

21. jún 2021

## Vlna za vlnou sa valí

Makroekonomická prognóza na roky 2021–2024

**Daniel Dujava, David Hojdan, Branislav Žúdel**

**Ekonomika ustála druhú vlnu len s miernymi škodami a zotaví sa už v tomto roku. Rast HDP dosiahne 4,6 % a dobehne v druhej polovici roku svoju predkrízovú úroveň. Pandémia presunula celosvetovo preferencie spotrebiteľov od služieb k tovarom, čo v tomto roku podporí svetový obchod a slovenský export. Druhá vlna pandémie sa tak podpísala hlavne pod prepád spotreby slovenských domácností v úvodných mesiacoch tohto roka. Oživenie spotreby domácností so skončením druhej vlny je však rýchle. Slovenský HDP by sa tak už v tomto roku mohol priblížiť svojej predkrízovej úrovni. V roku 2022 by mal pokračovať rast ekonomiky na úrovni 5 % podporený Plánom obnovy aj pokrízovým oživením súkromných investícií. Naďalej však pretrváva vyššia miera neistoty ohľadom budúceho vývoja. Negatívnym rizikom vývoja je tretia vlna pandémie, ktorá by spomalila zotavenie, no jej škody by mohli byť vďaka vakcinácii nižšie v porovnaní s druhou vlnou. Naopak, pozitívnejší vývoj oproti prognóze by mohlo priniesť rýchlejšie rozpúšťanie úspor z úvodu roka do zvýšenej spotreby domácností.**

Ľudia preferujú tovary pred službami, čo podporuje svetový obchod

Ekonomika po druhej vlny oživa a rast HDP dosiahne za celý rok 4,6 %. Pandémia presunula globálne preferencie spotrebiteľov od služieb k tovarom, čo v tomto roku podporí svetový obchod, priemyselnú výrobu a teda aj slovenský export. Aj vďaka tejto zmene spôsobila druhá vlna pandémie menší prepád slovenskej ekonomiky a jej zotavenie sa presunie už do aktuálneho roka. Preferencia tovarov pred službami však znamená aj nedostatok súčiastok a výpadky vo výrobe, čo spolu s úzkymi hrdlami v logistike spôsobuje inflačné tlaky.

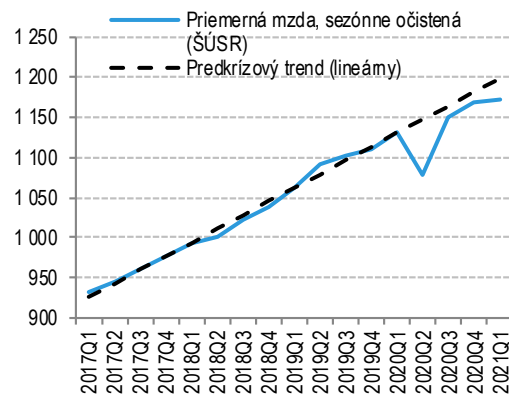
Druhá vlna spôsobila nárast úspor a tento trend sa po uvoľnení opatrení otočí

Ekonomiku podporí tiež obnovený domáci dopyt. Po poklese spotreby domácností v dôsledku druhej vlny pandémie začiatkom roka sa domáci dopyt v druhom štvrtroku začal výrazne zotavovať. Vládne opatrenia stabilizovali disponibilné príjmy domácností počas pandémie a mzdy boli odolnejšie v porovnaní s prvou vlnou pandémie (Graf 1). Množstvo úspor a vkladov tak rástlo (Graf 2). Uvoľnenie opatrení však motivuje ľudí k nákupom a tržby v obchode a službách stúpajú (Graf 3). Tvorba úspor domácností sa tak po výraznom raste začne počas roka znižovať a vracáť postupne do normálu. K tomu prispeje aj pokračujúca vakcinácia, ktorá by mala znížiť negatívny vplyv prípadnej tretej vlny pandémie.

V roku 2022 príde čas investícií aj pre Plán obnovy

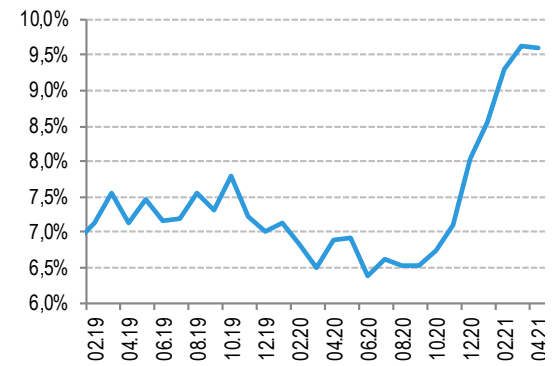
Investície budú dominantným faktorom rastu v roku 2022, keď ekonomika narastie ďalších 5 %. Neistota ohľadom vývoja pandémie znížila motiváciu firiem tvoriť nové produkčné kapacity. Po ústupe pandémie v roku 2022 sa však investičná aktivita firiem plne obnoví. Tvorbu kapitálu navyše podporia aj investície z Plánu obnovy a odolnosti EÚ. Z päťpercentného rastu ekonomiky tak budú investície tvoriť až 4 p.b. Stimul zo spotreby vlády a transferov vyprchá a export dohnal zameškané už v predchádzajúcom roku, takže jeho výkon bude zodpovedať zvoľňujúcej dynamike zahraničného dopytu.

**Graf 1: Priemerná mzda bola v druhej vlne stabilnejšia než v prvej**



Zdroj: ŠÚSR, IFP. Predkrízový trend sa rovná lineárnemu trendu za obdobie 2017Q1 až 2020Q1.

**Graf 2: Vklady obyvateľstva dynamicky rastú (medziročný rast v %)**

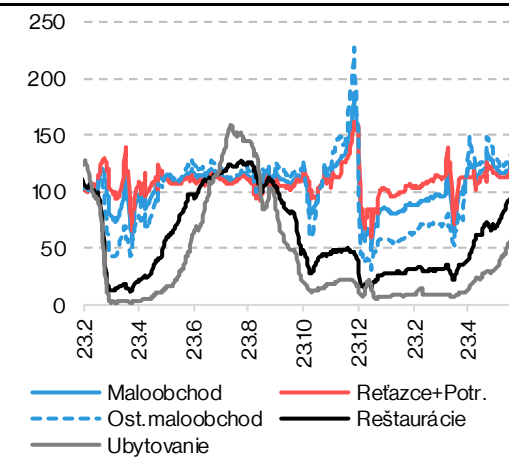


Pozn. NBS, IFP

V roku 2023 sa dočerpajú EÚ fondy, čo podporí tvorbu HDP

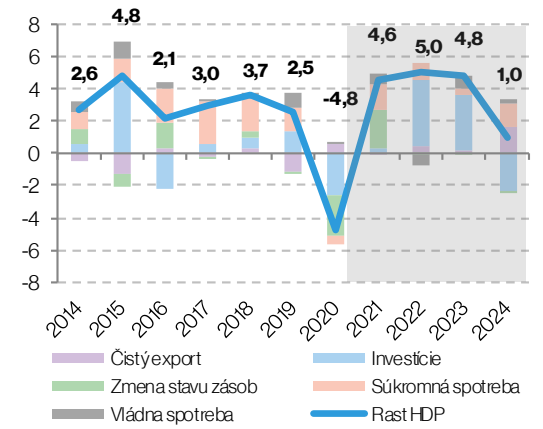
Na konci horizontu prognózy bude ekonomika ovplyvnená dynamikou čerpania EÚ fondov. V rokoch 2023 predpokladáme, že sa, podobne ako v roku 2015, dočerpajú všetky alokované zdroje z EÚ fondov z končiacieho programového obdobia. To vytiahne ekonomický rast v roku 2023 na 4,8 %. Rast následne v roku 2024 zvolní na 1 %, keďže predpokladáme, že nábeh zdrojov z nového programového obdobia bude len pozvoľný. Investície z Plánu obnovy a odolnosti EÚ spolu s EÚ fondami výrazne zvýšia množstvo kapitálu v ekonomike, čo zvýši aj jej potenciál. Potenciál ekonomiky však bol zasiahnutý aj pandemiou, takže tri roky silného ekonomického rastu budú znamenať mierne prehrievanie ekonomiky.

**Graf 3: Tržby z eKasy indikujú oživenie spotreby domácností (11.2.2020)**



Pozn. 7-dňové priemery indexované oproti začiatku feb. Zdroj: eKasa, FSSR, IFP

**Graf 4: Príspevky jednotlivých zložiek k rastu HDP (stále ceny, p.b.)**



Zdroj: ŠÚSR, IFP

Riziká sú na oboch stranách prognózy

Riziká prognózy sú na pozitívnej aj negatívnej strane. Domácnosti počas druhej vlny vytvorili značné množstvo úspor aktuálne uložených na vkladoch v bankách. Tieto vklady sú likvidné, čo môže spolu s priaznivou epidemickou situáciou motivovať domácnosti k ich rýchlejšiemu využitiu počas nasledujúcich niekoľkých štvrtrokov. To by znamenalo vyššiu súkromnú spotrebu a rast HDP cez 5 % ešte v tomto roku. Naopak nepriaznivá epidemická situácia by mohla viesť k tretej vlne pandémie, keď by bolo nutné na prelome rokov prijať opätovne niektoré obmedzenia. Predpokladáme však, že vďaka očkovaní by

bol vplyv tretej vlny len polovičný a ekonomiku by dočasne spomalila v roku 2021 o 0,5 p.b.

**Predbežné predpoklady čerpania prostriedkov z Plánu obnovy a odolnosti RRP (mil. eur)**

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
RRP Spolu	177	1156	1374	1490	1186	765
Investície	114	978	1161	1280	1035	688
Kompenzácie	34	112	125	125	95	58
Medzispotreba	29	66	88	85	56	19

**Oživenie trhu práce sa kvôli druhej vlnе posúva, no aj napriek tomu by sa mala zamestnanosť v tomto roku stabilizovať.** Napriek miernejšiemu vplyvu druhej vlny pandémie na ekonomiku trh práce bol zasiahnutý výraznejšie. Zamestnanosť klesla najmä v službách a v priemysle. Očakávame však, že vďaka rýchlemu oživeniu spotreby domácností tvorba pracovných miest v súkromnom sektore začne rásť už v druhom polroku. Trh práce podporí aj postupujúca vakcinácia, čo umožní postupne uvoľňovať protiepidemické obmedzenia počas roka.

**Miera nezamestnanosti v roku 2021 dosiahne 7 %,** no v ďalších rokoch už začne postupne klesať. Tvorba pracovných miest bude pokračovať aj v ďalších rokoch, podporená aj investíciami z Plánu obnovy a odolnosti. Rýchlejšie znižovanie nezamestnanosti na horizonte prognózy bude tlmené konsolidáciou vo verejnou správe, kde predpokladáme znižovanie počtu pracovných miest.

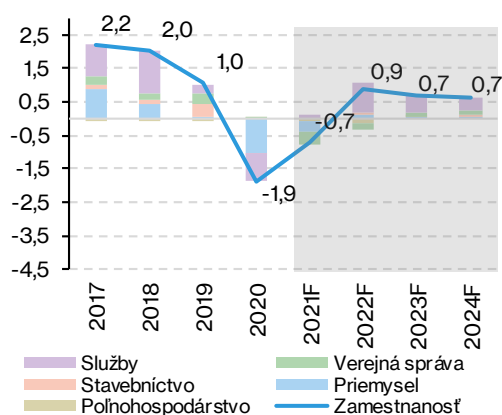
**Priemerná nominálna mzda sa v roku 2021 zvýši o 6,2 %.** Výška miezd bude v tomto roku do veľkej miery ovplyvnená nízkou porovnávacou bázou z roka 2020, no k rýchlejšiemu rastu miezd prispieva aj odolný vývoj z prvého štvrťroka. V ďalších rokoch sa dynamika miezd obnoví spolu s oživením rastu a tvorbou pracovných miest. Na horizonte prognózy budú však mzdy vo verejnom sektore zaostávať v porovnaní so zvyškom ekonomiky z dôvodu znižovania výdavkov vo verejnej správe.

**Inflačné tlaky v druhej polovici roka zosilnejú a ceny by v roku 2021 mali stúpnuť.** Prognóza predpokladá celoročný rast o 1,5 %, informácia o vývoji v máji, ktorá však prišla po uzavretí prognózy, však naznačuje že rast môže zrýchliť až k 2 %. Oživenie ekonomiky a uvoľnenie opatrení prispieje k tomu, že rast cien tovarov sa oproti minulému roku zrýchli a ceny služieb naskočia na predkrízové tempo. Stúpajúce ceny ropy dvíhajú ceny pohonných látok a rastúci globálny dopyt po tovaroch vedie k rastu cien aj ostatných surovín. Tento trend by mal byť však len dočasný. Zníženie regulovaných cien energií od januára tohto roka infláciu naopak stlmilo.

Fiskálny impulz z Fondu obnovy a odolnosti výrazne prispieje k reštartu na trhu práce

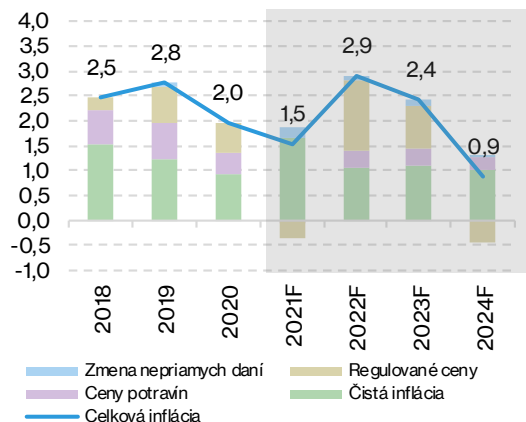
Inflačné tlaky silnejú, no mali by byť len dočasné

**Graf 5: Príspevky odvetví k rastu zamestnanosti ESA, (v p. b.)**



Zdroj: ŠÚ SR, IFP

**Graf 6: Vývoj a prognóza inflácie spolu s príspevkami jednotlivých zložiek (v p. b.)**



Zdroj: ŠÚ SR, IFP

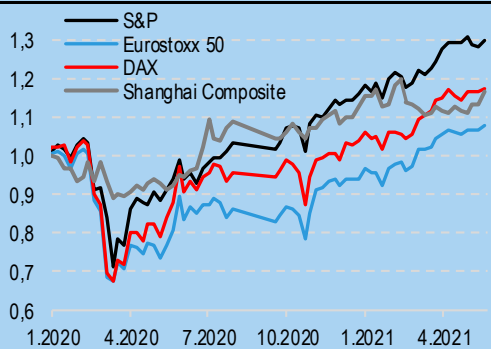
Soživením ekonomiky sa obnoví rast cien

**Rast cien sa v budúcom roku priblíži k trom percentám.** Opätovné oživenie dopytu na svetových trhoch a rast cien emisných povoleniek prudko zdvihol ceny budúcich kontraktov energetických komodít, čo povedie k výraznému zvýšeniu regulovaných cien v rokoch 2022 a 2023. Predpokladáme, že rast cien surovín v roku 2023 zvolní a ceny vstupov sa tak stabilizujú. Stabilná bude aj dopytová inflácia, ktorú budú tmiť nižší rast zamestnanosti a miezd vo verejnom sektore. V roku 2023 sa do rastu cien premietne aj aj schválené zvýšenie spotrebnej dane z tabaku.

### BOX 1: Predpoklady externého prostredia

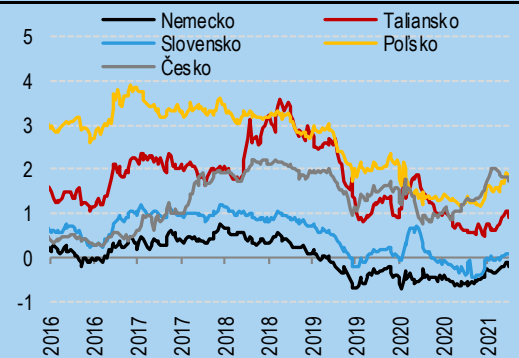
**Aktiové indexy pokračovali v silnom raste a dosiahli nové historické maximá.** (Graf A). Príčinou vysokého záujmu investorov o akcie sú pozitívne nálady súvisiace s očakovaním vo svete spolu so štedrými stimulmi monetárnych aj fiškálnych autorít. Optimizmom posilnený svetový dopyt spolu s rastom cien energií a meškajúcimi dodávkami niektorých súčiastok zvyšujú inflačné očakávania a vyvolávajú obavy z prudkého rastu cien. Inflačné tlaky sa premietli do rastúcich výnosov vládnych dlhopisov (Graf B), ktorých prípadný nárast môže zvýšiť náklady na obsluhu vládneho dlhu. Zlepšenie epidemickej situácie v Európe a návrat dôvery sa prejavili aj vo vývoji eura, ktoré v poslednom mesiaci posilnilo oproti americkému doláru. **Cena ropy Brent sa zviezla na vlnu rastu cien energií a prekonal hranicu 70 USD/bl.** Na horizonte prognózy by sa cena komodity mala ustáliť na úrovni 60 USD/bl.

**Graf A: Aktiovým indexom sa posledný polrok darilo (10. jan = 100)**



Zdroj: Bloomberg, IFP

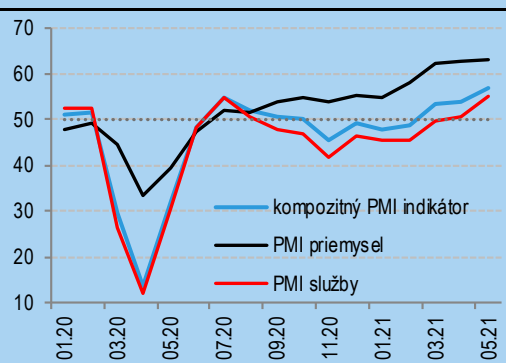
**Graf B: Výnosy 10-ročných vládnych dlhopisov v marci vzrástli**



Zdroj: Bloomberg, IFP

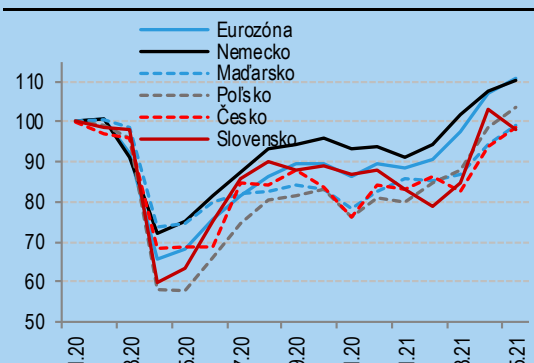
**Jarné zlepšenie zdravotnej situácie v Európe oživilo služby, ktoré po dlhej dobe rástli** (Graf C). Viaznuce dodávky a dočasný nedostatok niektorých komponentov v automobilovom priemysle pravdepodobne spomalí rast priemyselnej výroby. Nožnice medzi priemyslom a službami sa preto zatvárajú a v najbližšom období možno očakávať rast podporený dynamikou služieb. Silnejšie oživenie možno očakávať nie len v krajinách eurozóny, ale aj u najbližších obchodných partnerov z V4 (Graf D).

**Graf C: Služby v eurozóne sa dostali do rastovej zóny (PMI index)**



Zdroj: IHS Markit, IFP

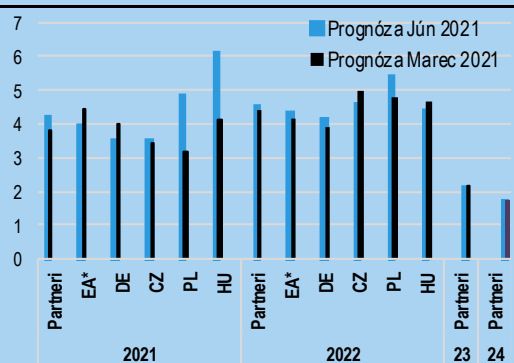
**Graf D: Oživenie hlásia všetci obchodní partneri Slovenska (ESI, 100 = jan 2020)**



Zdroj: Eurostat, IFP

**Vývoj v maloobchodných tržbách aj v priemyselných odvetviach naznačujú skoré oživenie ekonomiky.** Pre krátkodobý vývoj bude kľúčová letná dovolenková sezóna, ktorá by mala byť porovnateľne silná ako predchádzajúci rok. Obchodní partneri vo V4 dosiahli podstatne lepší výkon v prvom štvrtroku v porovnaní s pôvodnými očakávaniami, pričom sentiment ostáva naďalej silný. V druhej polovici roka 2021 by malo pomôcť aj čerpanie prostriedkov z Plánu obnovy a odolnosti. Odhad HDP aj importov väčšiny obchodných partnerov Slovenska preto revidujeme pre rok 2021 nahor, čo sa podpíše pod silnejší rast aj v nasledujúcom roku (Graf E a F). Uzávierka predpokladov vonkajšieho prostredia vrátane úrokových sadzieb, cien komodít a výmenných kurzov bola 2. júna 2021.

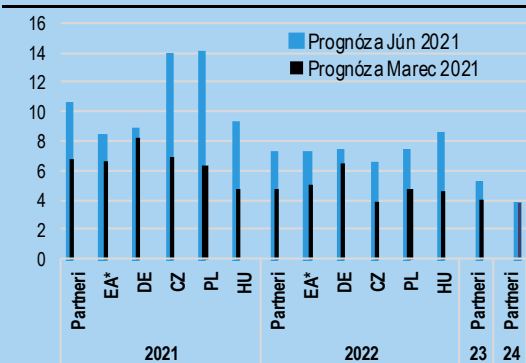
**Graf E: Prognóza rastu HDP externého prostredia**



\*vážená eurozóna podľa exportov

Zdroj: IFP

**Graf F: Prognóza rastu importov externého prostredia**

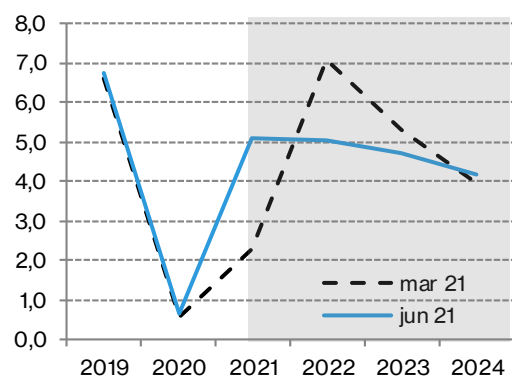


Zdroj: IFP

**Celkový vplyv aktualizácie makroekonomickej prognózy na daňové základne je pozitívny.** Vyšší rast HDP aj jeho štruktúra pozitívne ovplyvní výnos všetkých hlavných daní. Presný vplyv makroekonomickej prognózy na odhad daní a odvodov bude predmetom rokovania Výboru pre daňové prognózy 24. júna 2021.

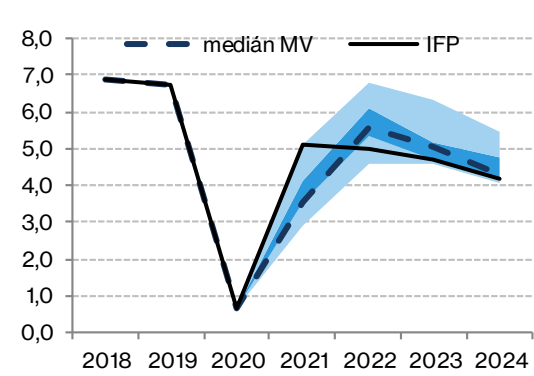
Aktualizácia makroekonomickej prognózy MF SR bola predmetom rokovania Výboru pre makroekonomické prognózy 16. júna 2021. **Prognóza bola všetkými členmi Výboru (NBS, RRZ, SLSP, Tatrabanka, Infostat, SAV, Unicredit a ČSOB) zhodnotená ako realistická.** Aktualizácia prognózy, ako aj zápis z Výboru pre makroekonomické prognózy a podkladové materiály sú dostupné na internetovej stránke IFP.

**Graf 7: Vývoj makroekonomických základní v porovnaní s predchádzajúcou prognózou**



Zdroj: IFP

**Graf 8: Porovnanie prognóz vážených základní<sup>1</sup> pre rozpočtové príjmy s členmi výboru**



Zdroj: IFP

## BOX 2: Riziko tretej vlny

**V scenári tretej vlny predpokladáme, že počet nových prípadov koronavírusu začne rásť na jeseň roku 2021. To sa prejaví sprísnením protiepidemických opatrení v štvrtom kvartáli a v prvom kvartáli nasledujúceho roku.** V porovnaní s druhou vlnou bude intenzita pandémie polovičná a prijaté opatrenia budú z tohto dôvodu miernejšie. **Slovensko sa bude väčšinu obdobia nachádzať v II. a III. stupni varovania**, čo umožní obmedzené fungovanie obchodných centier. Prepad spotreby bude preto miernejší ako počas zimy 2020/21. Reštaurácie budú síce môcť mať otvorené terasy, to však v zimných mesiacoch podporí tržby v gastronómii iba minimálne. Nepriaznivý bude tiež vývoj cestovného ruchu. Základné školy budú počas tretej vlny otvorené, takže čerpanie OČR bude nižšie ako počas druhej vlny a nebude tlačiť nadol priemerné mzdy. Scenár je kalibrovaný na základe odhadu potenciálnej tretej vlny v Anglicku od Imperial College, ktorý upravujeme o nižšiu mieru vakcinácie na Slovensku.

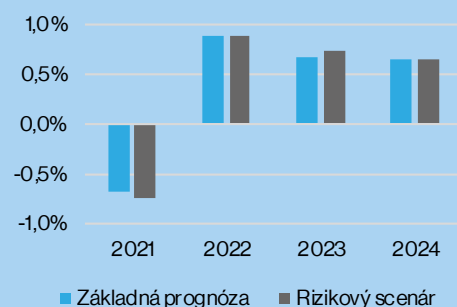
**HDP by v tomto scenári vzrástol v roku 2021 o 4,1%, čo je o 0,5 p.b. menej než v prognóze.** Pomaľší rast v prvom kvartáli 2022 by bol nasledovaný oživením a v druhom kvartáli by sa ekonomika vrátila na trend pred treťou vlnou. Vzhľadom na miernejší charakter opatrení by tretia vlna nebola spojená s trvalým poklesom HDP a celoročný rast za rok 2022 by predstavoval 5,2 %. Celkové náklady tretej vlny by dosiahli 820 mil. eur. Zamestnanosť by poklesla o 5 tis. osôb a tento pokles by bol koncentrovaný do sektora služieb.

<sup>1</sup> Makroekonomické základne pre rozpočtové príjmy (váha ukazovateľov závisí od podielu jednotlivých daní na celkových daňových a odvodových príjmoch); Mzdová báza (zamestnanosť + nominálna mzda) - 51.1%, Nominálna súkromná spotreba - 25.7%, Reálna súkromná spotreba - 6.6%, Nominálny rast HDP - 9.9%, Reálny rast HDP - 6.7%.

**Graf G: Tempo rastu HDP v prognóze a v scenári tretej vlny**



**Graf H: Tempo rastu zamestnanosti v prognóze a v scenári tretej vlny**



Zdroj: IFP

Zdroj: IFP

### BOX 3: Scenár rozpúšťania naakumulovaných úspor

**Pozitívny scenár prognózy počítas výraznejším rozpustením naakumulovaných úspor, čo by sa premietlo do vyššieho rastu spotreby domácností už v tomto roku. Slovenská ekonomika by tak vzrástla o 5,3% v roku 2021, čo je o 0,7 p. b. viac než v prognóze.**

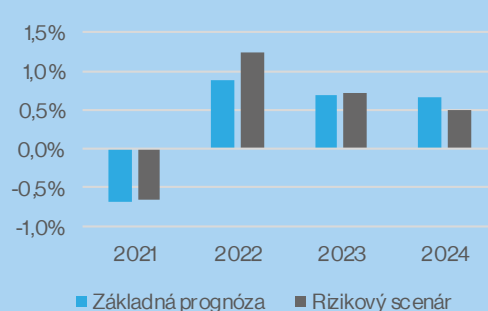
Reštrikčné opatrenia počas druhej vlny pandémie výrazne obmedzili spotrebné možnosti. T o viedlo k poklesu spotreby domácnosti a k nárastu úspor v prvom štvrtroku. Veľkú časť disponibilného príjmu držia domácnosti vo forme vkladov, ktorých objem posledné mesiace rástol tempom takmer 10%. Tieto prostriedky sú likvidné a môžu byť rýchlo premietnuté do spotreby. **V tomto scenári predpokladáme, že kvôli uvoľneným opatreniam a pozitívnym vyhladkam, rozpustia domácnosti úspory v hodnote 1 mld. eur počas druhej polovice tohto roka.** Miera úspor by tak klesla na úroveň 10,7% (oproti 11,9% v základnom scenári).

**Reálne HDP by vzrástlo o 5,3% v tomto roku, čo je o 0,7 p. b. viac oproti základnému scenáru.** Vyšší rast je hnaný primárne spotrebou domácností, ktorá medziročne stúpne o 4,5%. Dlhodobejšie vplyvy na reálne HDP v tomto scenári nepredpokladáme. Trh práce bude na vyššiu spotrebu reagovať s miernym oneskorením a výraznejší vplyv scenára na zamestnanosť očakávame až v roku 2022. **V budúcom roku by tak bolo o 10 tisíc viac zamestnaných ľudí ako v scenári bez rýchlejšieho rozpúšťania úspor.**

**Graf G: Rast HDP v prognóze a v scenári s rýchlejším rozpúšťaním úspor (v %)**



**Graf H: Zamestnanosť v prognóze a v scenári s rýchlejším rozpúšťaním úspor (v %)**



Zdroj: IFP

Zdroj: IFP

## PROGNÓZA MF SR - Hlavné indikátory ekonomiky (Jun 2021)

ukazovateľ (rast v % ak nie je uvedené inak)	2020	prognóza				rozdiel oproti Mar 2021			
		2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
<b>Hrubý domáci produkt</b>									
HDP, s.c.	-4.8	4.6	5.0	4.8	1.0	1.3	-1.3	2.0	0.7
HDP, b.c. (mld. €)	91.6	97.0	103.8	111.0	113.7	1.6	0.3	1.7	1.3
Súkromná spotreba, s.c.	-1.0	2.8	2.0	0.8	2.9	6.1	-4.8	-1.9	0.5
Súkromná spotreba, b.c.	1.1	4.1	5.1	3.2	3.8	6.1	-4.0	-2.1	-1.0
Vládna spotreba	0.3	3.5	-3.4	4.5	1.3	-0.1	-4.3	0.8	2.0
Fixné investície	-12.0	1.9	20.5	15.1	-9.5	1.1	8.6	6.7	1.4
Export tovarov a služieb	-7.5	14.9	6.5	5.9	3.6	4.3	1.7	1.7	0.0
Import tovarov a služieb	-8.3	15.4	6.2	5.9	2.2	6.6	0.9	1.8	0.2
<b>Trh práce</b>									
Zamestnanosť (štat. výkazníctvo)	-1.8	-0.4	0.9	0.7	0.7	-0.1	0.0	-0.5	0.4
Mzdy, nominálne	3.8	6.2	4.1	4.9	4.6	1.3	-0.9	0.2	0.5
Mzdy, reálne	1.8	4.6	1.2	2.4	3.7	0.9	-1.5	0.2	1.9
Miera nezamestnanosti	6.7	7.0	6.3	5.7	5.1	-0.1	-0.2	0.3	0.4
<b>Inflácia</b>									
CPI	1.9	1.5	2.9	2.4	0.9	0.4	0.7	-0.1	-1.4

Zdroj: ŠÚ SR, IFP