

Rast ekonomiky podrží najmä Plán obnovy a odolnosti, dotovanie energií dočasne odsúva zrealnenie ich cien

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

Zhrnutie prognózy

V tomto a najbližších rokoch bude vývoj ekonomiky výrazne ovplyvňovať predovšetkým domáca hospodárska politika. Preto sú najdôležitejšími faktormi tejto prognózy konsolidácia, dotovanie regulovaných cien energií a čerpanie prostriedkov z Plánu obnovy. Z externého prostredia je potrebné do úvahy vziať aj ohlásené obchodné clá, ktoré budú mať vplyv na zahraničný dopyt a môžu prehĺbiť už tak jeho spomalený rast.

Stimuly do ekonomiky, ktorej rast bude podľa prognózy RRZ v roku 2025 dosahovať 1,9 percenta, budú prichádzať najmä z predpokladaného rýchlejšieho čerpania Plánu obnovy (vyše 2 mld. eur) a zo strany domáceho dopytu. Konsolidácia verejných financií, ktorá je vzhľadom na ich zlý stav nevyhnutná, bude dočasne oslabovať ekonomiku, zvolená finálna štruktúra konsolidácie toto oslabenie ešte mierne prehĺbi a predĺži.

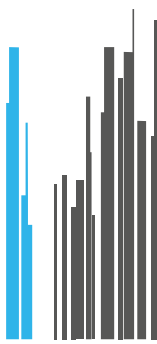
Nárast firemných daní a zavedenie dane z finančných transakcií povedie ku spomaleniu investícií v súkromnom sektore. Ekonomiku negatívne poznačí aj zhoršenie predpokladov o vývoji európskej aj globálnej ekonomiky v budúcich rokoch, čo odsúva oživenie zahraničného obchodu na rok 2026. Aj to len za predpokladu nezavádzania výrazných obchodných cieľ v globálnom meradle.

Aj tento rok pristúpila vláda k plošnému dotovaniu cien energií, resp. k odkladu zrealnenia ich cien pre domácnosti, čo bude mať jednorazový efekt na zníženie inflácie (o približne 0,8 percentuálneho bodu), no na úkor vyšších výdavkov verejných financií. Inflácia by tak tento rok mohla dosiahnuť 4,2 percenta, pričom asi polovica medziročného zvýšenia je daná zvýšením daní (najmä DPH a daň z finančných transakcií).

V roku 2026 očakávame o niečo svižnejší rast ekonomiky. Prispieť k tomu zvýšené investície z Plánu obnovy (2,5 ml. eur), ktorý vstúpi do záverečnej fázy, a tiež predpokladané nižšie tempo ozdravovania verejných financií, ovplyvnené volebným cyklom. V budúcom roku a ďalších rokoch predpokladáme postupné oživovanie zahraničného dopytu. RRZ v hlavnom scenári predpokladá, že vláda do roku 2027 už nepristúpi k zrealneniu cien energií pre domácnosti a bude ich ďalej dotovať z verejných zdrojov, čím dočasne zabráni ich premietnutiu do inflácie.

V roku 2027 počítame tiež s tým, že v ekonomike sa utlmujúco prejaví ukončenie Plánu obnovy a vo volebnom roku 2027 počítame len s minimálnou konsolidáciou. Pozitívne by hospodárstvo malo byť ovplyvnené nástupom výroby v automobilke Volvo. Očakávame, že ekonomika, podporená silnejúcim domácim dopytom (mimo investícií z Plánu obnovy) a exportom, porastie o 2,1 percenta.

¹ Makroekonomickú prognózu RRZ je potrebné chápať ako z nášho pohľadu najpravdepodobnejší scenár (tzv. most-likely).



V roku 2028, teda na začiatku nového volebného cyklu, očakávame obnovenie konsolidácie (2,3 miliardy eur), čo spolu s prebiehajúcimi demografickými zmenami a návratom regulovaných cien na trhové podmienky dočasne spomalí rast HDP pod 2 percentá. V roku 2029 bude podpora zo strany očakávaného vyššieho tempa čerpania eurofondov a nižšieho predpokladaného objemu konsolidácie znamenať svižnejší ekonomický rast presahujúci 2 percentá.

Vzhľadom na plánovanú konsolidáciu verejných financií očakávame, že ekonomika sa bude na celom horizonte prognózy – s výnimkou roka 2029 - nachádzať mierne pod svojim potenciálom.

Dobrá kondícia trhu práce nebude výrazne narušená konsolidáciou, a to aj vďaka predpokladanému rýchlejšiemu čerpaniu Plánu obnovy a eurofondov. Napriek avizovanému znižovaniu zamestnanosti vo verejnom sektore a pomalšej valorizácii platov predpokladáme, že miera nezamestnanosti bude oscilovať okolo úrovne 5,3 percenta. Nárast zamestnanosti v prvých rokoch prognózy bude tlačný bázickým efektom vplyvu vysokého počtu predčasných dôchodkov v rokoch 2023 a 2024 a prílevom zahraničnej pracovnej sily na slovenský trh, neskôr ju bude znižovať najmä klesajúci počet obyvateľov v produktívnom veku.

Tabuľka 1: Hlavné ukazovatele prognózy RRZ

(reálny rast v %, ak nie je uvedené inak)	Prognóza					
	2024	2025	2026	2027	2028	2029
HDP	2,0	1,9	2,1	2,1	1,8	2,2
Spotreba domácností	2,2	1,8	1,9	2,2	1,8	2,2
Fixné investície	-1,4	5,5	1,7	-5,4	0,3	2,0
Spotreba verejnej správy	3,4	2,4	0,9	3,4	-0,3	0,1
Export tovarov a služieb	0,6	2,7	2,9	3,2	3,1	3,4
Import tovarov a služieb	2,0	4,5	2,8	1,9	2,4	3,4
Zamestnanosť (ESA)	-0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,3
Nominálna mzda (výkazníctvo ŠÚ SR)	6,4	5,1	4,5	5,4	4,3	4,7
Reálna mzda (deflované CPI)	3,6	0,9	1,7	2,9	1,6	2,4
Miera nezamestnanosti, p.b. (VZPS)	5,3	5,3	5,3	5,4	5,2	5,2
Inflácia, % (CPI)	2,8	4,2	2,8	2,5	2,7	2,2
Produkčná medzera, % pot. produktu	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	0,3
Nominálny HDP, rast v %	6,0	5,8	5,6	5,0	4,6	4,4
Nominálny HDP, v mld. eur	130,3	137,8	145,5	152,8	159,8	166,9
Nominálny disponibilný príjem, %	6,0	5,4	5,1	5,4	4,4	4,5
Miera úspor, v %	7,8	7,1	7,4	7,9	7,8	7,8

Zdroj: RRZ, ŠÚ SR

Riziká prognózy

Významným rizikom prognózy je objem a štruktúra konsolidácie verejných financií v nasledujúcich rokoch a z toho plynúce makroekonomické efekty. V prípade nedostatočnej miery konsolidácie v ďalších rokoch by významným rizikom ostávala aj riziková prírážka štátnych dlhopisov.

Ďalším domácim rizikom je rýchlosť a efektívnosť realizácie Plánu obnovy. Presúvaním čerpania prostriedkov do budúcich rokov sa odďaľujú investície a inovácie potrebné pre ďalší ekonomický rozvoj a zvyšuje sa šanca, že nebudú dostatočne oživovať dočasne znížený rast ekonomiky kvôli konsolidácii. S omeškávaním reforiem rastie riziko nedočerpania Plánu obnovy v pôvodne zamýšľanom objeme.

Zdrojom významného makroekonomického aj fiškálneho rizika je regulačná politika vlády v oblasti cien energií. Odklad prechodu na trhové ceny a poskytovanie plošných dotácií má výrazné fiškálne náklady,

čo zvyšuje potrebu dodatočnej konsolidácie či odklonenie sa od zamýšľaných cieľov pre deficit a dlh. V prípade zastropovania regulovaných cien energií na úrovni roka 2024 do konca aktuálneho volebného obdobia by to v horizonte rokov 2026 a 2027 mohlo znamenať v závislosti od vývoja svetových cien dodatočný fiškálny náklad v objeme približne až 1 mld.eur.

Z externého prostredia plynú riziká z pomalšieho oživovania výroby v automobilovom priemysle, plynulosti prechodu sektora na elektromobilitu a výkonnosť priemyslu u našich obchodných partnerov. Významným rizikom je aj možný dopad zavádzania jednotlivých cieľ, ktoré sa dynamicky menia v čase.

Pozitívnymi rizikami sú uvoľňovanie menových politík, ktoré by mohlo pomôcť naštartovať oživenie vyspelých ekonomík sveta, rýchlejší pokles cien energií a ostatných komodít smerom k dlhodobým rovnovážnym úrovňam.

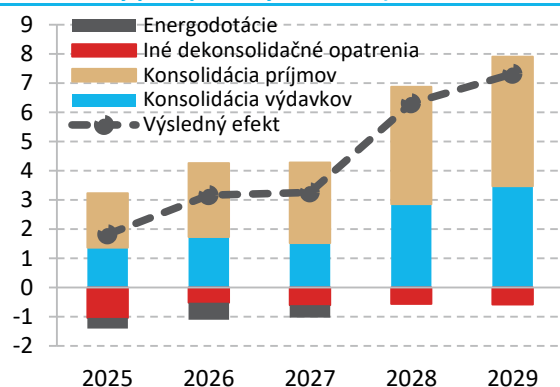
Z hľadiska aktuálnej prognózy vnímame prevahu negatívnych rizík nad pozitívnymi.

Predpoklady prognózy

Pri formovaní predpokladov o konsolidácii a konkretizácii opatrení berieme do úvahy politický cyklus a príjmo-výdavkové preferencie aktuálnej vlády, avšak zohľadňujeme aj platný rámec nariadení EÚ.

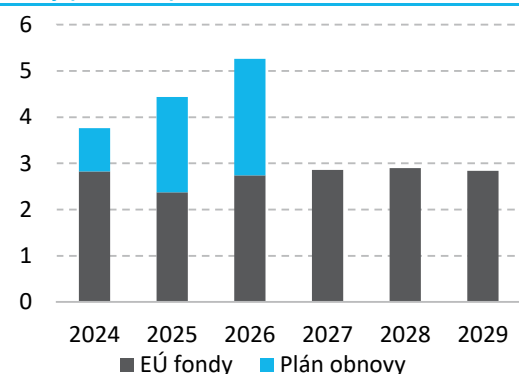
Fiškálne predpoklady (tzv. „most-likely“ prístup): V roku 2025 preberáme schválený rozpočet verejnej správy vrátane dodatočných opatrení. V roku 2026 očakávame plný nábeh transakčnej dane a nad rámec už komunikovaných opatrení (vyššie zdanenie hazardu, pomalšia valorizácia miezd vo verejnej správe) predpokladáme prijatie dodatočných opatrení v objeme 400 mil. eur, ktoré sú modelované² ako úspory v sociálnej oblasti a odvodoch. Vo volebnom roku sa na základe doterajšej praxe nepredpokladá výraznejšia konsolidácia a očakáva sa dobeh valorizácie miezd vo verejnej správe. Konsolidácia sa obnoví v rokoch 2028 a 2029, aj v súlade s požiadavkami európskych pravidiel o znižovaní dlhu a deficitu.

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



Zdroj: RRZ

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



Zdroj: RRZ

Plán obnovy a odolnosti, EÚ fondy: RRZ nateraz očakáva prepadnutie prostriedkov Plánu obnovy a odolnosti približne vo výške 500 miliónov eur (7 percent celkového objemu, čiže naplnenie Plánu obnovy a odolnosti na 93 %). Vzhľadom na pomalé aktuálne tempo čerpania, ako aj oneskorenia v investičných projektoch (projekty v oblasti zdravotníctva, životného prostredia, spravodlivosti,

² Ide o technické predpoklady najpravdepodobnejších opatrení fiškálnej politiky pre roku 2025 až 2029 vstupujúcich do makroprognózy RRZ.

školy) vidíme riziko nedočerpania ešte ďalších prostriedkov plánu obnovy. Predpokladáme, že v roku 2025 pokryje Slovensko s pomocou Plánu obnovy investičné projekty v objeme približne 2,1 mld. eur a v záverečnom roku 2026 bude táto čiastka presahovať 2,5 mld. eur.

Regulované ceny energií: Na základe rozhodnutí vlády v oblasti regulačnej politiky prijímaných v priebehu uplynulých dvoch rokov očakávame, že v politike plošného dotovania regulovaných cien plynu a tepla pre domácnosti na úrovni roka 2024 bude pokračovať do konca svojho volebného obdobia (rok 2027). Kvôli vyhláske ÚRSO očakávame cenu elektriny pre spotrebiteľov na celom horizonte prognózy na podobnej úrovni ako v roku 2024.

Prechod na trhové ceny plynu sa tak odkladá až na nasledujúce volebné obdobie (od roku 2028), dovtedy by vývoj regulovaných cien plynu a tepla mal zohľadňovať len nárast distribučných poplatkov (približne 2 percentá ročne). Z dôvodu kvantifikácie nákladov na plošné dotácie je dôležité poznamenať, že vývoj v oblasti cien plynu v rozhodujúcej miere určuje dynamiku cien tepla.

Tabuľka 2: Regulované ceny v prognóze RRZ

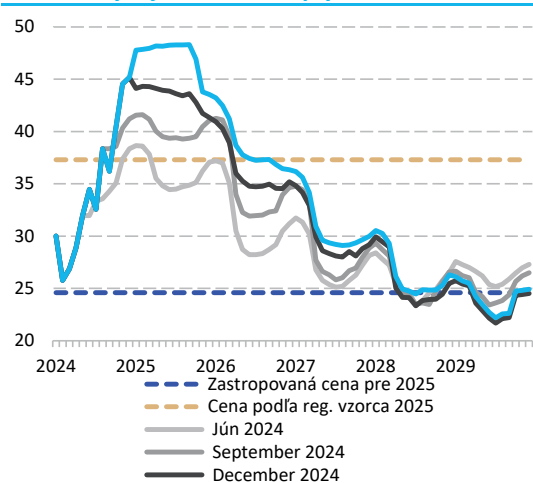
Regulované ceny	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Elektrina, YoY%	0,0	0,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Plyn, YoY%	-0,1	4,3	2,0	2,0	10,0	0,0
Tepla, YoY%	-0,6	2,5	2,0	2,0	7,0	0,0

Zdroj: RRZ, ŠÚ SR

V priebehu roka 2024, najmä v jeho závere, a začiatkom roka 2025 výrazne rástli trhové ceny plynu. Na úroveň referenčnej ceny pre reguláciu (25 eur/MWh) by sa tak podľa súčasných trhových očakávaní mali dostať až v roku 2028.

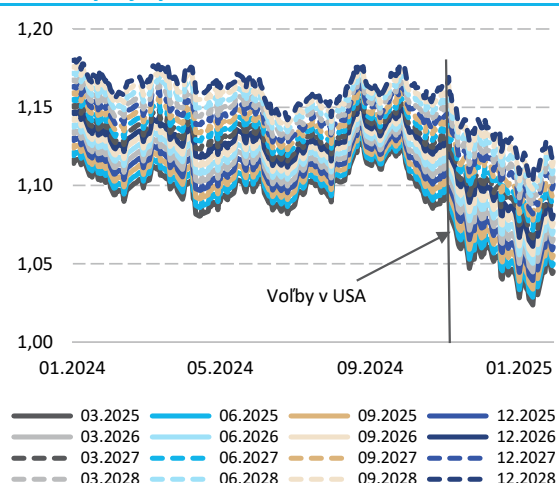
Z fiškálneho hľadiska znamená zmrazenie komoditnej časti regulovanej ceny plynu resp. tepla v rokoch 2026 a 2027 pri súčasných cenách futures náklad v objeme približne až 1 mld. eur. Znamená to teda dodatočné zaťaženie verejných financií v predvolebnom (približne 600 mil. eur) a volebnom roku (približne 400 mil. eur), o ktoré bude musieť vláda navýšiť očakávaný deficit (predpoklad RRZ zohľadňuje politický cyklus) alebo prijať dodatočné konsolidačné opatrenia v snahe držať sa na pôvodných fiškálnych trajektóriách.

Graf 3: Vývoj cien futures plynu TTF



Zdroj: Macrobond

Graf 4: Vývoj výmenného kurzu EUR/USD

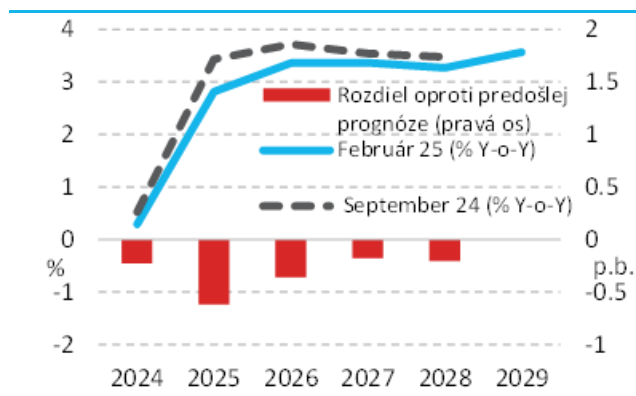


Zdroj: Macrobond

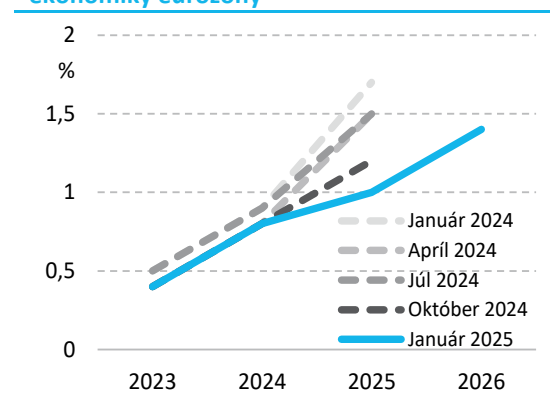
Zahraničné prostredie: Ekonomický rast v eurozóne budú komplikovať dopady ohlásených cieľ v partnerských ekonomikách, ako aj zložitá situácia v európskom priemysle, najmä v Nemecku.

Odloženie očakávaného oživenia na rok 2026 odráža aj slabnúci globálny rast limitovaný geopolitickou nestabilitou, nepriaznivým vývojom na komoditných trhoch a slabnúcim dopytom v Číne. V predpokladoch nie sú zahrnuté možné dodatočné obchodné clá. Predpokladáme, že v najbližších rokoch Slovensko nebude úspešné v získavaní nových zahraničných trhov (okrem automobilky Volvo).

Očakávané oživenie ekonomík Poľska a Česka (aj vďaka Plánu obnovy v ich krajinách) čiastočne tlmí negatívne vyhliadky zahraničia. Prognóza ráta s nábehom výroby v automobilke Volvo od roku 2027 a umiestnení výrobkov na zahraničné trhy.

Graf 5: Rast zahraničného dopytu


Zdroj: RRZ, ČNB, MMF, MNB, PNB

Graf 6: Vývoj odhadov rastu ekonomiky eurozóny


Zdroj: MMF

Úrokové sadzby a výmenné kurzy: Vývoj rizikových prirážok 10-ročných vládnych dlhopisov indikuje, že finančné trhy očakávajú dodržiavanie konsolidačnej stratégie a spĺňanie cieľov znižovania deficitu v súlade s platným rámcom nariadení EÚ. V súčasnosti sa prirážky aj v dôsledku vyššieho úročenia nemeckých dlhopisov pohybujú na úrovni pod 1 p.b. a sú dlhodobo jedny z najvyšších v eurozóne (po Taliansku), výnosy dosahujú úroveň roku 2024. Vzhľadom na trhové očakávania, trajektóriu konsolidácie a možné riziká predpokladáme, že riziková prirážka bude na horizonte prognózy stagnovať, resp. mierne rásť v intervale 1,1-1,3 p.b.. Naše predpoklady už zohľadňujú možné zhoršenie fiškálnych indikátorov z dôvodu plošného dotovania regulovaných cien energií v rokoch 2026 a 2027.

Výsledok prezidentských volieb v USA pomohol oslabeniu eura voči doláru. Trhy neočakávajú, že v najbližšom období by malo euro – aj napriek postupnému miernemu posilňovaniu – dosiahnuť úroveň pred roka a v dôsledku zahraničnej a obchodnej politiky USA naďalej vnímajú možnosť dodatočnej korekcie smerom nadol.

Box 1: Bez energodotácií by ekonomika spomalila iba dočasne (scenár bez plošného dotovania regulovaných cien plynu a tepla)

V prognóze RRZ predpokladáme, že súčasná vláda bude pokračovať v politike plošného dotovania regulovaných cien plynu a tepla pre domácnosti na úrovni roku 2024 až do konca svojho volebného obdobia (rok 2027). Vedie nás k tomu odporovaná prax z doterajšieho prístupu vlády v oblasti regulácie cien energií.

Takéto rozhodnutie však má svoje výrazné fiškálne náklady, ktoré by mohli dosiahnuť na horizonte najbližších dvoch rokov celkovo sumu až 1 miliardu eur. Pokiaľ by ich vláda nezískala prijatím dodatočných konsolidačných opatrení – nad rámec už plánovanej konsolidácie v predvolebnom a volebnom roku súčasnej vlády - viedlo by to k navýšeniu deficitu a dlhu (predpoklad RRZ zohľadňuje politický cyklus), k sťažaniu plnenia európskeho výdavkového pravidla a prípadným dôsledkom v podobe zhoršenia rizikových prirážok či ratingových hodnotení krajiny.

Tabuľka 3: Regulované ceny bez plošného dotovania regulovaných cien plynu a tepla

Regulované ceny	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Elektrina, YoY%	0,0	0,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Plyn, YoY%	-0,1	4,3	46,9	-6,3	-10,0	-6,7
Teplo, YoY%	-0,6	2,5	30,9	-4,4	-7,0	-4,7

Zdroj: RRZ, ŠÚ SR

Prípadné rozhodnutie vlády o ďalšom nepokračovaní v dotovaní cien plynu a tepla (aj v snahe dodržania konsolidačnej trajektórie) by ekonomiku zasiahlo najviac v budúcom roku. Vzhľadom na zafixovanie cien v tomto aj minulom roku by bol nárast cien budúci rok dvojnásobný v porovnaní s tým, aký hrozil tento rok. Inak povedané, keby sa vláda v decembri 2024 rozhodla nedotovať regulované ceny pre rok 2025, možný cenový šok pre domácnosti by bol v roku 2026 polovičný.

Očakávame, že spotreba domácností, čeliacim o tretinu vyšším cenám energií, by rástla o tretinu pomalšie než v prípade plošne zadotovaných cien plynu a tepla. Krátkodobo negatívne by sa to prejavilo aj v inflácii, ktorá by tak v roku 2026 dosiahla 5 percent, pričom vláda by musela počítať s možnými dopadmi na valorizáciu penzií a miezd vo verejnej správe. Investičná aktivita v súkromnej sfére by bola oslabená nielen prebiehajúcou konsolidáciou a vyššími trhovými cenami energií, ale aj dodatočným tlakom na dynamickejšiu rast miezd (v prípade domácností by prakticky zamrzla).

Tabuľka 4: Porovnanie hlavných ukazovateľov prognózy RRZ so scenárom bez plošného dotovania

(Rozdiel v reálnych rastoch v p.b., ak nie je uvedené inak)	2025	2026	2027	2028	2029
HDP	0,0	-0,3	-0,2	0,2	0,2
Spotreba domácností	-0,1	-0,6	-0,3	0,2	0,1
Fixné investície	0,0	-0,4	-0,3	0,2	0,2
Zamestnanosť (ESA)	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1
Nominálna mzda (výkaz. ŠÚ SR)	0,0	0,5	-0,3	-0,3	-0,2
Inflácia, % (CPI)	0,0	2,2	-0,5	-0,7	-0,6

Zdroj: RRZ

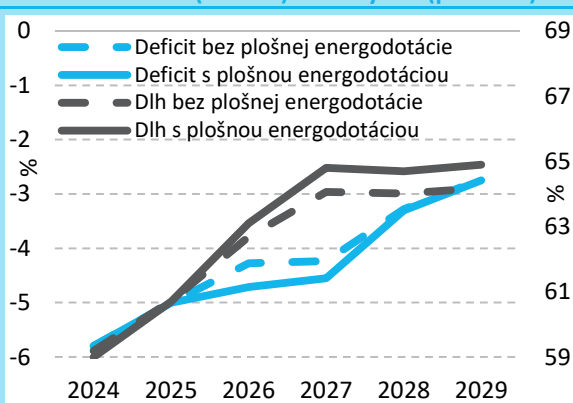
Krátkodobé negatívne makroekonomické dôsledky nedotovania regulovaných cien energií by boli sčasti tlmené lepšou kondíciou trhu práce (zamestnanosť, mzdy) a nižšími rizikovými prirážkami.

Očakávame, že makroekonomické dôsledky tohto rozhodnutia by boli vo volebnom roku 2027 menej výrazné a čiastočne by kompenzovali dynamický rast cien v roku 2026. Aj keď by bol v prípade opustenia politiky plošného dotovania cien plynu a tepla kumulovaný nárast ekonomiky do konca volebného obdobia menší o približne 0,5 percenta, do roku 2029 by boli ekonomické straty minimalizované a zároveň fiškálna situácia lepšia (verejný dlh nižší o 1 percento HDP).

Graf 7: Náklady na energodotácie (mld. eur)


V prípade scenára bez energodotácií prepočet nezohľadňuje makroekonomické dopady na verejné financie.

Zdroj: RRZ

Graf 8: Saldo VS (ľavá os) a hrubý dlh (pravá os)


V prípade scenára bez energodotácií prepočet nezohľadňuje makroekonomické dopady na verejné financie.

Zdroj: MMF