

Zápisnica zo 76. zasadnutia Výboru pre makroekonomické prognózy

76. zasadnutie Výboru pre makroekonomické prognózy sa konalo dňa 17.6.2025 v hybridnej forme (na mieste v priestoroch MF SR aj online).

Rokovania sa zúčastnili:

Stáli členovia výboru – Gabriel Machlica (IFP MFSR), Branislav Žúdel (IFP MFSR); Miroslav Gavura (NBS); Juraj Valachy (Tatra Banka), Michal Lehuta (VÚB), Ľubomír Koršňák (UniCredit), Miroslav Súkeník (Infostat), Tomáš Miklošovič a Eduard Nežinský (SAV), Zuzana Múčka, Jakub Kandričák (KRRZ), Marián Kočiš (SLSP), Marek Gábriš (ČSOB) a zástupcovia so štatútom pozorovateľa (NKÚ).

Program:

- Prezentácia prognózy
 - Diskusia k prognóze
 - Záver a zhrnutie
-

Prezentácia prognózy

Riaditeľ IFP Gabriel Machlica otvoril 76. zasadnutie Výboru pre makroekonomické prognózy a oboznámil členov s hlavnými predpokladmi prognózy. Následne riaditeľ odboru makroekonomických analýz a prognóz Branislav Žúdel odprezentoval aktuálnu makroekonomickú prognózu IFP. Na záver otvoril diskusiu a vyzval členov na vyjadrenie a predbežné hodnotenie.

Názory členov výboru:

Národná banka Slovenska (NBS)

1. Efekty Volva na ekonomické ukazovatele

Pretrvávajú nezhody v otázke časového rozloženia efektov súvisiacich s Volvom v období 2027–2029. Otvorenou zostáva otázka, či a kedy dôjde k odzneniu týchto efektov (vzhľadom na postupný nábeh produkcie, NBS očakáva pozitívny efekt aj v roku 2028), ako aj riziko spojené so spôsobom účtovania automobilky a jeho premietnutím do makroekonomických ukazovateľov.

2. Komodity a ich vplyv na spotrebiteľské ceny

Diskutovalo sa o metodológii zahrnutia cien komodít – elektrickej energie a zemného plynu – do projekcie spotrebiteľských cien a o ich úlohe ako nákladového faktora v nasledujúcich rokoch.

Vo vzťahu k cenám energií (ropa, plyn) bola nastolená otázka volatility a prístupu k jej vyhladzovaniu: či miesto predpokladu očakávanej krivky len z posledného dostupného dňa nepracovať s niekoľkodňovým priemerom (napr. ECB berie priemer za posledných 10 dní).

3. Zemný plyn a firemný sektor

Hoci zemný plyn nepredstavuje v celkovom rámci ekonomiky dominantný faktor, jeho vplyv mimo sektora domácností môže byť väčší, než sa predpokladalo. Na základe kontaktov s firmami má NBS signály, podľa ktorých viaceré firmy prechádzajú na spotové ceny energií, čím sa ich expozícia voči trhovým výkyvom výrazne

zvyšuje v porovnaní s podnikmi s dlhodobo kontrahovanými cenami. Toto riziko si zasluhuje podrobnejšie preskúmanie.

4. Predikcia cien potravín

Nadnesená bola otázka, či sú k dispozícii dodatočné indikátory využiteľné pri predikcii cien potravín – konkrétne cenové indikátory na úrovni výroby, napríklad v produkcii mliečnych výrobkov alebo pečiva a múčnych výrobkov.

5. Mzdová indexácia a cenové efekty

Nastolená bola otázka mzdovej indexácie pri kolektívnych vyjednávaniach v súkromnom sektore. Konkrétne, potenciálny cenový efekt tejto indexácie v rokoch 2028–2029, ktorý by čiastočne tlmil negatívny efekt vyššej inflácie do vývoja reálnych miezd.

6. Ceny dlhopisov

NBS prijíma vstupné hodnoty cien dlhopisov z ECB. Tieto hodnoty sú v zhode s projekciami RRZ na najbližšie roky.

7. Investície domácností do bývania

Konštatovaná bola nízka úroveň investícií domácností, najmä do rezidenčného bývania, a to napriek tomu, že dopyt po úveroch pokračuje. Výstavba tento dopyt nekopíruje, čo môže byť čiastočne podmienené legislatívnymi komplikáciami na stavebných úradoch – osobitne pri menších municipalitách – ktoré môžu dodatočne zhoršovať tento nepriaznivý trend.

8. Konsolidačný scenár a trh práce

IFP prezentoval konsolidačný scenár smerujúci k vyrovnaní verejných financií, ktorý predpokladá pokles zamestnanosti vo verejnom sektore s následnou kompenzáciou zo strany súkromného sektora. NBS tento scenár považuje za ťažko realizovateľný.

9. Porovnanie prognóz

Celkové čísla prognózy na aktuálny rok sú u oboch inštitúcií (IFP a NBS) veľmi podobné. Na rok 2027 negatívne pôsobia cenové šoky v energetike. Rok 2028 očakáva NBS optimistickejšie, a to najmä vďaka NPC predpokladu, pozitívneho efektu Volva, čerpaniu fondov EÚ, indexácii miezd v súkromnom sektore a predpokladu, že pokles reálnych príjmov nebude nulový a bude ekonomiku mierne ťahať nad rámec základného scenára. NBS tiež predpokladá mierne nižšiu infláciu v neskoršej fáze roku 2028; prenosy do jadrovej inflácie sú očakávané v rokoch 2026–2027, pričom v roku 2028 by malo dôjsť k odzneniu.

10. Rizikový profil

Rizikový profil sa mierne líši, pričom najvýraznejší rozdiel sa týka negatívneho vplyvu energetického faktora na ekonomiku. Na pozitívnej strane boli naznačené riziká spojené s obchodnou vojnou USA – Kanada, ktorá môže podporiť európske exporty; clá zamerané na automobily sú hodnotené ako marginálne pozitívne. Celkovo NBS vníma riziká ako vychýlené smerom nadol viac než IFP, ktorá ich hodnotí ako vyvážené.

11. Nastavenie NPC scenára

NBS preferuje NPC scenár ako benchmark pri zostavovaní prognózy s cieľom precíznejšie zachytiť efekt konsolidácie.

Zástupca NBS prognózu predbežne nehodnotil, ale zopakoval, že sú prognózy na roky 2026 a 2027 veľmi podobné.

Infostat

Prognózoval len roky 2026 a 2027 a na tieto roky nevidí medzi inštitúciami významné rozdiely.

Zástupca Infostatu prognózu predbežne hodnotí ako realistickú.

Rada pre rozpočtovú zodpovednosť (KRRZ)

1. Fiškálna trajektória a konsolidačný scenár

Diskutovalo sa o fiškálnej trajektórii na celom projekčnom horizonte, pričom cieľová hodnota deficitu sa pohybuje okolo 5 % HDP. Konsolidácia by mala postupovať tempom cca 0,5 p. b. medziročne, s výhľadom na vyrovnanie deficitu do roku 2030.

Identifikovaný bol rozdiel v konsolidačných trajektóriách: RRZ pracuje s konsolidáciou vo výške 1,25 % HDP v prvom roku a následne 0,75 %, pričom ich NPC scenár vychádza horšie. Navrhlo sa, aby obe inštitúcie prezentovali NPC scenár paralelne, čím by sa zabezpečilo porovnanie konzistentných veličín. Zároveň by bolo žiaduce zlepšiť komunikáciu vzťahu medzi NPC a „most likely“ scenármi.

Nastolená bola aj otázka, či by trajektória mala reflektovať splnenie maastrichtského kritéria.

2. Efekty Volva – rozdielna metodológia

Potvrdená nezhoda v otázke časového profilu efektov Volva. IFP vychádza z historickej skúsenosti iných automobiliek, RRZ sa opiera o oficiálnu komunikáciu Volva a rozkladá efekt až do troch rokov. Rozdielna dynamika investícií Volva a čerpania fondov EÚ sa premietajú do odlišného profilu rastu HDP napriek podobným kumulatívnym efektom.

3. Energetické ceny, komodity a vplyv na HDP

Otvorenou zostáva otázka, do akej miery cenový tlak na firmy prostredníctvom cien elektrickej energie a zemného plynu ovplyvní HDP. IFP odpovedá, že aktuálne je tento vplyv zahnutý len ako negatívne riziko. Zaznamenaná bola obava RRZ – zhodná s postojom NBS – že vysoká volatilita cien energií sa môže v nasledujúcich rokoch výraznejšie preniesť do reálnej ekonomiky cez podnikový sektor, najmä v kontexte prechodu firiem na spotové ceny. Upriesnenie vstupnej ceny plynu v prognóze zostáva predmetom ďalšej diskusie.

Nastolená bola otázka, či by prípadné prenášanie vysokých nákladov na energie do nižších marží bolo viditeľné v daňových príjmoch.

4. Deflátor HDP a nominálny rast

Diskutovalo sa o vzťahu medzi importným deflátorom a nominálnym rastom HDP. Diskutované bolo, prečo importný deflátor nespôsobil výraznejšie utlmenie HDP v 2. kvartáli. Téma bola predmetom diskusie aj so ŠÚ SR; konštatovalo sa, že aktuálne dáta sú nejasné, keďže viacero veličín a cien sa pohybuje súčasne s protichodnými efektmi, čo sťažuje jednoznačnú identifikáciu čistého efektu. IFP diskutuje, že v prognóze RRZ sa v druhej polovici roku 2026 výrazne oslabuje dynamika nominálneho HDP. RRZ odpovedá, že ide o pokles marží podnikov a deflátoru HDP v dôsledku vyšších cien energií. IFP reagovalo, že v podobnej situácii po roku 2022 deflátor skôr vzrástol, hoci menej než spotrebiteľské ceny.

5. ETS2 a energopomoc

Nadnesená bola otázka zahrnutia ETS2 do projekcií: IFP má vplyv premietnutý do CPI, RRZ vplyv kompenzuje cez energodotácie a šeky, čo sa prejavuje cez disponibilný príjem. Zaznamenané rozdiely v predpoklade o energopomoci: RRZ predpokladá jej permanentný charakter, čo má primárny efekt na spotrebiteľskú infláciu.

6. Ceny potravín a valorizácia dôchodkov

RRZ identifikovali riziko, že inflácia cien potravín by mohla zasiahnuť mimoriadnu valorizáciu dôchodkov. Toto riziko je potrebné sledovať v kontexte distribučných efektov a nastavenia valorizačného mechanizmu.

7. Zahraniční zamestnanci

Vývoj počtu zahraničných zamestnancov je hodnotený medzi RRZ a IFP podobne: ich počet klesá tak absolútne, ako aj v rastovom vyjadrení. Zaznamenaný je predovšetkým pokles podielu pracovníkov z európskych krajín – najmä Čechov, Maďarov a Ukrajincov – pričom tento trend je dlhodobého charakteru.

8. Rast HDP a mzdy

Rast HDP je v prognóze RRZ nižší než podľa IFP aj pre rozdielny predpoklad nábehu Volva, ktorý má RRZ rozložený do troch rokov. Konštatované, že rast HDP sa v projekčnom horizonte nepremietne do zodpovedajúceho rastu miezd, keďže tento rast je ťahaný neštandardnými zdrojmi – najmä čerpaním fondov EÚ – a nie štruktúrnym zlepšením produktivity.

9. Výnosová krivka a dlhopisy

Diskutovalo sa o trajektórii 10-ročných dlhopisov. Zpracované boli posuny z posledných dní, avšak základný predpoklad zostáva plochý s výhľadom návratu k hodnotám pred cut-off dátumom. Prémia za konsolidáciu nie je v projekcii explicitne zahrnutá; výpočty vychádzajú predovšetkým z vývoja nemeckého Bundu. Prístup RRZ pri modelovaní výnosov slovenských dlhopisov explicitne zohľadňuje makroekonomický a fiškálny vývoj ako aj vývoj výnosových kriviek v krajinách eurozóny.

10. Čerpanie fondov EÚ a reformy

Na otázku stavu podmienených reforiem viazaných na čerpanie fondov EÚ v roku 2028 neboli k dispozícii žiadne konkrétne informácie na úrovni jednotlivých rezortov.

11. Zbrojársky priemysel

Zástupcovia RRZ sa pýtali na vplyv zbrojárskeho priemyslu. IFP identifikoval nepomer medzi tržbami a exportmi v zbrojárskom sektore. Podľa údajov z účtovných závierok pridaná hodnota tohto odvetvia nie je vysoká, pravdepodobne kvôli reexportom, čo obmedzuje jeho makroekonomický dosah.

Zástupkyňa KRRZ prognózu na celom horizonte predbežne nehodnotila.

Slovenská akadémia vied (SAV)

Výhľad čerpania fondov EÚ je hodnotený negatívnejšie v kontexte nových podmienok čerpania. Žiadny rezort zatiaľ aktívne nepripravuje reformy potrebné na splnenie týchto podmienok, čo predstavuje dodatočné riziko pre projektovaný objem čerpania v nasledujúcich rokoch. V rámci diskusie zaznel podnet, aby sa pri hodnotení výhľadu kládol väčší dôraz na faktory domácej ekonomiky a nie výlučne na vývoj zahraničného prostredia.

Nastolená bola otázka, do akej miery je silnejší zahraničný dopyt v Nemecku ťahaný veľkými objednávkami v sektore dopravy, a aký je dosah tohto faktora na celkový exportný výkon ekonomiky.

Zástupca SAV prognózu predbežne hodnotil ako realistickú.

UniCredit Bank

Podstatné sú roky 2026 a 2027. Na rok 2027 je UniCredit pri vážených makrozkladniach len mierne optimistickejší, konkrétne pri nominálnej mzde vo verejnom sektore z dôvodu volebného roku. Avšak konflikty vo svete a vyššie ceny energií sú rovnako problém a tak zvažujú premietnutie rizikového scenára do základného.

Zástupca UniCredit prognózu predbežne hodnotí ako realistickú.

Všeobecná úverová banka (VÚB)

Vážené základne sú bez výraznejšej odchýlky. Inflačný predpoklad z predchádzajúceho výboru sa nenaplnil – prenos inflácie do ostatných sektorov mimo energetiky nebol zaznamenaný. Od materskej spoločnosti prebrali predpoklad, že ECB nebude už zvyšovať sadzby, čo prispieva k mierne optimistickejšej prognóze.

Zástupca VÚB prognózu predbežne hodnotil ako realistickú.

ČSOB

ČSOB zdôrazňuje zvýšenú neistotu v prognostickom procese, ktorú pripisuje predovšetkým reštrukturalizácii v automobilovom priemysle v EÚ a geopolitickej nestabilite. Osobitný dôraz kladie na sekundárne efekty spotových cien energií, ktoré by mohli mať výraznejšie negatívne dôsledky na ekonomiku, než aktuálne predpokladáme. Tento počiatočný negatívny efekt by sa mal podľa ich projekcie v neskoršej fáze horizontu vyprchávať.

Zástupca ČSOB prognózu predbežne hodnotil ako realistickú.

Slovenská sporiteľňa (SLSP)

V SLSP sú mierne optimistickejší v oblasti nominálnych základní, čo však pripisuje efektu volebného roka. V ostatných dimenziách je ich projekcia v približnom súlade s prognózou IFP.

Prognózu predbežne hodnotil ako realistickú.

Tatra banka

Prognózy sú takmer identické, pokiaľ ide o reálne aj nominálne veličiny, a to najmä na roky 2026 a 2027. Od roku 2028 predpokladajú silnejšiu konsolidáciu, kumulatívny efekt je však napriek odlišnej dynamike porovnateľný.

Prognózu predbežne hodnotil ako realistickú.