



# MESAČNÍK

FINANČNÉ SPRÁVY A ANALÝZY

DECEMBER 2024

## Témy mesiaca v skratke

- Ekonomický a finančný výhľad na rok 2025 je neistý najmä pre možné nové bariéry v medzinárodnom obchode i pretrvávajúce problémy konkurencieschopnosti Európy
  - Svetový hospodársky rast napriek tomu môže aj v budúcom roku prekonať 3%, no starý kontinent sa zrejme bude naďalej trápiť
  - K slabému zahraničnému dopytu sa na Slovensku pridá vplyv konsolidačného balíčka a menší počet pracovných dní
  - Krátkodobé úrokové sadzby centrálnych bánk ešte pôjdu nadol, no dlhodobé úroky ani nemusia. Pre investorov obávajúcích sa „prepálených“ akcií tak môžu byť alternatívou dlhopisy.
  - Rokovania o prímerí na Ukrajine môžu teoreticky priniesť pokoj zbraní, no nepredpokladáme rušenie sankcií ani znovuoobnovenie tokov plynu a ropy z Ruska do EÚ
- 
- Slovensku sa znižuje zásoba ľudského kapitálu – nie len v počtoch, ale zrejme aj v “kvalite”
  - Ďalšie zníženie ratingu SR, no riziková prirážka štátnych dlhopisov ostáva stabilná

## Očakávané udalosti

- 20.1. by mala prebehnúť inaugurácia nového amerického prezidenta Donalda Trumpa, ktorá môže spustiť balíček rýchlych zmien v USA
- 29.1. zasadá k menovej politike americký Fed, ktorý by úrokovú sadzbu z aktuálneho pásma 4,25-4,50% teoreticky meniť nemusel
- 30.1. zasadá ECB, ktorá môže znova znížiť základné úrokové sadzby o 25 bázických bodov. Depozitná sadzba tak môže klesnúť na 2,75%.

## Trendy trhu

	aktuálne 2.1.2025	pred mesiacom 2.12.2024	medzimesačná zmena		začiatok roka 30.12.2023	YTD zmena	
EUR/USD	1,036	1,050	-1,29%	▼	1,104	-6,12%	▼
EUR/CZK	25,19	25,24	-0,19%	▼	24,70	1,99%	▲
EURIBOR 3M	2,714	2,924	-0,21 p.b.	▼	3,909	-1,20 p.b.	▼
EURIBOR 12M	2,460	2,431	0,03 p.b.	▲	3,513	-1,05 p.b.	▼
SK ŠD 10R VÝNOS	3,360	3,139	0,22 p.b.	▲	3,175	0,19 p.b.	▲
DE ŠD 10R VÝNOS	2,363	2,034	0,33 p.b.	▲	2,024	0,34 p.b.	▲

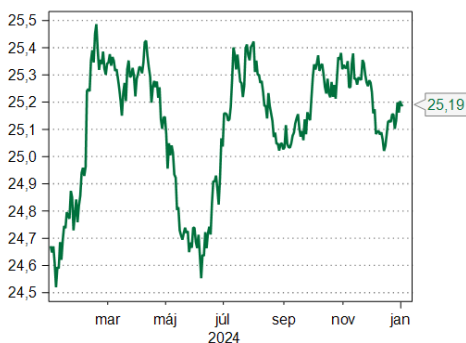
Zdroj: Bloomberg

## Predikcie

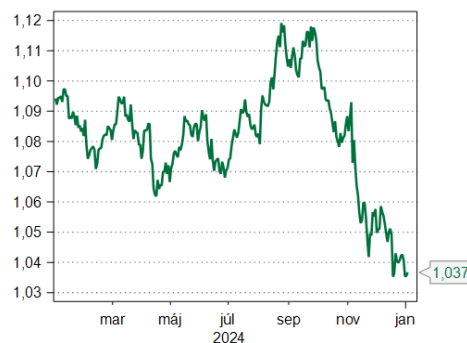
	aktuálne 2.1.2025	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
EUR/USD	1,037	1,02	1,04	1,05	1,05
EUR/CZK	25,19	25,35	25,40	25,35	25,45
EURIBOR 3M	2,714	2,33	2,01	1,97	2,00
EURIBOR 12M	2,460	1,84	1,80	1,96	2,08
SK ŠD 10R výnos	3,360	3,40	3,50	3,60	3,70
DE ŠD 10R výnos	2,362	2,40	2,50	2,60	2,70

Zdroj: Bloomberg, Intesa Sanpaolo, VÚB Research

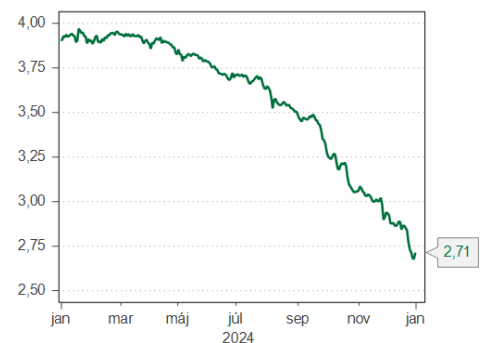
### EUR/CZK



### EUR/USD



### 3M EURIBOR



Zdroj: Macrobond, Bloomberg

# Výhľad na rok 2025: ďalšie znižovanie kľúčových úrokov, pomalší rast, hrozba ciel a znovu vyššia inflácia

Prelomy rokov bývajú tradične časom obhliadnutia sa dozadu - späť za uplynulým rokom, jeho bilancovania, ako aj výhľadu dopredu, do roka nového. Čo nás v ňom čaká? Kam smerujeme? Čo by sa v ňom mohlo zlepšiť, čo zhoršiť? Aké sú pri tomto výhľade riziká smerom k lepšiemu a smerom k horšiemu? Keďže finančné trhy sa pozerajú vždy najmä dopredu, pretože súčasná hodnota akéhokolvek aktíva reflektuje najmä jeho očakávané prínosy do budúcnosti, nie v minulosti, skúsime v tomto čísle VÚB mesačníka popísať aj my náš výhľad na začínajúci sa rok 2025.

Ten bude v globálnej ekonomike sprevádzať pomerne veľká neistota spojená najmä s januárovým nástupom nového amerického prezidenta Donalda Trumpa, jeho rozpočtovou, migračnou, colnou i zahraničnou politikou, ale aj riziká vyplývajúce z pretrvávajúcich či nových vojnových konfliktov, z politickej nestability a výsledkov volieb (parlamentné čakajú Nemecko a Česko). A stále pretrvávajúcim problémom konkurencieschopnosti európskej ekonomiky, najmä jej priemyslu. Takáto neistota pritom zvykne negatívne vplývať najmä na nové investície. Teda na tvorbu fixného kapitálu, ktorý predstavuje nové produkčné kapacity do budúcnosti. Ale aj na spotrebu, keď domácnosti s obavami o budúcnosť zvyčajne menej míňajú a viac sporia.

## Globálny rast by mohol dosiahnuť podobnú hodnotu ako v minulom roku

Napriek mnohým rizikám by v strednom scenári rast celosvetového HDP mohol dosiahnuť veľmi podobnú hodnotu, ako v roku 2024, teda okolo 3,1%, očakávajú naši kolegovia z materskej banky Intesa Sanpaolo (Tabuľka 1 nižšie). Malo by totiž pokračovať uvoľňovanie menovej politiky v prostredí inflácie veľmi blízko 2-percentnému cieľu: tak v USA, ako aj v eurozóne. Navyše, v Spojených štátoch očakávame aj podpornú rozpočtovú politiku, teda pokračovanie vo veľmi vysokých schodkoch federálnej finančnej bilancie a dereguláciu podnikania, napríklad v energetike. To by mohlo niektoré komodity pomôcť aj zlacniť.

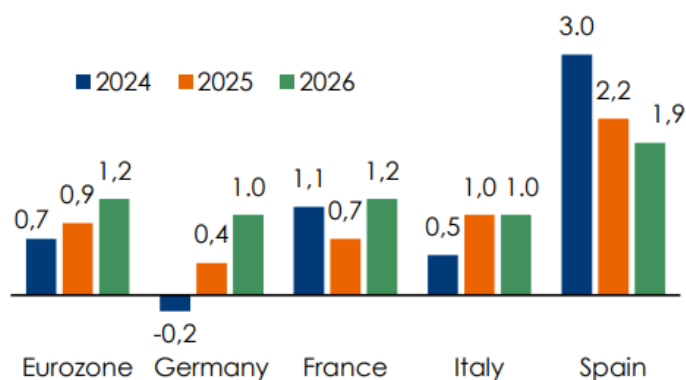
Tabuľka 1: Prognóza globálneho hospodárskeho rastu (%)

	2023	2024f	2025f	2026f	2027f
United States	2.9	2.7	2.0	2.3	1.9
Japan	1.7	-0.3	1.0	1.0	0.7
Euro Area	0.5	0.7	0.9	1.2	1.4
Eastern Europe	2.6	3.0	2.1	2.2	2.1
Latin America	1.8	2.2	2.7	2.5	2.6
OPEC	2.3	2.1	3.1	4.4	3.3
China	5.2	4.9	4.6	4.3	4.4
India	7.8	6.3	6.2	6.6	6.4
Africa	3.0	3.0	3.9	3.7	3.6
<b>World</b>	<b>3.2</b>	<b>3.1</b>	<b>3.1</b>	<b>3.3</b>	<b>3.2</b>

Zdroj: Intesa Sanpaolo

V eurozóne však bude hospodárske oživovanie zrejme len veľmi pomalé, keďže doteraz, napriek očakávaniam, vlastne neprebehlo žiadne, a reakcia zo strany vlád najväčších krajín je sťažená politickou nestabilitou vo Francúzsku i Nemecku, kde v decembri padli vlády. V Nemecku, najdôležitejšom obchodnom partnerovi celej strednej Európy, očakávame obnovenie rastu HDP len na úrovni 0,4%. V celej eurozóne okolo 0,9%, keď by sa naďalej malo viac dariť skôr krajinám so silnejším sektorom služieb ako priemyslu, napríklad Španielsku. Recesii by malo brániť mierne oživenie spotreby, ale aj ďalšie uvoľnenie menovej politiky.

Graf 1: Prognóza hospodárskeho rastu v Európe (%)



Zdroj: Intesa Sanpaolo

## Hospodársky rast na Slovensku sa najskôr spomalí

Rok 2025 by tak mohol byť ďalším relatívne ťažkým rokom aj na Slovensku, aj keď donedávna sa ešte zdalo, že miestna ekonomika v novom roku zaznamená rýchlejší rast HDP vďaka cyklickým vplyvom nižších úrokových sadziieb a nákladov na energie a klesajúcej inflácii. Tieto nádeje však zmarila prekvapivo výrazná fiškálna reštrikcia spolu s klesajúcimi nádejami na oživenie vývozu v dôsledku problémov kľúčových obchodných partnerov Slovenska, vrátane spomínaného Nemecka.

V základnom scenári preto predpokladáme, že reálny rast slovenskej ekonomiky v tomto roku dosiahne úroveň len okolo 1,4% (za 2024 očakávame okolo 2,0%), keďže k problémom slabého zahraničného dopytu, konkurencieschopnosti a vyšším cenám energií sa pridá aj oslabenie domáceho dopytu. Teda spotreby domácností a vlády. Najmä pre konsolidačný balíček verejných rozpočtov, ktorý firmám a ľuďom z peňaženiek vytiahne viac peňazí, ako vlani. A tiež ďalej zvýši infláciu, ktorá sa už koncom vlaňajška blížila k 4 percentám. Rada pre rozpočtovú zodpovednosť negatívny efekt balíčka na disponibilný príjem domácností odhaduje okolo -2% voči scenáru bez potrebnej konsolidácie. Navyše, budúročné číslo hrubého domáceho produktu negatívne ovplyvní aj menší počet pracovných dní (o 3, čiže o 1,2%), a to aj napriek tomu, že zrušený deň pracovného voľna 1. septembra pripadne na pondelok.

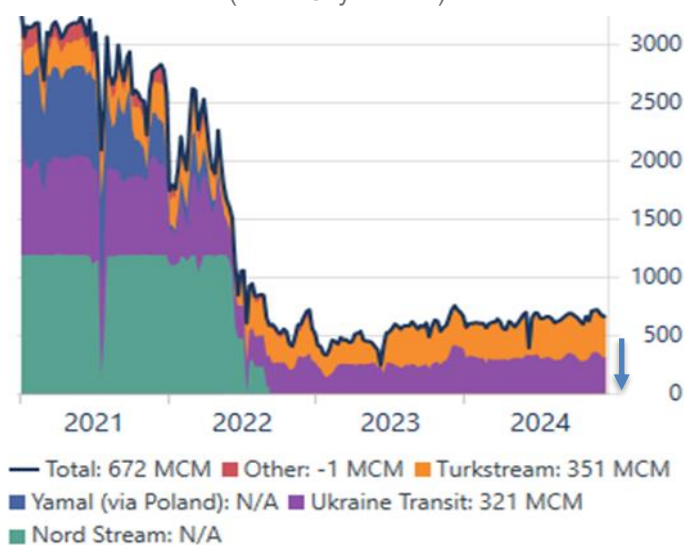
Za najväčšie výzvy slovenského hospodárskeho rastu považujeme konkurencieschopnosť miestneho automobilového priemyslu pre hrozbu amerických a iných dovozných ciel a konkurenciu z Číny, a tiež energeticky náročného priemyslu - najmä pre vyššie ceny plynu a elektriny. A to platí tak pre Slovensko ako aj celú strednú Európu, vrátane stagnujúceho Nemecka. Spoľahnúť by sa v podpore hospodárskeho výkonu teoreticky dalo na európske investičné zdroje, najmä z Plánu obnovy, ktoré by sa v roku 2025 mohli teoreticky rozbehnúť naplno, no tam tiež čelíme hrozbám pomalého a neefektívneho čerpania či nedodržiavania takzvaných reformných míľnikov, ktorými je čerpanie podmienené. Dobrou správou pre dlžníkov, najmä tých s nefixovaným úrokom, môžu tiež byť nižšie krátkodobé úrokové sadzby ECB. Očakávané rokovania o prímerí na Ukrajine po nástupe nového amerického prezidenta Donalda Trumpa môžu teoreticky priniesť pokoj zbraní u východných susedov, no nepredpokladáme po nich zároveň rušenie sankcií ani znovuoživenie tokov plynu a ropy z Ruska do EÚ.

## Ruský plyn cez Ukrajinu prestal tiecť, no domácnosti vládajú od reality naďalej izoluje

Zemný plyn na Slovensko z Ukrajiny prestal tiecť 1. januára spolu s vypršaním a neobnovením ukrajinského tranzitného kontraktu s ruským Gazpromom. Po takmer 90%-nom znížení dodávok potrubného plynu z Ruska do EÚ v rokoch 2021 a 2022 (Graf 2 nižšie) a následnom miernom náraste v rokoch 2023 a 2024 tak dodávky klesnú o ďalších 11 percentuálnych bodov a jediným plynovodom prepravujúcim ruský plyn do Únie ostal balkánsky Turkstream s prepravou okolo 350 miliónov metrov kubických týždenne.

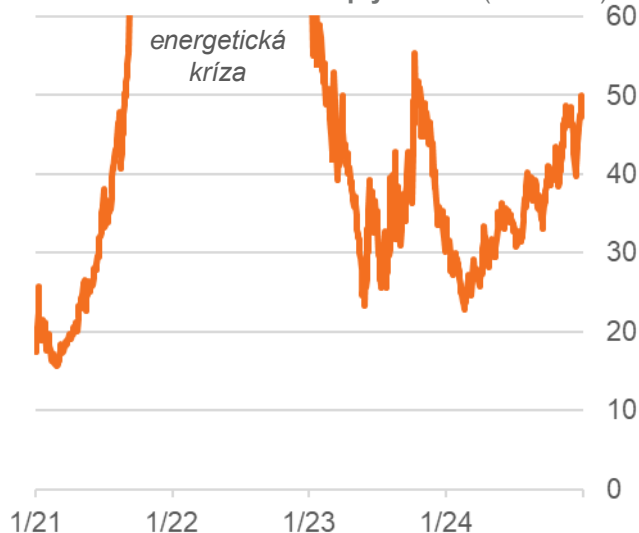
Keďže ide už len o dodatočný, menší pokles dodávok, zásadné nové problémy by európskemu ani slovenskému priemyslu priniesť nemal. No tiež znamená, že európske vyššie ceny energií, a teda aj vyššie náklady, budú pretrvávajúť aj naďalej, keď spotové ceny holandského plynu TTF v závere vlaňajška vystúpili na 50 eur za MWh (začiatkom roka boli zhruba polovičné). V tomto roku však očakávame pokles tejto ceny k 36 eurám, počas leta aj nižšie. No vyššie slovenské ceny môže podporovať drahšia preprava plynu alternatívnymi trasami. Podľa medializovaných informácií by dodatočné náklady alternatívneho dovozu ročného objemu plynu pre Slovensko dosiahli zhruba 90 miliónov eur (0,1% HDP).

**Graf 2: Historické toky ruského plynu cez Ukrajinu**  
 (mil. m3 týždenne)



Zdroj: **MACROBOND**

**Graf 3: Cena holandského plynu TTF (eur/MWh)**



Zdroj: *Bloomberg*

Tieto vyššie náklady budú škodiť stále len firmám. Pre slovenské domácnosti totiž vláda na konci roka schválila pokračovanie dotovania cien plynu a tepla, čím bude štát aj naďalej udržiavať domácnosti na Slovensku vo fiktívnom svete predvojnových cien energií. A firmám tak naďalej obmedzovať ponuku komodity, keďže domácnosti nemajú trhovú motiváciu plynom šetriť. Priamym dôsledkom tohto rozhodnutia bude, že celková inflácia spotrebiteľských cien v roku 2024 neporastie tak vysoko, ako sa zdalo bezprostredne po predstavení vládneho balíčka. Podľa našich najnovších odhadov dosiahne inflácia v budúcom roku úroveň okolo štyroch percent. V prípade zvýšenia cien plynu o 30%, ktoré navrhoval regulačný úrad, by inflácia narástla až na päť percent.

## Konsolidácia príbrzdí ekonomickú aktivitu...

Inflácia tak síce neporastie až tak výrazne ako bez pokračovania dotácií, no stále bude vyššia ako aktuálne v roku 2024, čo bude mať negatívny dopad na reálne mzdy zamestnancov. Tie v novom roku porastú zrejme len minimálne. Okrem inflácie ťahanej zvýšením DPH sa kúpna sila domácností zníži aj v dôsledku zvýšeného priameho zdanenia, napríklad prostredníctvom nižších daňových úľav na deti a zrušením pôvodného rodičovského dôchodku. Tieto úľavy sa znížia alebo úplne zrušia v prípade domácností s vyššími príjmami. Najlepšie zarábajúce domácnosti budú navyše platiť aj vyššie príspevky na sociálne zabezpečenie, keďže sa ruší strop pre tieto platby. Z výpočtov rozpočtovej rady vyplýva, že v relatívnom vyjadrení budú navrhovanými daňovými opatreniami najviac postihnuté domácnosti so strednými príjmami. Tie prídu o viac ako dve percentá svojho čistého disponibilného príjmu. Vyhliadky spotreby, ktorá bola v roku 2024 hlavným motorom oživenia, sa tak nevyhnutne zhoršia.

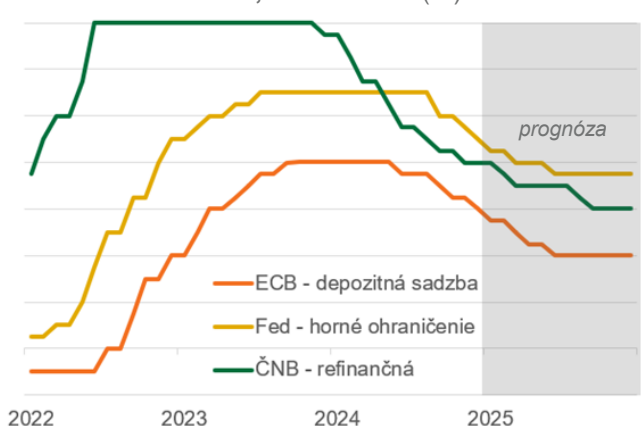
Podľa prvotných výpočtov NBS by dodatočný dopad konsolidačných opatrení v jej decembrovej prognóze znížil rast slovenského HDP v roku 2025 približne o 0,6 percentuálneho bodu. Konečný vplyv konsolidácie na rast HDP však bude ešte väčší, obzvlášť ak navrhované zvýšenie daňového zaťaženia - zamerané najmä na veľké podniky a domácnosti so strednými až vyššími príjmami - vyvolá významnejšie zmeny aj v štruktúre investícií, spotreby a úspor, ktoré nie sú plne zohľadnené ani v daňových prognózach štátu. Napríklad zavedenie dane z finančných transakcií pre spoločnosti od 1. apríla môže niektoré firmy z nich podnietiť k tomu, aby presunuli svoje aktivity do zahraničia a vyhli sa tak plateniu dane. Podobne aj zaťaženie veľkých spoločností dodatočnou daňou zo zisku ich môže motivovať k rozdeleniu na menšie jednotky alebo k presunu do zahraničia, aby sa vyhli plateniu vyššej sadzby dane. Navrhovaná 24-percentná daň zo zisku - najvyššia v stredo európskom regióne - sa vzťahuje na spoločnosti s obrátom vyšším ako 5 miliónov eur. Pod touto hranicou bude sadzba dane 19 percent. Podnety na daňovú optimalizáciu a zníženie chuti podnikať na Slovensku sú tým pre mnoho firiem pomerne zjavné.

## ... no spolu so znižovaním sadzieb ECB stabilizuje náklady na pôžičky

Negatívne dôsledky fiškálnej reštrikcie na krátkodobé hospodárske vyhliadky na Slovensku je férové posudzovať v porovnaní s výhodami, ktoré môžu mať z hľadiska stabilizácie a potenciálneho zníženia rizík a nákladov štátu na pôžičky v dlhodobejšom horizonte. Tak to robí aj Rada pre rozpočtovú zodpovednosť, podľa ktorej tieto pozitíva v makroekonomickom vyjadrení prevážia negatíva v roku 2028.

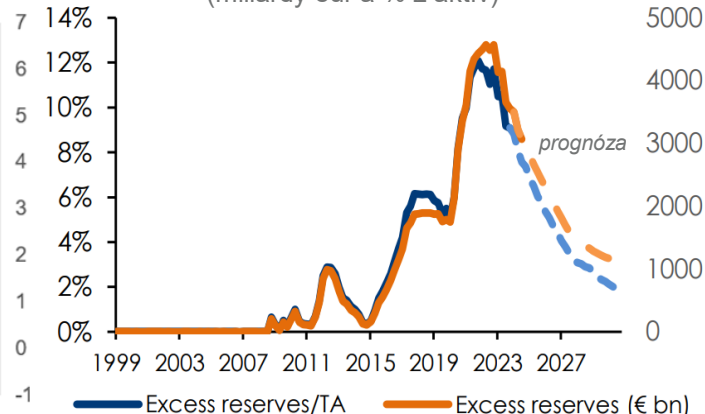
Po pandémie a začiatku vojny Ruska proti susednej Ukrajine sa totiž spread, teda rozdiel požadovaných výnosov slovenských štátnych dlhopisov v porovnaní s nemeckými, zvýšil z jedného z tých nižších na takmer najvyšší v eurozóne. Vyšší má podľa štatistík ECB v menovej únii len Estónsko a Taliansko. Ak prijaté opatrenia fiškálnej konsolidácie presvedčia trhy, že dlhodobé fiškálne riziká Slovenska sa zmiernia, spready by sa mohli znížiť a pomôcť obmedziť náklady štátu a všetkých ostatných dlžníkov na Slovensku vrátane podnikov a vlastníkov hypoték. Zatiaľ však aj kvôli decembrovému zníženiu ratingu SR agentúrou Moody's (viac nižšie) očakávame stabilitu rizikovej prirážky okolo aktuálnych 100 bázických bodov.

**Graf 4: Očakávané krátkodobé úrokové sadzby: Fed, ECB a ČNB (%)**



Zdroj: Intesa Sanpaolo, VÚB

**Graf 5: Prebytočná likvidita bánk v eurozóne (miliardy eur a % z aktív)**



Zdroj: Intesa Sanpaolo

K miernemu optimizmu však prispieva očakávanie pokračovania znižovania krátkodobých úrokových sadzieb centrálnymi bankami. Po znížení sterilizačnej deponitnej sadzby ECB vlani zo 4 na 3% očakávame obdobný pokles ešte aj v prvom polroku 2025. To ďalej zníži aj krátkodobé sadzby na medzibankovom trhu, najmä jedno a trojmesačné. Dlžníci, ktorí majú svoje úroky nadviazané na tieto variabilné sadzby, najmä firmy, ale často napríklad aj samosprávy, si tak ešte polepšia.

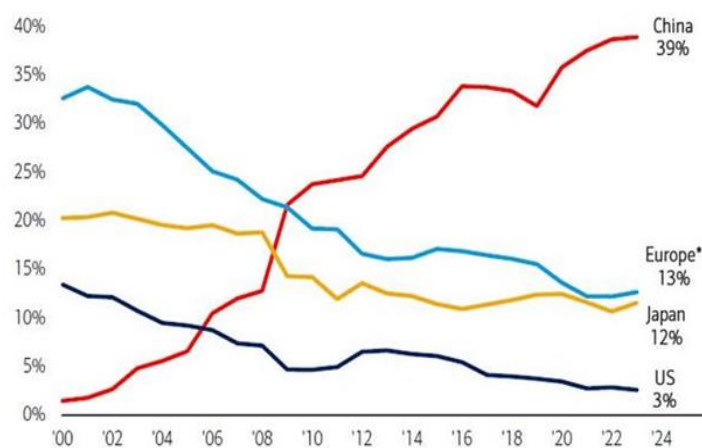
Dlžníci s dlhšími fixáciami však až také šťastie mať nemusia, keďže budúce znižovanie sadzieb ECB je už v nákladoch na „dlhšie peniaze“ finančnými trhmi už započítané. Navyše, ECB od januára končí s reinvestíciami maturujúcich cenných papierov nakúpených počas pandémie, a zníži tak dopyt po dlhopisoch na trhu. To, spolu s očakávaným pokračovaním znižovania objemu prebytočných bankových rezerv v eurozóne, môže ich výnosy do splatnosti držať vyššie ako krátkodobé úroky. Takzvaná výnosová krivka by sa tým znormalizovala, keďže dlhodobé sadzby bývajú tradične vyššie ako krátkodobé. Dlhopisy tak môžu byť atraktívnou alternatívou pre investorov obávajúcich sa vysokých valuácií na akciových trhoch. Očakávame zároveň, že pre rovnaký dôvod (drahšieho dlhodobého financovania) sa aj priemerná cena novej hypotéky na Slovensku aj počas roka 2025 udrží nad 4%.

## Automobilový priemysel už zrejme nebude t'ahúňom

Slovensko sa už nemôže spoliehať ani na ďalší rýchly rast pridanej hodnoty v automobilovom sektore. Ostatný rok totiž ukázal, že aj keď počet vyrobených áut sa znova priblížil k rekordnej úrovni 1,1 milióna vozidiel, a pridaná hodnota v priemyselnej výrobe spolu rástla (počas prvých 3. štvrtrokov v stálych cenách o 2,5%), predaje áut v Európe sa znovu znižovali a v Číne, Rusku či na iných trhoch slovenských výrobcov vytláča práve lacnejšia čínska konkurencia. Čína tak nie len, že vyrába najviac áut na svete, aktuálne už štyri z každých desiatich (Graf 6), ale ich už aj najviac vyváža, najmä v segmente elektromobilov.

Takúto masívnu a už aj kvalitou či technológiami vyspelú konkurenciu, navyše dotovanú komunistickou vládou, budú tradiční európski výrobcovia len ťažko dobiehať. Navyše očakávané clá zo strany USA, ale aj samotnej Číny či iných výrobcov, naznačujú, že ani svoje už nižšie trhové podiely nemusia byť schopní udržať. Zmenšovanie výrobných kapacít však očakávame najmä v bohatších európskych krajinách, ako sú Nemecko, Belgicko a Taliansko. Slovenskú pridanú hodnotu by mohla podržať ešte nová baterkáreň čínsko-slovenského konzorcia Gotion-InoBat pri Šuranoch a čínske Volvo pri Košiciach.

**Graf 6: Regionálna distribúcia svetovej produkcie automobilov**



Zdroj: Bank of America

Pozn.: \* 5 najväčších krajín

## Dlhodobé výzvy dobiehania Západu ostávajú stále aktuálne

Žiadny priveľký optimizmus nemožno projektovať ani do dlhodobejšieho výhľadu pre Slovensko, teda ani za horizont nového roka. Z nedávnej analýzy ECB totiž vyplýva, že Slovensko do budúcnosti čelí najvyššiemu fiškálnemu zaťaženiu spomedzi všetkých krajín eurozóny, ak sa zohľadnia náklady spojené s pokračujúcim starnutím populácie, zvýšenými výdavkami na obranu, digitalizáciou a klimatickými zmenami. Na zvládnutie týchto výziev bude musieť Slovensko do roku 2070 znížiť svoj deficit verejných financií až o desať percent HDP, čo je dvojnásobok priemeru eurozóny. Každá malá zmena v tomto smere, ktorá sa uskutoční včas, pomôže obmedziť šok, ktorý krajinu čaká v budúcnosti. Aj preto bude musieť konsolidácia verejných rozpočtov pokračovať aj v roku 2026 a ďalších.

Naliehavo sa treba zaoberať najmä demografickými zmenami. Dopad tohto trendu na verejný rozpočet bude na Slovensku v tomto desaťročí zrejme najintenzívnejší spomedzi všetkých krajín EÚ27, predpokladajú prepočty Európskej komisie. Už teraz starnutie obyvateľstva znižuje počet ľudí v produktívnom veku a negatívne tak ovplyvňuje ponuku práce. Tá stagnuje, aj keď účasť na trhu práce dosahuje nové historické maximá a počet cudzincov pracujúcich v krajine sa neustále zvyšuje (viac nižšie). Horšie pritom ešte len príde, keď sa z trhu práce začnú vytrácať ľudia z obdobia baby boomu 70tych a 80tych rokov minulého storočia, čo bude mať nepriaznivý vplyv aj na produktivitu práce a potenciálny rast hospodárstva. Ak má slovenská ekonomika naďalej rásť, nevyhnutná je urýchlená adaptácia na tieto demografické zmeny.

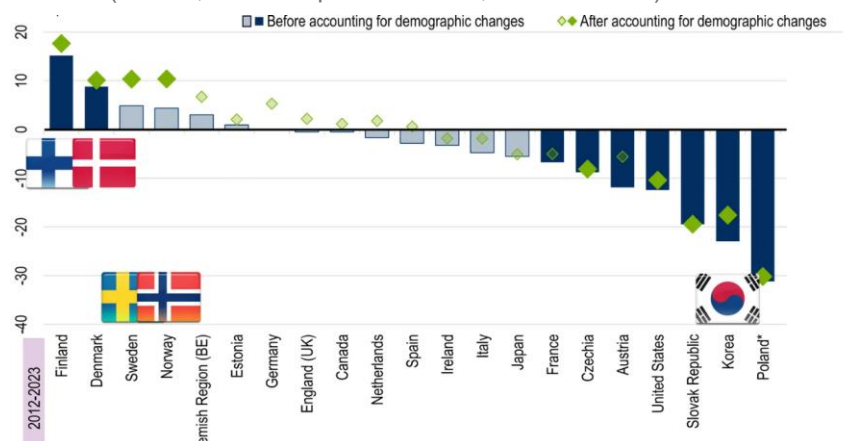
# Ďalšie správy ostatného mesiaca

## Slovensku sa znižuje zásoba ľudského kapitálu – nie len v počtoch, ale zrejme aj v “kvalite”

Hospodársky výkon tej či onej krajiny do veľkej miery závisí nie len od prírodného bohatstva, úrodnej pôdy množstva naakumulovaného fyzického kapitálu, či už aj prostredníctvom zahraničných investícií, ale aj od takzvaného ľudského kapitálu. Tým nemyslíme len počet pracujúcich, ale aj ich „kvalitu“, teda schopnosť používať pri práci zložité nástroje, softvér, vedieť kriticky myslieť či vymýšľať nové, efektívnejšie postupy výroby a uspokojovana potrieb zákazníkov. Žiadny ideálny ukazovateľ kvality ľudského kapitálu nemáme, no v decembri OECD publikovala správu [PIAAC](#) o funkčnej gramotnosti dospelých, ktorá môže byť istým náznakom.

Zo správy, ktorá schopnosti základného čítania s porozumením a riešenia matematických úloh na úrovni 4. ročníka ZŠ testovala len po druhýkrát, vyplýva pre Slovensko citeľné zhoršenie vedomostí a schopností dospelého obyvateľstva. Napokon, podobný trend indikujú aj pravidelné výsledky testovania 15-ročných pod skratkou PISA. Znamená to, že okrem kontinuálneho poklesu počtu obyvateľov v produktívnom veku, ktorý sa začal už v roku 2011, je možné, že krajine stagnuje či dokonca klesá okrem počtov aj „kvalita“ ľudského kapitálu. Môže to súvisieť aj s odchodom talentovaných mladých ľudí do zahraničia, no každopádne to do budúcnosti nevesť nič dobré.

Graf 7: Zmena funkčnej gramotnosti dospelých (PIAAC, čítanie s porozumením, 2023 vs 2012)

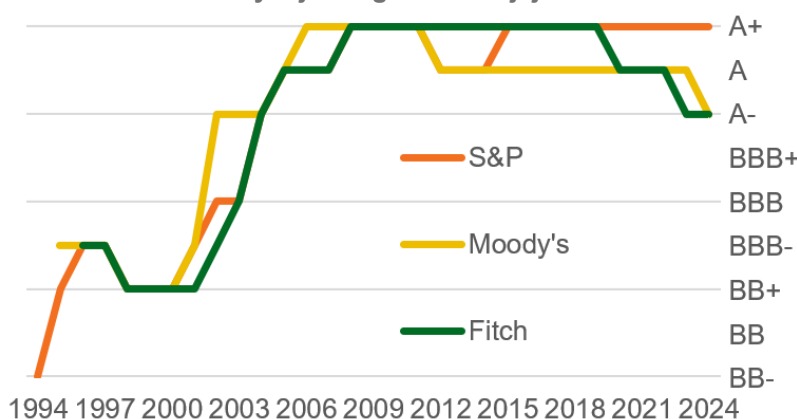


Zdroj: OECD

## Ďalšie zníženie ratingu SR, no riziková prirážka štátnych dlhopisov ostáva stabilná

V decembri agentúra Moody's znížila úverové hodnotenie Slovenskej republiky: z A2 na [A3](#) so stabilným výhľadom. Toto zníženie prichádza po zhoršení ratingu agentúrou Fitch ešte v závere roka 2023 (tiež o jeden stupeň, z A na A-). Od týchto dvoch agentúr tak má aktuálne Slovensko najhoršie hodnotenie od svojho vstupu do Európskej únie, teda od roku 2004 (Graf 9 nižšie). Optimistickejšia je Standard & Poor's, ktorá náš štát hodnotí o dva stupne lepšie. V porovnaní so susednými krajinami je na tom SR horšie ako Rakúsko (Aa1), Česko (rating Aa3) a Poľsko (A2), ale lepšie ako Maďarsko (Baa2) či vojnou postihnutá Ukrajina (Ca). Ako dôvod zníženia ratingu uviedla agentúra Moody's vývoj v dvoch oblastiach: oslabenie v inštitucionálnom prostredí a naďalej veľmi zlý stav verejných financií. V prvej oblasti agentúra spomína oslabovanie pravidiel právneho štátu a verejných inštitúcií všeobecne, vrátane trestného zákonníka a boja proti korupcii.

Graf 8: Vývoj ratingov SR od jej vzniku



Zdroj: Ardal

Pri verejnom zadžení zasa očakáva ďalší rast hrubého dlhu verejnej správy až k 62,6% HDP v roku 2027, pričom neverí, že vláda do tohto volebného roku zníži ročný schodok pod 3% HDP, ako to proklamuje. Rizikové prirážky slovenských štátnych dlhopisov na zníženie ratingu nijako citeľnejšie nereagovali. Takzvaný spread ostáva okolo 100 bázických bodov nad desaťročnými nemeckými dlhopismi. Z kótovaných cenných papierov podľa agentúry Bloomberg tak zostáva druhý najvyšší v menovej únii. Ďalšie kolo prehodnocovania ratingu má Moody's naplánované na jún po zverejnení výsledkov verejných financií za celý rok 2024.

## Makroekonomické indikátory a prognózy

		2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	IX.24	X.24	XI.24	2024F	2025F
<b>HDP</b>											
Reálny HDP	r/r % rast	0,4	1,4	3,3	2,0	1,2	-	-	-	2,0	1,4
Nominálny HDP	r/r % rast	8,0	11,7	8,7	6,5	3,5	-	-	-	5,8	5,1
Spotreba domácností	r/r % rast	5,0	-3,1	3,6	2,5	1,5	-	-	-	2,6	0,6
Spotreba verejnej správy	r/r % rast	-2,9	-3,0	6,9	5,6	0,9	-	-	-	3,8	1,0
Tvorba hrubého fixného kapitálu	r/r % rast	-1,9	16,6	4,3	4,4	-8,0	-	-	-	-0,5	1,6
Vývoz	r/r % rast	2,8	-0,7	0,4	3,6	-0,2	-	-	-	1,5	1,6
Dovoz	r/r % rast	4,2	-7,7	4,2	7,0	-0,3	-	-	-	3,3	2,0
<b>Inflácia</b>											
CPI	r/r % rast, priemer	12,8	10,5	3,2	2,1	2,7	2,6	3,1	3,2	2,8	4,1
CPI	r/r % rast, decem.	15,4	5,9	-	-	-	-	-	-	3,5	3,3
HICP	r/r % rast, priemer	12,1	11,1	3,6	2,5	3,1	2,9	3,5	3,6	3,2	4,3
Jadrová inflácia	r/r % rast, priemer	12,5	11,5	3,6	2,1	2,1	2,0	2,6	2,6	2,7	3,5
Ceny priemyselných výrobcov	r/r % rast, priemer	43,2	13,9	-11,3	-11,4	-8,7	-8,5	-10,8	-8,9	-10,1	3,4
<b>Vonkajšia bilancia</b>											
12-mesačná obchodná bilancia / HDP %		-4,1	3,7	4,4	3,8	3,1	3,1	3,0	-	2,4	2,4
Vývoz	r/r % rast	16,1	5,5	-6,1	-2,0	-0,6	1,0	3,9	-	-1,8	3,9
Dovoz	r/r % rast	23,8	-3,1	-10,5	0,4	2,8	2,7	5,5	-	-0,5	3,7
<b>Trh práce</b>											
Miera nezamestnanosti (ÚPSVaR)	priemer	6,3	5,3	5,1	5,0	5,0	5,0	4,9	4,9	5,0	4,9
Miera nezamestnanosti (VZPS)	priemer	6,1	5,9	5,6	5,2	5,4	-	-	-	5,4	5,2
Hrubá mesačná mzda	priemer v EUR	1304	1430	1447	1520	1484	-	-	-	1 526	1 603
Nominálna mesačná mzda	r/r % rast	7,7	9,6	9,0	7,1	5,8	-	-	-	6,9	5,1
Reálna mesačná mzda	r/r % rast	-4,5	-0,9	5,6	4,9	3,0	-	-	-	4,0	0,9
<b>Produkcia, tržby a sentiment</b>											
Priemyselná produkcia	r/r % rast	-4,4	1,8	-4,2	-0,7	2,9	2,5	1,3	-	0,2	3,4
Stavebná produkcia	r/r % rast	0,1	1,1	-6,6	-1,5	-11,0	-17,5	-4,4	-	-6,9	-0,4
Maloobchodné tržby	r/r % rast	4,3	-4,5	2,6	5,3	3,6	4,3	4,9	-	3,4	0,6
Indikátor ekonomického sentimentu	body, s.o.	92,0	91,0	98,6	98,6	100,5	99,3	91,8	92,0	-	-
<b>Úrokové sadzby</b>											
ECB depozitná sadzba	koniec obdobia	2,00	4,00	4,00	4,00	3,50	3,50	3,25	3,00	3,00	2,00
3M EURIBOR	koniec obdobia	2,13	3,91	3,89	3,71	3,28	3,28	3,06	2,93	2,89	2,00
1R EURIBOR	koniec obdobia	3,29	3,51	3,67	3,58	2,75	2,75	2,55	2,46	2,37	2,08
Výnos 10R SK štátneho dlhopisu	koniec obdobia	3,70	3,18	3,54	3,70	3,30	3,30	3,38	3,16	3,30	3,70
Výnos 10R DE štátneho dlhopisu	koniec obdobia	2,57	2,02	2,30	2,50	2,12	2,12	2,39	2,09	2,30	2,70
<b>Výmenný kurz</b>											
EUR/USD	koniec obdobia	1,07	1,10	1,08	1,07	1,11	1,11	1,11	1,06	1,05	1,05
<b>Rozpočtová politika</b>											
Bilancia verejných financií, 4 kvartály	% HDP	-1,7	-5,2	-5,1	-5,5	-	-	-	-	-5,7	-4,8
Dlh verejnej správy	% HDP	57,7	56,1	60,6	60,4	-	-	-	-	59,8	61,2

Zdroje: ŠÚ SR, Eurostat, ÚPSVaR, Bloomberg, Intesa Sanpaolo, VÚB

Tento materiál je pripravovaný Oddelením ekonomického prieskumu VÚB banky

**Hlavný ekonóm**

Zdenko Štefanides +421 904 755 017 zstefanides@vub.sk

**Makroekonóm**

Michal Lehuta +421 917 743 380 mlehuta1@vub.sk

**Predaj**

Lukáš Žitný +421 2 5055 9650

Martin Lenko +421 2 5055 9595

Andrej Orolín +421 2 5055 9610

Zuzana Holeščáková +421 2 5055 9630

Adriana Pristach Somorovská +421 904 756 676

Tento materiál bol pripravený VÚB bankou. Informácie a názory boli získané zo zdrojov, ktoré boli považované za spoľahlivé, avšak VUB banka neposkytuje záruku za ich úplnosť a správnosť. Táto správa bola pripravená len na informačné účely a nie je určená ako ponuka alebo solícitácia na predaj alebo kúpu ktoréhokoľvek finančného produktu. Tento dokument môže byť reprodukován alebo publikovaný len s menom VÚB banka. Nemal by byť pokladaný za náhradu za vlastný úsudok. VÚB banka alebo ktorákoľvek iná osoba spojená s ňou môže využiť akýkoľvek materiál a/alebo informácie, na ktorých je tento materiál založený bez predošlého zverejnenia rovnakých materiálov a informácií pre klientov. VÚB banka a/alebo osoby s ňou spojené môžu mať z času na čas dlhé alebo krátke pozície vo vyššie zmienených finančných produktoch.