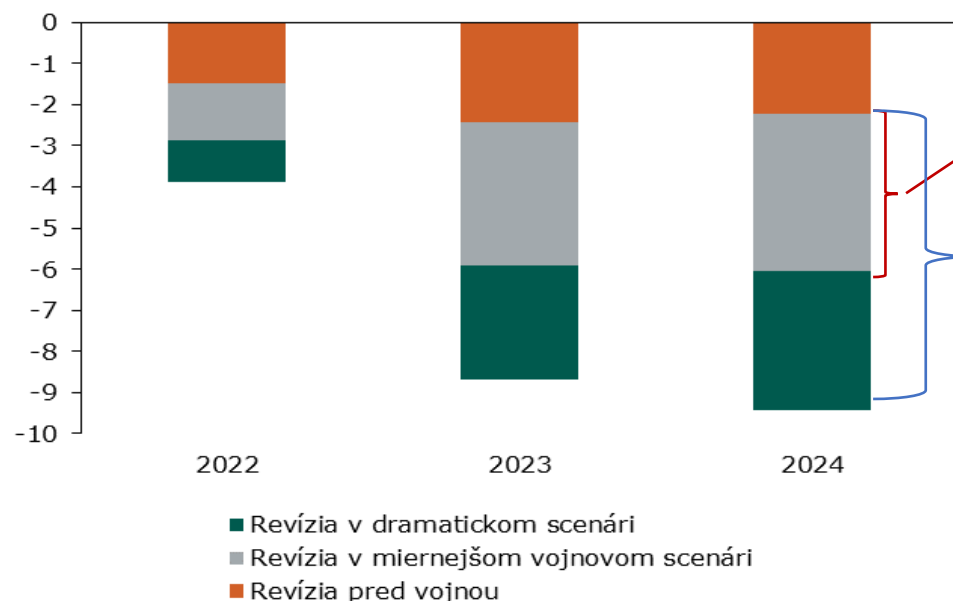


Zdroj: NBS

# Výhľad ekonomického rastu

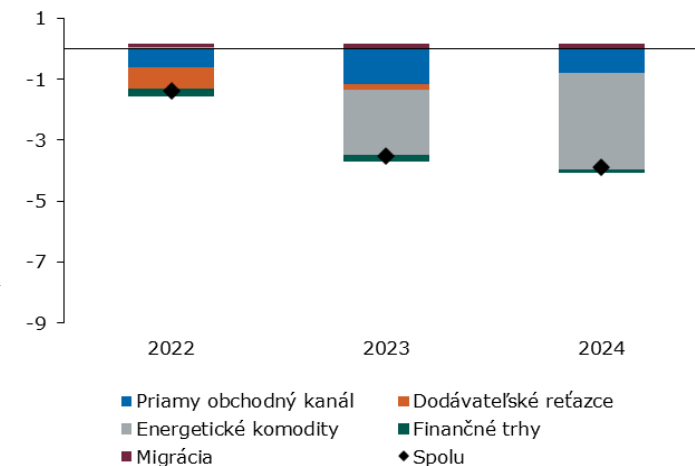
- Vojna na Ukrajine spôsobí ekonomike dodatočnú kumulatívnu stratu 4 % v miernejšom vojnovom scenári, resp. 7 % v dramatickom scenári
- V tomto roku najmä cez obchodný kanál vrátane narušených dodávateľských reťazcov, v budúcom roku prostredníctvom vyšších spotrebiteľských cien

Rozklad revízie úrovne HDP v porovnaní s P4Q-2021 (%)

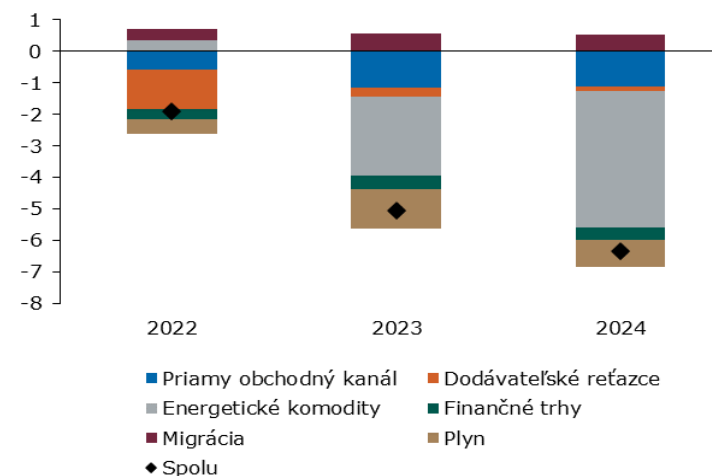


Zdroj: NBS

Miernejší vojnový scenár



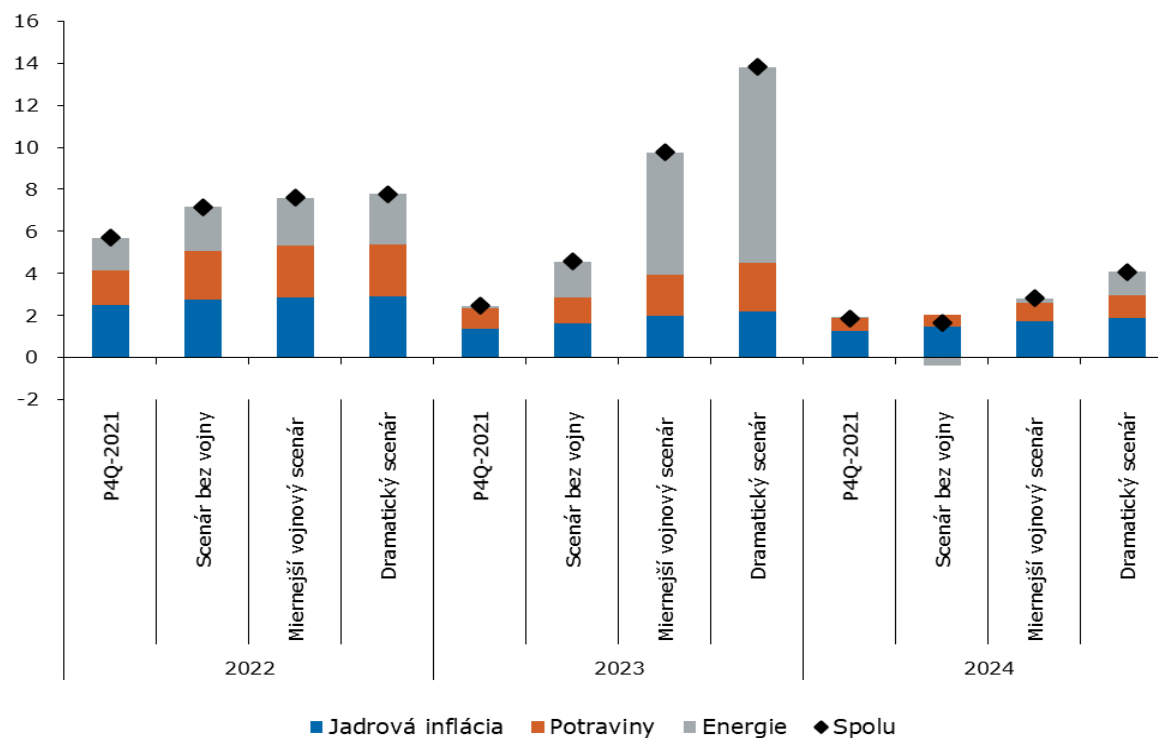
Dramatický scenár



Zdroj: NBS

- Rast cien v tomto roku tesne pod 8 %, v ďalšom roku vo vojnových scenároch medzi 10 a 14 %, najväčší príspevok by mali tvoriť regulované ceny energií (najmä ceny plynu)
- Nákladové faktory (energie a potraviny) sa budú premietat' aj v ostatných položkách spotrebného koša (tovary a služby)
- Vysoký rast cien zníži kúpyschopnosť domácností

**Predikcia inflácie (medziročná zmena v % , príspevky v p. b.)**



Zdroj: NBS

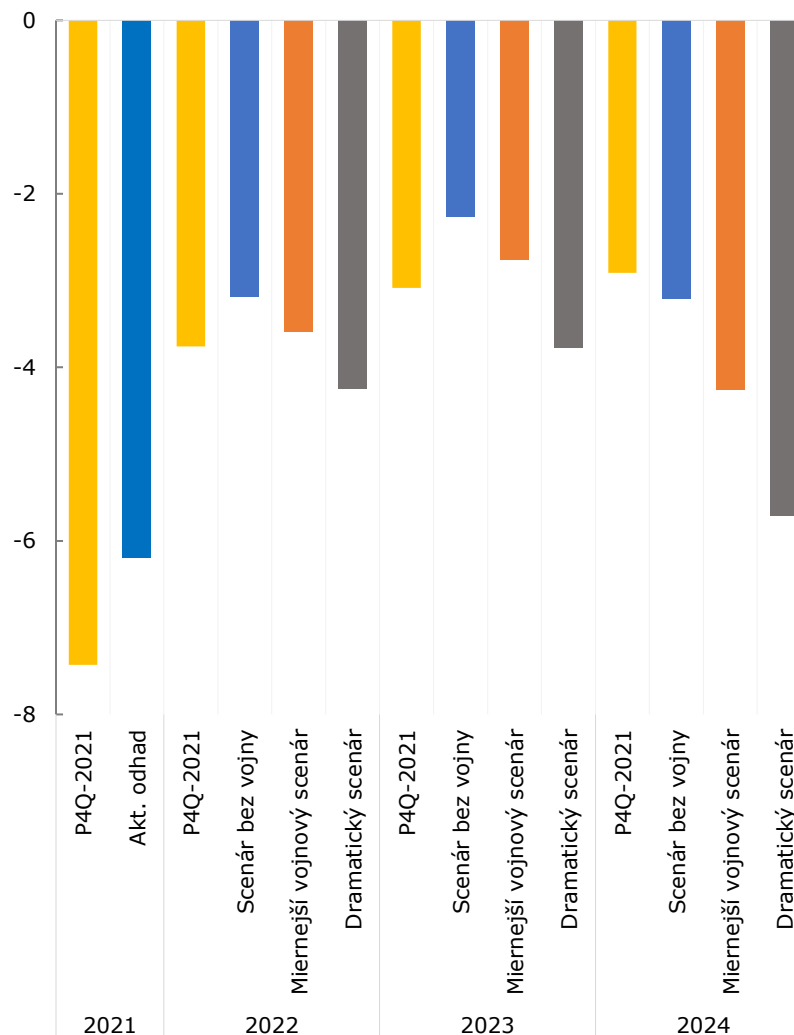
## Saldo verejného sektora

- 2021 – lepší deficit voči P4Q-2021, odhad 6,2 % HDP pri ↑ daniach a nenaplnení výdavkových predpokladov (kurzarbeit, dotácie pre OZE, kofinancovanie EU)
- 2022 – pri neistote vývoja cien, ekon. spomalenia a opatrení pomoci UKR deficit v rozpätí 3,2 až 4,2 % HDP
- 2023 – 2024 – prejavuje sa cenový efekt, postupne prevažuje vplyv na výdavkovej strane (valorizácia miezd, dôchodkov a sociálnych dávok)
- **Opatrenia UKR:** zdr. a soc. zabezpečenie, humanitárna pomoc, ubytovanie, podľa scenárov v rozmedzí 0,3 až 0,7 % v 2022 (kumulatívne do 2024 0,5 až 1,5 % HDP)

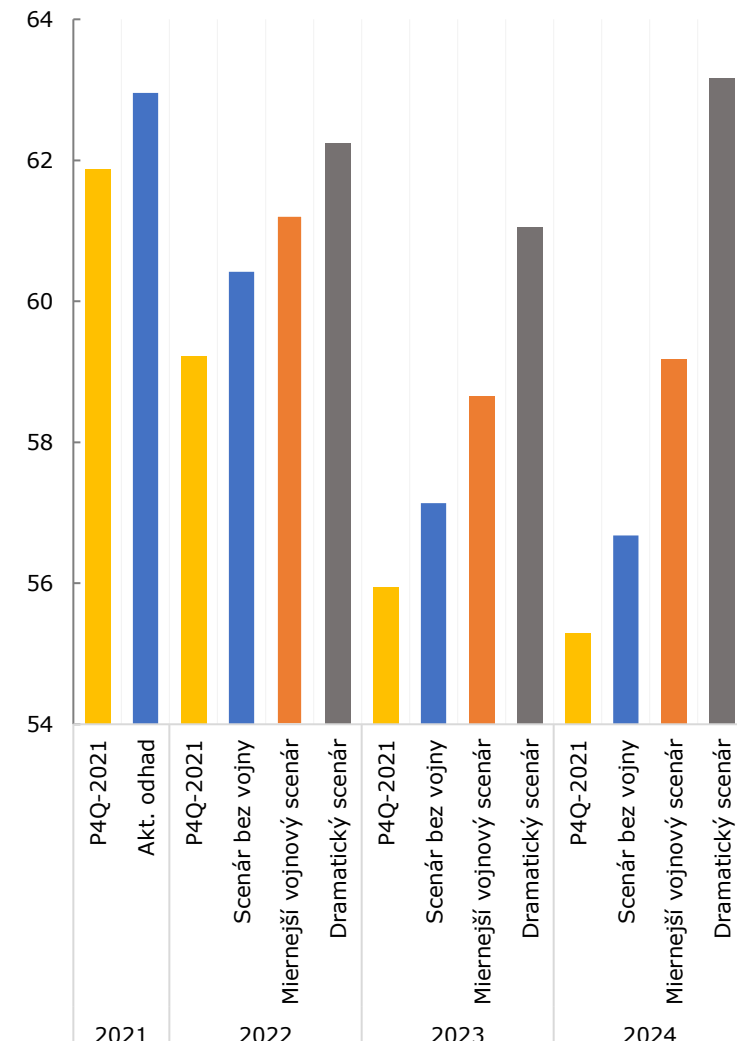
## Verejný dlh

- 2021 – odhad revidovaný nahor (63 % HDP), vplyv vkladov súkromných klientov Štátnej pokladnice
- 2022 – 2024 – scenár bez vojny: pokles finančnej potreby pri nižších deficitoch, 56,7 % HDP v 2024
- scenáre s vojnou: rast zadlženia pri vyššej finančnej potrebe, 2022 – dominuje vplyv scenárových opatrení, 2024 – prevláda cenový efekt na výdavkoch (valorizácia, sociálne výdavky)

Saldo verejného sektora (% HDP)



Verejný dlh (% HDP)



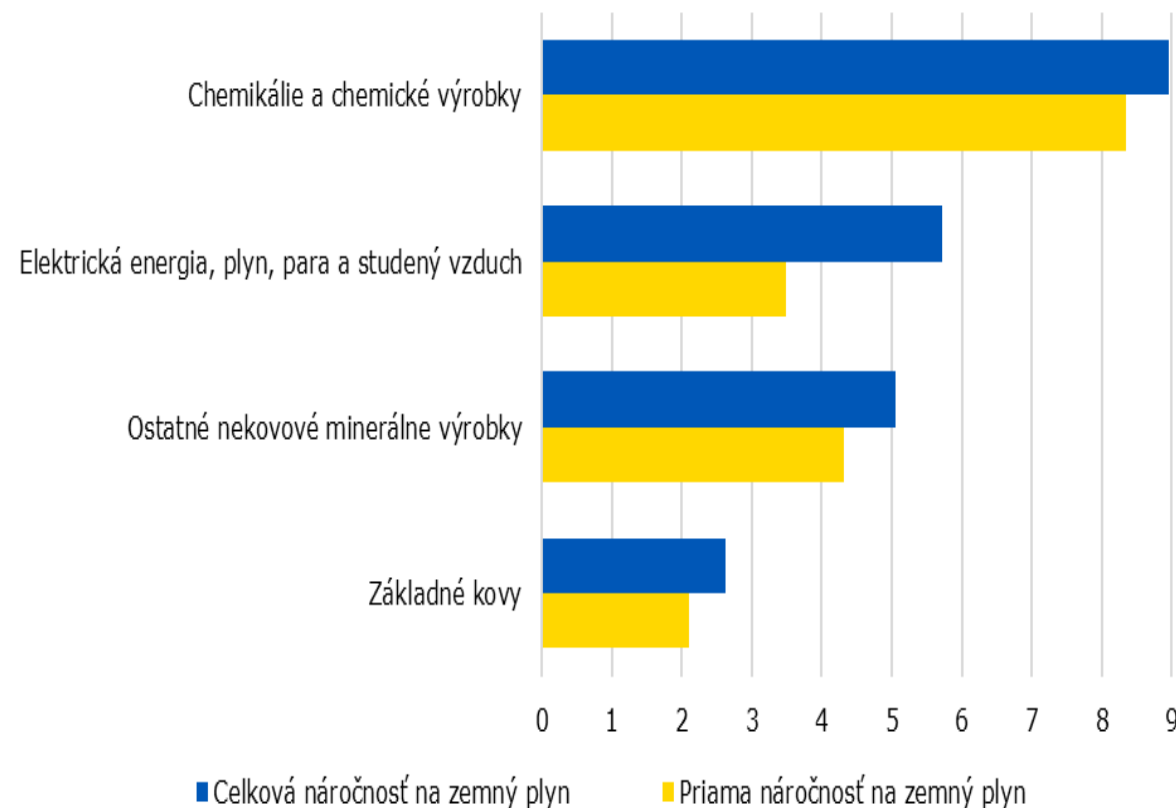
# Základné ukazovatele ekonomického vývoja

|                                   | Zimná predikcia |             |             | Scenár bez vojny |             |             | Miernejší vojnový scenár |             |             | Dramatický scenár |             |             |
|-----------------------------------|-----------------|-------------|-------------|------------------|-------------|-------------|--------------------------|-------------|-------------|-------------------|-------------|-------------|
|                                   | 2022            | 2023        | 2024        | 2022             | 2023        | 2024        | 2022                     | 2023        | 2024        | 2022              | 2023        | 2024        |
| <b>HDP</b>                        | <b>5,8</b>      | <b>5,6</b>  | <b>2,7</b>  | <b>4,2</b>       | <b>4,5</b>  | <b>3,0</b>  | <b>2,8</b>               | <b>2,3</b>  | <b>2,6</b>  | <b>1,7</b>        | <b>0,3</b>  | <b>1,9</b>  |
| Súkromná spotreba                 | 4,2             | 3,8         | 2,2         | 3,2              | 1,8         | 2,3         | 2,9                      | -1,3        | 1,3         | 2,2               | -4,1        | 0,4         |
| Verejná spotreba                  | -1,2            | 1,9         | 2,4         | -4,3             | 1,8         | 2,8         | -3,5                     | 0,7         | 2,5         | -2,0              | -0,1        | 2,5         |
| Fixné investície                  | 13,4            | 17,1        | 0,8         | 17,3             | 12,6        | 3,8         | 13,7                     | 8,9         | 3,8         | 12,2              | 4,9         | 3,0         |
| Vývoz tovarov a služieb           | 8,5             | 7,7         | 5,2         | 5,9              | 5,6         | 5,5         | 3,0                      | 5,3         | 6,1         | 1,0               | 5,0         | 5,2         |
| <b>Zamestnanosť</b>               | <b>1,1</b>      | <b>1,5</b>  | <b>0,4</b>  | <b>0,9</b>       | <b>1,1</b>  | <b>0,2</b>  | <b>0,8</b>               | <b>0,8</b>  | <b>-0,2</b> | <b>0,6</b>        | <b>-0,3</b> | <b>-0,5</b> |
| <b>Mzdy</b>                       | <b>6,3</b>      | <b>6,7</b>  | <b>4,9</b>  | <b>7,0</b>       | <b>7,2</b>  | <b>5,1</b>  | <b>6,9</b>               | <b>9,2</b>  | <b>5,7</b>  | <b>6,7</b>        | <b>11,0</b> | <b>6,2</b>  |
| <b>Inflácia HICP</b>              | <b>5,5</b>      | <b>2,4</b>  | <b>1,9</b>  | <b>7,2</b>       | <b>4,6</b>  | <b>1,6</b>  | <b>7,6</b>               | <b>9,7</b>  | <b>2,8</b>  | <b>7,8</b>        | <b>13,8</b> | <b>4,1</b>  |
| <b>Deficit verejných financií</b> | <b>-3,8</b>     | <b>-3,1</b> | <b>-2,9</b> | <b>-3,2</b>      | <b>-2,3</b> | <b>-3,2</b> | <b>-3,6</b>              | <b>-2,8</b> | <b>-4,3</b> | <b>-4,2</b>       | <b>-3,8</b> | <b>-5,7</b> |
| <b>Verejný dlh</b>                | <b>59,2</b>     | <b>55,9</b> | <b>55,3</b> | <b>60,4</b>      | <b>57,1</b> | <b>56,7</b> | <b>61,2</b>              | <b>58,7</b> | <b>59,2</b> | <b>62,2</b>       | <b>61,0</b> | <b>63,2</b> |
| <b>Zahraničný dopyt</b>           | <b>5,0</b>      | <b>6,0</b>  | <b>3,3</b>  | <b>5,7</b>       | <b>5,5</b>  | <b>3,1</b>  | <b>2,6</b>               | <b>5,3</b>  | <b>3,8</b>  | <b>1,0</b>        | <b>5,6</b>  | <b>2,7</b>  |

# Výpadok 20 % plynu zníži HDP o 0,6 až 1,4 %

- Priame dodávky zemného plynu do 4 odvetví najviac náročných na plyn – 42 % z celkovej spotreby plynu
- Uvedené odvetvia sú menej náročné na pridanú hodnotu – miernejší vplyv na HDP

Náročnosť 1 mil. EUR odvetvovej produkcie na zemný plyn (v TJ)

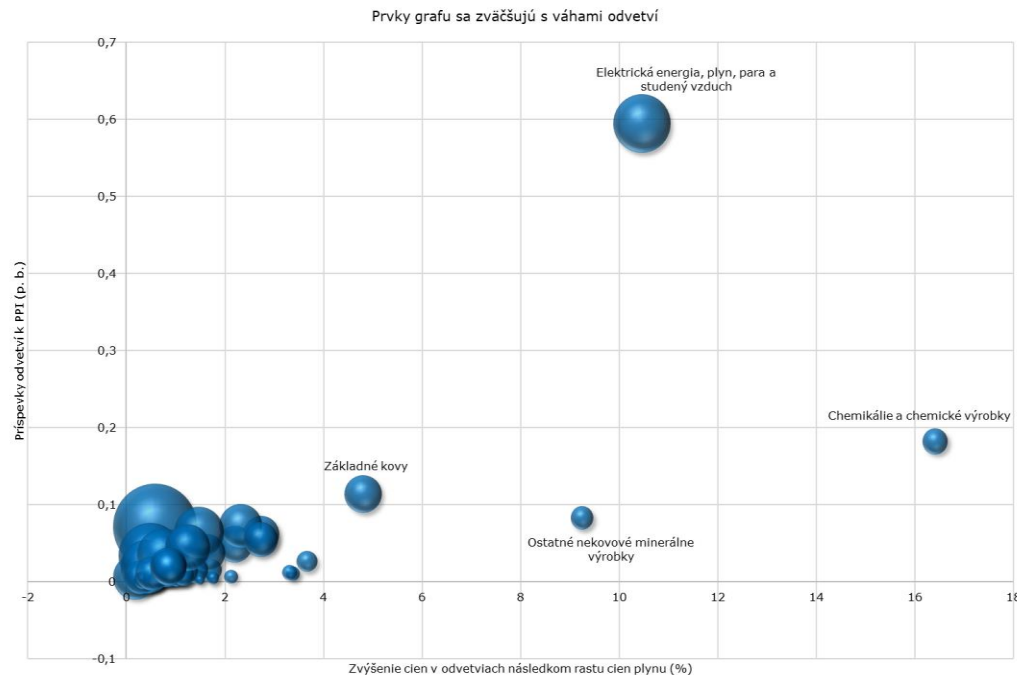


Zdroj: NBS

# Nárast ceny plynu o 185 % zvýši PPI o 1,6 až 2,6 %

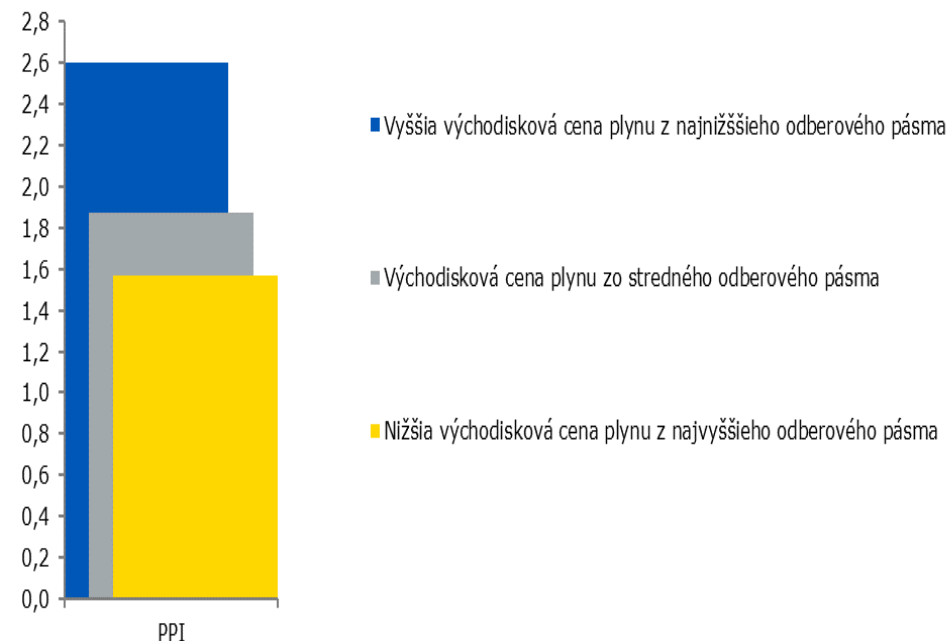
- Rast cien sústredený do 4 odvetví najviac náročných na plyn – tvoria polovicu zvýšenia PPI z dôvodu rastu cien zemného plynu
- Pomerne nízke váhy daných 4 odvetví (spolu 10 %) zmierňujú výsledný vplyv na celkový index PPI

**Zvýšenie cien v odvetviach (%) následkom rastu ceny plynu o 185 % a príspevky odvetví k PPI (p. b.)**



Zdroj: NBS

**Vplyv rastu ceny plynu o 185 % na zvýšenie PPI pri alternatívnych východiskových cenách plynu (%)**



Zdroj: NBS

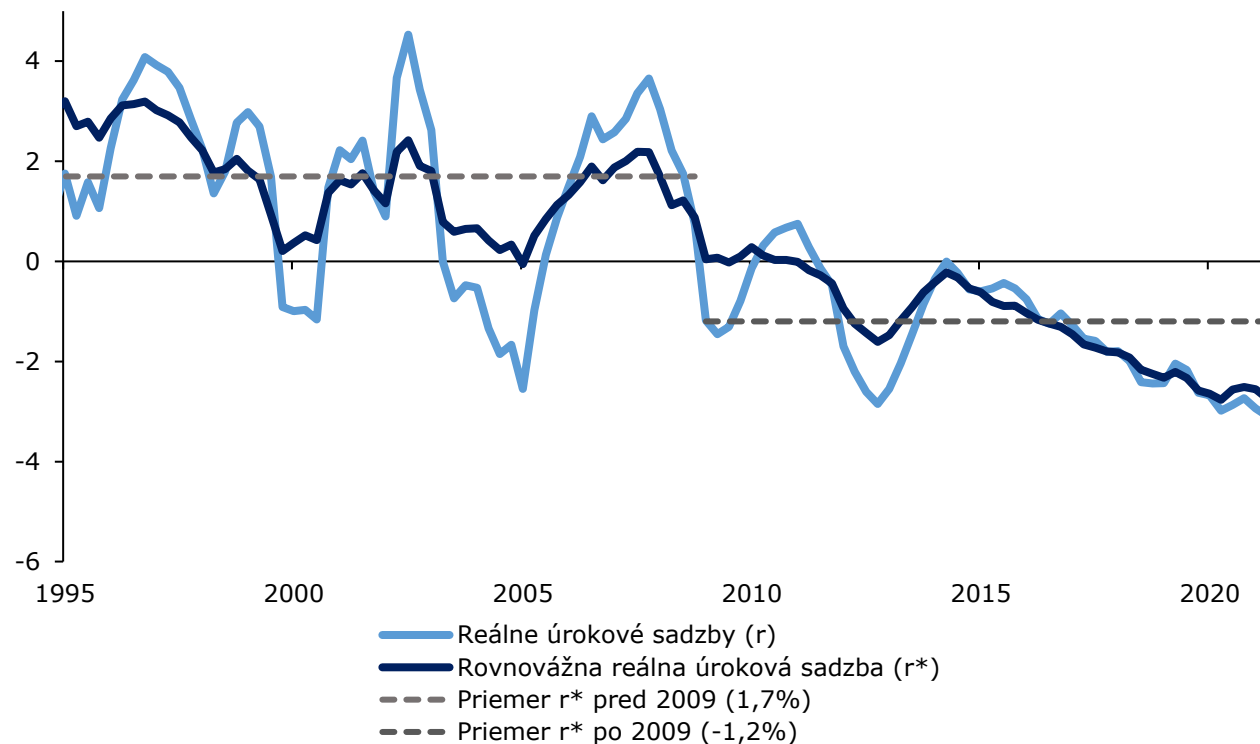


# Rovnovážna reálna úroková sadzba

## Prirodzená úroková miera ( $r^*$ )

- charakterizuje mieru návratnosti investícií do ekonomiky
- reálna úroková sadzba by mala byť nižšia ako  $r^*$ , aby sa oplatilo investovať a následne stimulovať ekonomiku
- ak  $r^*$  klesne nižšie ako -2 %, je zložitá štandardnou menovou politikou stimulovať investície (ZLB – inflačný cieľ 2 %)

Reálna úroková sadzba ( $r$ ) rovnovážna reálna úroková miera ( $r^*$ )



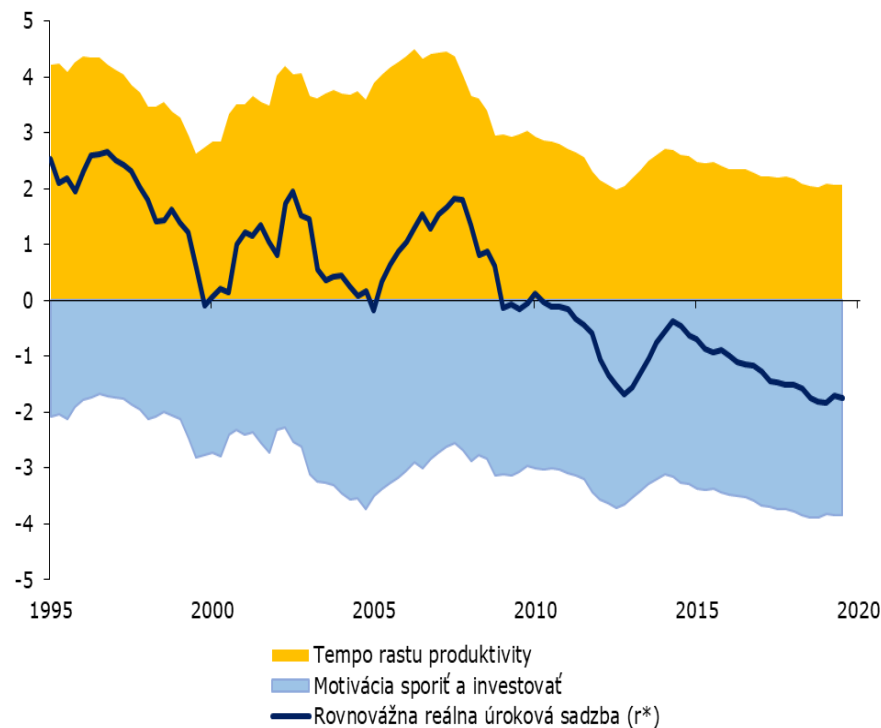
Zdroj: NBS

# Rovnovážna reálna úroková sadzba

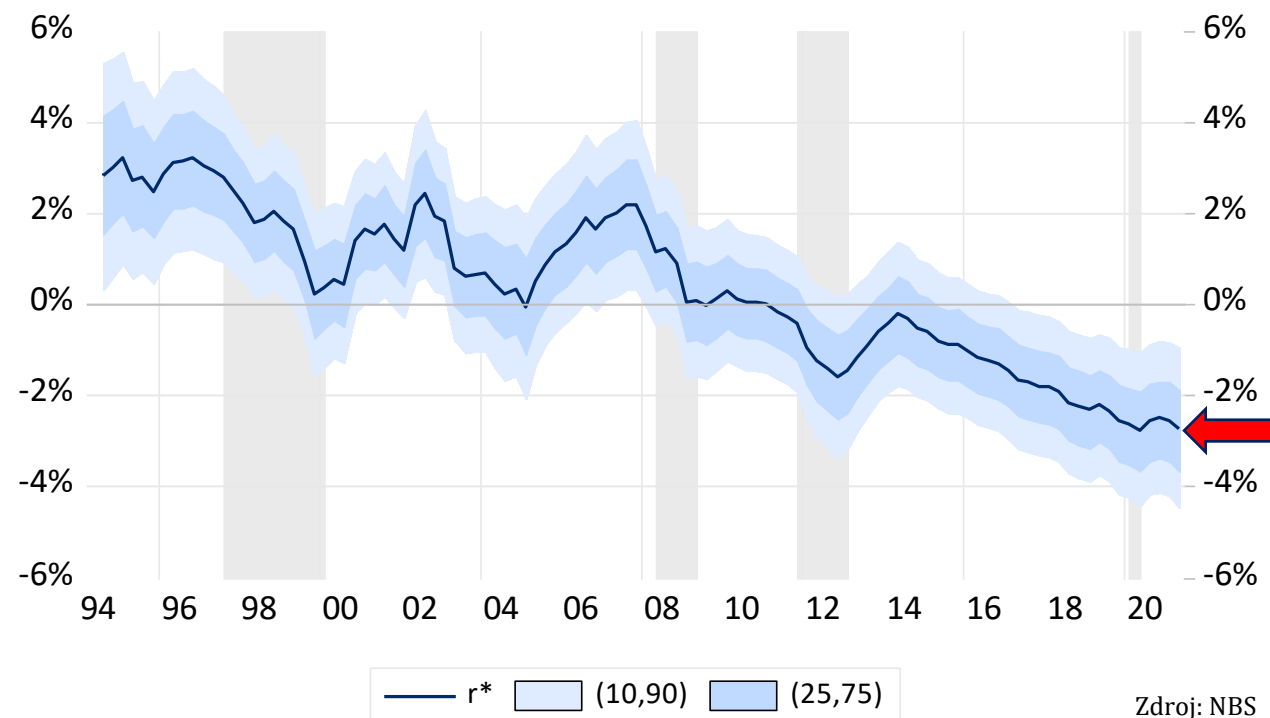
## Prečo (bola a) je $r^*$ nízka

- tempo rastu produktivity – od krízy v roku 2008 pozorujeme nižšie tempo rastu
- obyvateľstvo starne – viac sporí a menej spotrebováva
- príjmy a bohatstvo sú rozdelené menej rovnomerne – spotreba tovarov a služieb má obmedzenia
- konsolidácia výdavkov po kríze – úspory vlády v čase nižšej spotreby súkromného sektora

➔ nižšia motivácia sporiť a investovať



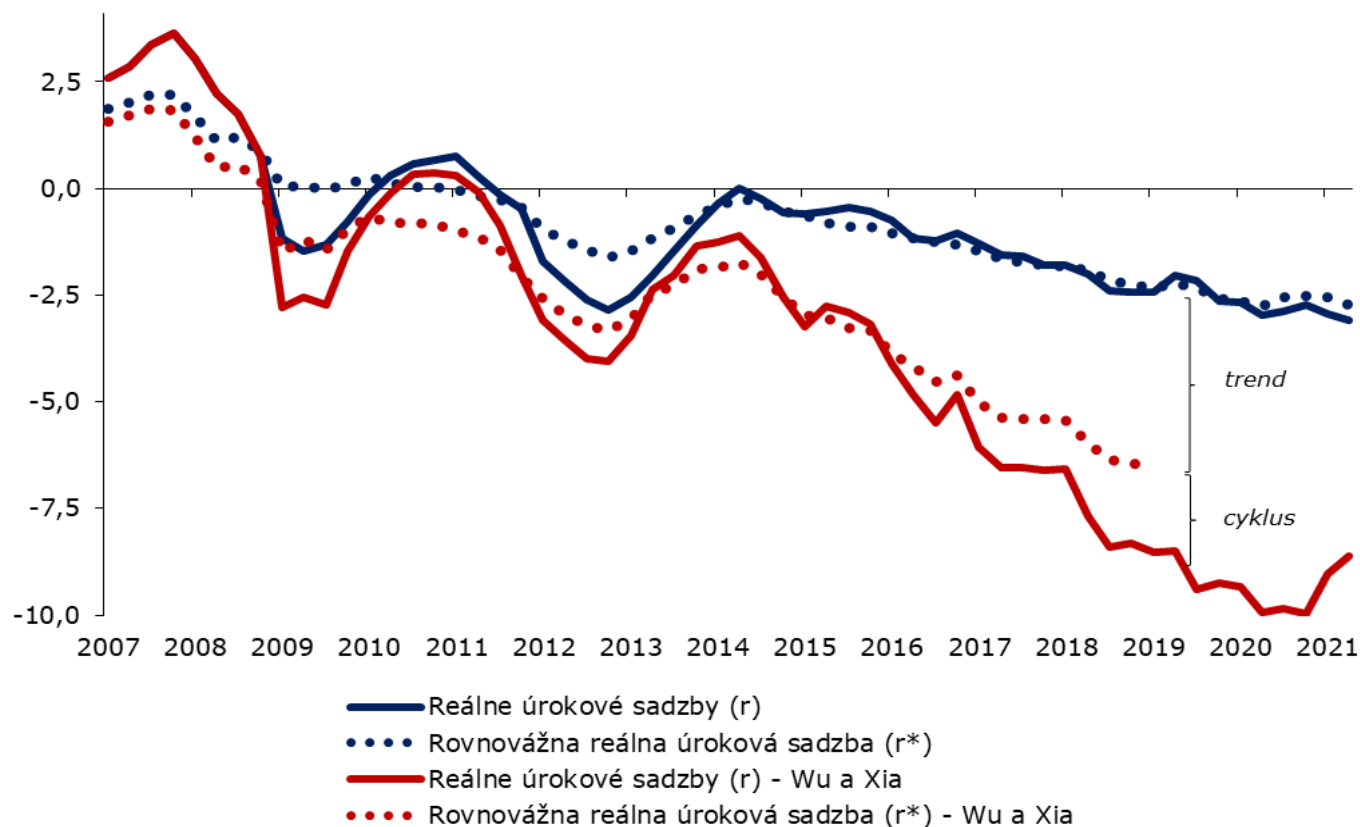
➔  $r^*$  je nemerateľná, jej odhad je podmienený neistotou



Zdroj: NBS

## Podpora nekonvenčnej menovej politiky

- tieňová sadzba - súhrnný vplyv nekonvenčnej menovej politiky
- dávala možnosť vytvoriť vyšší impulz do ekonomiky (cyklus), dnes sa pomaly uzatvára



Zdroj: NBS

- **Demografia** 
- **Migračné vlny** 
- **Mierne vyššia inflácia**  
zvýhodňuje dlžníkov a  
motivuje spotrebu

**r\* môže postupne smerovať do pozitívneho teritória, kde štandardná menová politika bude opäť hrať dôležitú úlohu**