



MESAČNÍK

FINANČNÉ SPRÁVY A ANALÝZY

MAREC 2022

Témy mesiaca v skratke

- V tomto vydaní mesačníka sumarizujeme poučenia z pandémie koronavírusu, ktorá aj s príchodom jari snáď už naozaj odchádza na vedľajšiu koľaj
- Ostatné dva roky sme sa naučili, že ekonomika sa dá v krátkom čase čiastočne „vypnúť“ a potom znovu „zapnúť“, že ju a najmä trh práce dokázali podržať veľké menové a rozpočtové stimuly
- Ukázalo sa tiež, že globalizované a prepletené dodávateľské reťazce sú veľmi zraniteľné voči lokálnym výpadkom produkcie a spolu s veľkými stimulmi priniesli vysokú infláciu
- Tiež už vieme, že úverové moratórium nemusí bankám nijako zásadne uškodiť, že práca z domu sa presadila nie len počas víť pandémie, ale aj po nich, a zamávala aj realitným trhom
- Hodnota za peniaze však nanešťastie išla počas boja s pandemiou častou stranou, vývoj výrazne zhoršovali dezinformácie a verejné financie na krízu neboli dobre pripravené
- Makroekonomické prognózy všetkých hlavných inštitúcií išli pre vojnu na Ukrajine výrazne nadol
- Dvíhanie úrokových sadzieb centrálnymi bankami to však zrejme nijako neodplyvní

Očakávané udalosti

- 14.4. zasadá výkonná rada ECB, no zmena menovej politiky sa na tomto zasadnutí ešte neočakáva. Americký Fed po marcovom prvom zvýšení sadzieb znovu zasadá až začiatkom mája.
- 22.4. Eurostat zverejní dlhy a deficity verejných financií za rok 2021. Slovensko sa tak po revízii roka 2020 nadol „znovu“ dostane s dlhom nad hranicu 60% HDP, keď sa jeho rozpočtový deficit vlani po prvom pandemickom roku roku 2020 ešte zväčšil.

Trendy trhu

	aktuálne 5.4.2022	pred mesiacom 4.3.2022	medzimesačná zmena		začiatok roka 30.12.2021	YTD zmena	
EUR/USD	1,097	1,093	0,38%	▲	1,133	-3,13%	▼
EUR/CZK	24,36	25,69	-5,19%	▼	24,86	-2,04%	▼
EURIBOR 3M	-0,447	-0,520	0,07 p.b.	▲	-0,573	0,13 p.b.	▲
EURIBOR 12M	-0,083	-0,359	0,28 p.b.	▲	-0,498	0,42 p.b.	▲
SK ŠD 10R VÝNOS	1,275	0,513	0,76 p.b.	▲	0,142	1,13 p.b.	▲
DE ŠD 10R VÝNOS	0,577	-0,069	0,65 p.b.	▲	-0,177	0,75 p.b.	▲

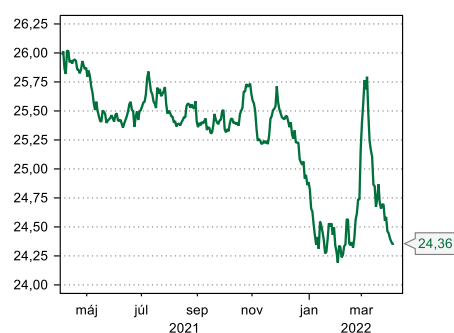
Zdroj: Bloomberg

Predikcie

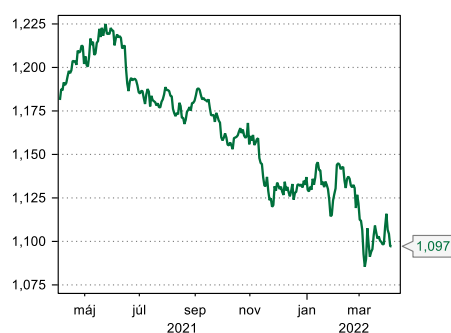
	aktuálne 5.4.2022	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
EUR/USD	1,10	1,09	1,12	1,14	1,15
EUR/CZK	24,36	24,65	24,80	24,90	24,80
EURIBOR 3M	-0,447	-0,52	-0,48	-0,26	0,01
EURIBOR 12M	-0,083	-0,42	-0,38	-0,13	0,16
SK ŠD 10R výnos	1,275	1,20	1,20	1,35	1,30
DE ŠD 10R výnos	0,576	0,60	0,60	0,80	0,80

Zdroj: Intesa Sanpaolo, VÚB Research

EUR/CZK



EUR/USD



3M EURIBOR



Zdroj: Macrobond, Bloomberg

Spätný pohľad na pandémie: 10 ekonomických poučení z rokov 2020-22

Uvoľnenie takmer všetkých protipandemických opatrení a prichádzajúca jar dávajú určitú nádej, že pandémia nového koronavírusu SARS-CoV-2 sa po viac ako dvoch rokoch „končí“. Teda, že vďaka premorení, očkovaní a miernejším mutáciám už nebude tak preťažovať miestny zdravotný systém, aby sa znovu opakované stávala hlavnou spoločenskou či dokonca ekonomickou témou.

Preto sme sa v tohtomesačnej hlavnej téme nášho mesačníka obzreli späť za ostatnými rokmi a identifikovali našich desať najzaujímavejších či najdôležitejších poučení pre možné zvládanie obdobnej pandémie niekedy v budúcnosti. Ostatné viac ako dva roky sme sa naučili, že ekonomika sa dá v krátkom čase čiastočne „vypnúť“ a potom znovu „zapnúť“, že ju a najmä trh práce dokážu podržať veľké menové a rozpočtové stimuly. Ukázalo sa tiež, že globalizované a prepletené dodávateľské reťazce sú veľmi zraniteľné voči lokálnym výpadkom produkcie a spolu s veľkými stimulmi priniesli vysokú infláciu. Takiež už vieme, že úverové moratórium nemusí bankám nijako zásadne uškodiť, že práca z domu sa presadila nie len počas vln pandémie, ale aj po nich, a dokonca zamávala aj realitným trhom. Hodnota za peniaze však nanešťastie išla počas boja s pandemiou častou stranou, vývoj situácie výrazne zhoršovali dezinformácie a slovenské verejné financie na krízu neboli dobre pripravené

1. Ekonomika sa dá v krátkom čase čiastočne vypnúť a potom znovu zapnúť

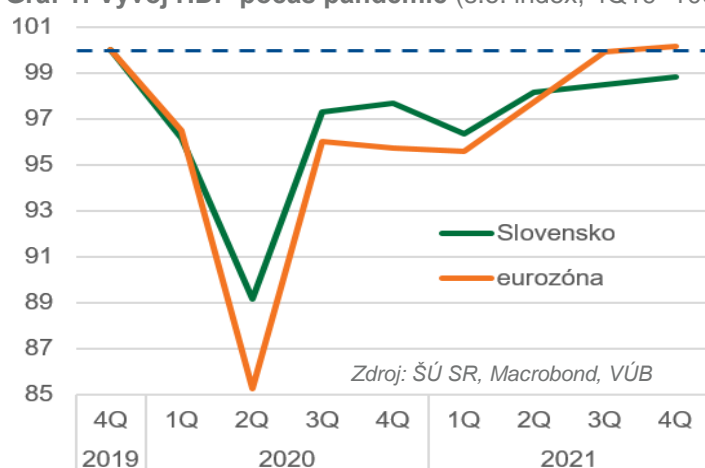
Počas pandémie sa v hospodárstve dialo čosi dovedy nepredstaviteľné – celé odvetvia ekonomiky sa zo dňa na deň „vypínali“ v záujme toho, aby v spoločnosti dochádzalo k menej kontaktom a vírus sa šíril pomalšie, aby sa potom po zlepšení epidemickej situácie zasa neskôr „zapli“. Mnoho ľudí a ani ekonómov neverilo, že dostať hospodárstvo po prvotnom vypnutí naspäť na predošlý výkon pôjde hladko, no následné oživenia hospodárstva po jednotlivých vlnách ukázali, že sa to naozaj dá.

Najviac to bolo vidno v prvej vlne pandémie na jar 2020, keď slovenská ekonomika v 1. a 2. štvrťroku po sezónnom očistení najprv znížila svoj výkon spolu až o takmer 11%. Teda dokonca viac ako v kríze v roku 2009. Následné oživenie hospodárstva po jeho otvorení však bolo rýchlejšie, než sa čakalo, keď HDP v 3. letnom kvartáli narástol späť o viac ako 9%. Podobne, aj keď už menších číslach, sa tento „tanec“ zatvárania a otvárania rôznych odvetví opakoval aj pri ďalších vlnách pandémie – v zime 2020/21 a na jeseň 2021. Najväčší dopad malo „vypínanie“ odvetví na kontaktné služby, kde bol predpoklad, že sa covid môže šíriť najľahšie. Kultúra, zábava, vzdelávanie, šport, turizmus, ubytovanie, rôzne osobné služby, ale aj gastrosektor, doprava či takzvaný neesenciálny obchod tak v pandémii trpeli najviac a často celé dlhé obdobia.

Aj kvôli tomu sa mnoho aktivít presunulo do bezkontaktného online sveta: narástol podiel práce z domu, vybavovanie rôznych povinností či nákupov online a doručovanie tovarov kuriérmi.

Celkovo slovenská ekonomika k záveru roka 2021 patrila v zotavovaní sa z pandémie k tým slabším. Kým viaceré krajiny už dovedy prekročili svoje prekrížové maximá hospodárskeho výkonu, vrátane eurozóny ako celku (pozri graf nižšie), slovenskému HDP do maxima zo 4. štvrťroka 2019 v závere vlaňajška chýbalo ešte 1,2% (českému až 1,9%) a ruská vojna na Ukrajine jeho úplné zotavenie zrejme ešte stále na nejaký čas odloží.

Graf 1: Vývoj HDP počas pandémie (s.o. index, 4Q19=100)



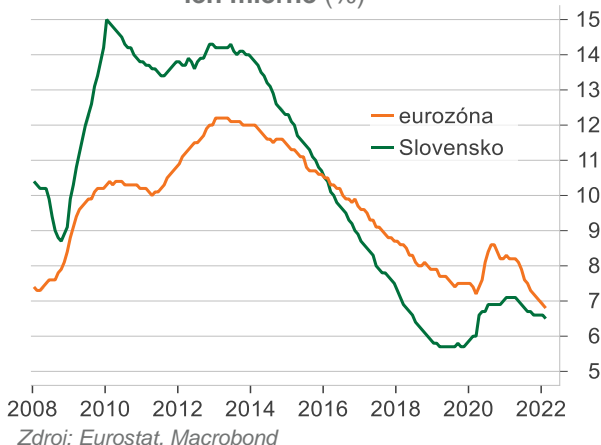
2. Veľké stimuly ekonomiku a najmä trh práce dokázali podržať

Na rozdiel od obdobia Finančnej krízy a Veľkej recesie od roku 2009, kedy vlády a centrálné banky súdiac podľa následne veľmi nízkej inflácie (až deflácie) a vysokej miery nezamestnanosti robili zrejme príliš málo na to, aby ekonomiku stabilizovali či vrátili do normálu, v pandémii takáto doktrína opatrnosti už nepanovala.

Ak sa im pred pandémiou podarilo základné krátkodobé úrokové sadzby už niekoľkokrát zvyšovať, centrálné banky sa veľmi rýchlo vrátili k rekordne nízkym nulovým či až záporným úrokom a zároveň k takzvanému kvantitatívnemu uvoľňovaniu, teda objemnému nakupovaniu aktív s cieľom znížiť aj dlhodobé úrokové miery. Tým výrazne pomohli stabilizovať finančný i úverový trh, na ktorom aj vďaka tomu nedošlo k žiadnym významnejším problémom či zlyhaniam.

Podobne vlády tiež veľmi nešetrili rozpočtovou pomocou pre príkazom zatvorené podniky a ich zamestnancov a deficitu a dlhy verejných financií to aj primerane pocítili. Slovenská rozpočtová pomoc patrila v medzinárodnom porovnaní k tým menším. V mnohých ohľadoch prichádzala buď neskoro či zasa dostatočne nemyslela na všetkých dotknutých (nárok na finančnú pomoc často nemali nové firmy či samostatne zárobkovo činné osoby).

Graf 2: Miera nezamestnanosti narástla len mierne (%)



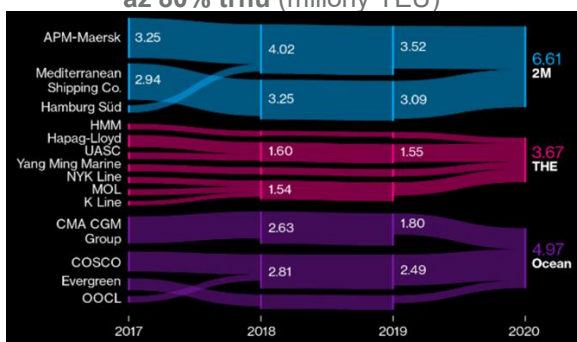
Systémovou novinkou na udržanie zamestnanosti bolo zavedenie takzvaného Kurzarbeitu, teda systému dotácií firmám na udržanie pracovných miest v prechodne výnimočne zlej situácii. Ten v slovenskej legislatíve zostáva ako stabilizačný prvok po vzore Nemecka a iných krajín aj po pandémii. To všetko spolu s dočasnou podstatou krízy pomohlo udržať nárast miery nezamestnanosti ďaleko pod úroveň Veľkej recesie od roku 2009. Na Slovensku v závislosti od metodiky podiel ľudí bez práce narástol z 5,1 na 8% (2,9 percentuálneho bodu podľa úradov práce) či z 5,6 na 7,2% (1,6 percentuálneho bodu podľa prieskumu štatistikov). Následné oživenie ekonomík mieru nezamestnanosti pomáhalo znova rýchlo znižovať, aj keď na Slovensku to aj kvôli štrukturálnym problémom bolo znova pomalšie ako v iných krajinách.

3. Globalizované a prepletené dodávateľské reťazce sú veľmi zraniteľné

Pandémia nám tiež ukázala krehkosť dodávateľských reťazcov prepletených prostredníctvom odberateľských vzťahov po celom svete. Keďže v rôznych vlnách šírenie vírusu negatívne vplývalo na rôzne regióny v rôznom čase, zatváranie a otváranie tamojších produkčných kapacít, teda fabrík či dopravných uzlov, spôsobovalo výpadky dodávok vstupov do ďalšej fázy výroby produktov inde na planéte.

Najvypuklejší problém vznikol s dodávkami polovodičov, teda čipov, ktoré využíva takmer všetka spotrebná elektronika, ale napríklad aj autá. Aj preto viaceré slovenské automobilky museli na určité obdobia prerušiť výrobu. Miniaturna a technicky náročná produkcia čipov viedla k vzniku dvoch dominantných svetových producentov – taiwanskej spoločnosti TSMC a kórejskej Samsung Electronics, ktoré mali významné problémy dodávať trhu toľko, čo výrobcovia požadovali. A to nie len pre pandémiu, ktorá najprv produkciu úplne zastavila, ale zároveň zvýšila dopyt po spotrebnej elektronike, napríklad laptopoch a iných zariadení pre prácu z domu, ale aj pre rýchle zotavenie predaja áut či obchodné spory USA a Číny. Ponuku čipov dočasne obmedzilo aj sucho na Taiwane či mimoriadne chladné počasie v americkom Texase.

Graf 3: Trio námorných prepravcov kontroluje až 80% trhu (milióny TEU)



Zdroj: Bloomberg

Špecifický problém pre dodávky zapríčinilo zasa zablokovanie dôležitého Suezského prieplyvu loďou Ever Given v marci 2021. Viaceré prístavy zasa nezvládali vybavovať nápor lodných kontajnerov po ich uvoľnení. Do nových výrobných kapacít pre polovodiče po celom svete rýchlo smerovali stovky miliárd dolárov, no efekt takýchto veľkých a zložitých investícií na globálnu ponuku sa môže prejaviť až v horizonte rokov. Navyše, je tiež otáznave, ako noví či menší výrobcovia dokážu s tak technologicky náročnou výrobou lídrov v odvetví držať krok. Rast cien či predlžovanie dodávok a snaha o tvorbu väčších zásob tak v priemysle pretrvávali pomerne dlho.

4. Veľké stimuly spolu s problémami dodávateľov priniesli vysokú infláciu

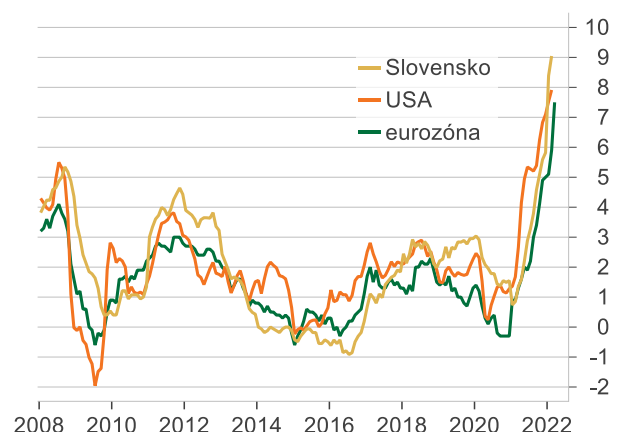
Na začiatku pandémie pokles ekonomickej aktivity vyvolal aj pokles inflácie, teda rastu spotrebiteľských cien. Americká ropa WTI sa v prvej vlne na jar 2020 dokonca krátko predávala za záporné ceny, keďže ju nemal kto nakupovať. Nepotvrdili sa tak prvotné obavy z nedostatku potravín či iných dôležitých tovarov – kľúčové odvetvia ekonomiky sa nezatvárali. Ich krátkodobé výpadky v niektorých obchodoch boli spôsobené skôr panickým nakupovaním či zmenou spotrebiteľského správania (viac toaletného papiera nadoma, menej iného typu do firiem).

No neskôr spolu s oživovaním hospodárstiev a objemnou finančnou podporou ľudí a firiem zo strany centrálnych bánk i vládnych rozpočtov, a zároveň pretrvávajúcimi obmedzeniami na výrobné strane, došlo v druhej polovici pandémie k výraznému rastu cien. Najprv u výrobcov, ktorí čelili nedostatku komponentov, oneskoreným dodávkam a drahým komoditám. Tí tieto svoje vyššie náklady logicky preniesli aj na svojich zákazníkov. K rastu cien tovarov prispela aj zmena spotrebiteľského správania, keď domácnosti i firmy venovali väčší podiel výdavkov na tovary ako služby – napríklad na vybavenie domácnosti pre prácu z domu. A výrobcovia tento dopyt „navyš“ nevedeli v krátkom čase uspokojovať.

Rast spotrebiteľských cien sa rozbehol už počas roka 2021 a do ruskej invázie na Ukrajinu vo februári 2022 vystúpil na 7,9% v USA, 5,0% v eurozóne a až 9% na Slovensku. To boli dlhoročné maximá, ktoré si Slovensko nepamätalo od prelomu milénia. Vysoká inflácia tak koncom pandémie vyvolala potrebu zvyšovať úrokové sadzby a ťahať menovú politiku, aby sa z prechodného javu rýchleho rastu cien nestal jav trvalý.

Najväčší ročný nárast u nás zaznamenali ceny bývania, ktoré zahŕňajú aj regulované ceny energií, ceny v doprave, ktoré nahor potlačili drahé pohonné hmoty, ako aj cenovky potravín, ktoré nahor ťahali vysoké ceny poľnohospodárskych komodít. Cenovky sa výrazne menili aj v kategórii reštaurácií a hotelov, avšak v tejto kategórii najmä pre administratívne zrušenie obedov zadarmo pre školákov od septembra 2021.

Graf 4: Spotrebiteľská inflácia v USA, eurozóne a na Slovensku (medziročne v %)



Zdroj: Bloomberg

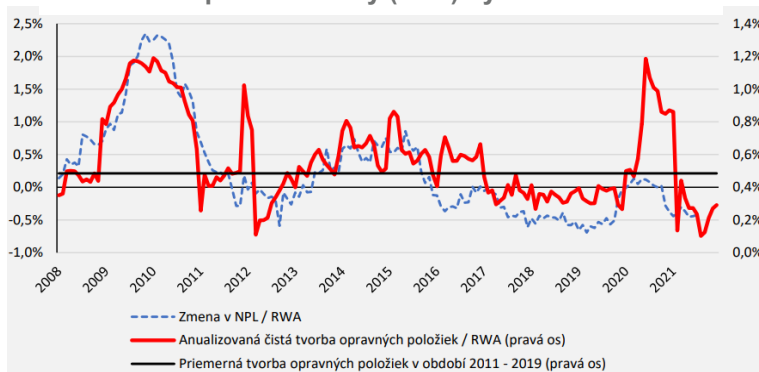
5. Úverové moratórium bankám nijako zásadne neuškodilo

Ďalším bezprecedentným ekonomickým opatrením v pandémie bolo moratórium na splácanie dlhov, ktoré umožnila nová legislatíva. Po jednoduchej žiadosti domácnosti i firmy na maximálne obdobie 6-9 mesiacov nemuseli splácať svoje podlžnosti voči bankám či iným úverovým inštitúciám a podporila sa tak ich finančná odolnosť. Banky si zasa museli tomuto dočasnému výpadku príjmov prispôbiť svoju likviditu.

Ekonomovia spočiatku predpokladali, že toto opatrenie na istý čas len „zahmlí“ skutočnú situáciu s nesplácaním pôžičiek a po jeho ukončení môže podiel nesplácania výraznejšie narásť. Žiadna katastrofa sa však našťastie nekonala, keď celkový podiel nesplácaných pôžičiek narástol len o málo a neskôr dokonca pokračoval v ďalšom poklese. K decembru 2021 dosiahol historicky najnižšiu hodnotu 2,3% z celkového objemu úverov. Ešte pred dostupnosťou tvrdých údajov to predpovedali aj nápomocné prieskumy NBS medzi domácnosťami a podnikateľmi. Podiel zlyhaných úverov bol podľa novembrovej správy Národnej banky nízky (0,6 %) aj v portfóliu štátom garantovaných úverov podnikom, keďže štát firmy podporoval aj garanciami za nové úvery. Celkovo tomu dopomohla dočasnosť hospodárskeho prepady pre väčšinu segmentov ekonomiky, ako aj štedrá finančná pomoc centrálnej banky a vlády.

Lepší ako očakávaný vývoj na úverovom trhu bolo v neskoršej fáze pandémie vidno aj na výraznom poklese tvorby opravných položiek bankami od druhej vlny pandémie (na historické minimá). Keďže v prvom v prvom roku pandémie (2020) takto zaúčtovali až 350 miliónov eur, no objem nesplácaných úverov rástol pomalšie, v druhom roku pandémie sa už s oprávkami finančné inštitúcie mohli vrátiť na predkrízové úrovne. To spolu so zrušením špeciálneho bankového odvodu tiež napomohlo výrazne zvýšiť ziskovosť miestneho bankového sektora v roku 2021 po jeho prepade v roku 2020.

Graf 5: Nesplácané úvery (NPL) výrazne nenarástli



Zdroj: NBS

6. Práca z domu sa presadila nie len počas vln pandémie, ale aj po nich

Pred pandemiou panovala voči práci z domu zo strany zamestnávateľov a manažérov pomerne veľká nedôvera. Šéfovia si často nevedeli predstaviť, že nebudú mať svojich zamestnancov fyzicky pod dohľadom po celý pracovný týždeň. Od pandémie sa však „home office“ stal plnohodnotným novým normálom pracovného fungovania veľkej časti strednej triedy, keďže sa ukázalo, že nevedie k merateľnému poklesu produktivity práce a mnohým pracovníkom vyhovuje oveľa viac ako každodenné dochádzanie do „office-u“.

Z toho, čo sa začalo ako protiepidemické opatrenie v priebehu zákazov vychádzania, sa prakticky stal nový normál pre veľkú časť pracujúcej populácie. Analýza NBS ukázala, že viac ako tretina práce vykonávanej na Slovensku sa dá robiť z domu, v Bratislavskom kraji dokonca viac ako polovica. Vyšší podiel zamestnaní, ktoré sa dajú vykonávať z domu, zastávajú ženy a pracovníci s vyšším vzdelaním. Často ide svojou povahou v princípe o „úradnícke“ povolania vykonávané sediac za počítačom pripojeným na internet.

Tabuľka 1: Podiel pracovných ponúk, ktoré nevyžadujú pobyt na pracovisku

	% podiel z ponúk v danom sektore
Informačné technológie	13,30%
Prekladateľstvo	12,30%
Žurnalistika, polygrafia, médiá	7,30%
Marketing, reklama, PR	6,40%
Zákaznícka podpora	5,60%
Telekomunikácie	4,50%
Ludské zdroje a personalistika	3,90%
Administratíva	2,40%

Zdroj: Profesia.sk k 3. štvrtroku 2021

Preto mnohé firmy svojim zamestnancom, ktorí ešte možnosť práce z domu nemali, rýchlo takéto vybavenie nakupovali. Spolu s tým narástol aj počet pracovných ponúk, ktoré čiastočnú prácu z domu ponúkajú, či dokonca vôbec nevyžadujú pobyt na pracovisku. Podľa analýzy portálu Profesia.sk najviac v odvetviach IT, prekladateľstva, v médiách či zákazníckej podpore.

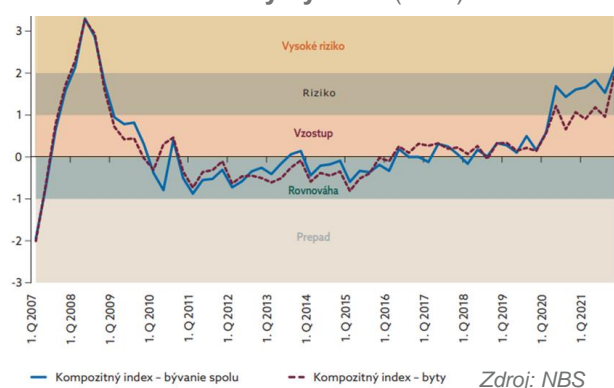
S prácou z domu sa zmenila aj organizácia práce, keď sa mnoho rokovaní, porád či stretnutí presunulo do online priestoru prostredníctvom programov ako MS Teams, Zoom, Skype a podobne. Výrazne sa tiež znížil počet pracovných ciest, čo bolo vidno najmä na prepade tržieb business leteniek. Keďže zamestnanci pracujúci z domu boli fyzicky „v práci“ takpovediac 24 hodín denne, vytvorilo to tiež požiadavku mať na „home office“ aj čas pre seba, teda striktnjšie oddeliť pracovný a súkromný čas.

7. Lockdowny a práca z domu zamávali aj realitným trhom

Oveľa rozšírenejšia práca z domu, ale aj zakazy vychádzania a pretrvávajúce nízke úrokové sadzby počas pandémie ešte zvýšili dopyt po rezidenčných nehnuteľnostiach. Pokles turizmu síce do ponuky bytov na prenájom pridala vyprázdnené priestory využívané na krátkodobé prenájmy, no ani táto ponuka navyše nebola schopná pokryť zvýšený dopyt po priestrannejšom, pohodlnejšom bývaní vo vlastnom, ktoré Slováci a Slovenky obľubujú takmer najviac v celej Európskej únii.

Nastal tak opak toho, čo predpokladali analytici. Teda, že hospodársky prepád a pokles príjmov spôsobí aj ochladenie na trhu realít. Trend bol celkom opačný: ceny domov a bytov začali rásť ešte rýchlejšie ako pred pandemiou už od 1. štvrtroka 2020 a tento rast pokračoval až do konca pandémie, kedy priemerný medziročný prírastok metra štvorcového presiahol 22%. Rástli najmä ceny domov, často na perifériách väčších miest, odkiaľ sa dá pohodlne pracovať a stačí len pár dní do týždňa dochádzať. Vo 4. štvrtroku 2021 sa ceny realít podľa indikátora Národnej banky dostali dokonca po prvýkrát od roku 2008 do pásma z vysokým rizikom „bubliny“, teda korekcie smerom nadol.

Graf 6: Kompozitný index na hodnotenie vývoja ceny bývania (NBS)



To nevyhnutne neznamená, že prichádza cenový prepád ako po Veľkej recesii v roku 2009, no nadhodnotenie cien voči ekonomickým fundamentom ako sú príjmy, spotrebiteľská inflácia, nájmy, výstavba bytov či objemy úverov naznačuje, že rast cien by sa mal na nejaké obdobie minimálne citelne spomaliť.

Ceny komerčných nehnuteľností naopak zaznamenali pokles, aj keď verejný index ich cien dostupný nie je. Snahy o zoštíhľovanie firemných sídiel a pobočiek okrem väčšieho podielu práce z domu či vytvárania väčšieho počtu zdieľaných pracovných miest podporila aj samotná hospodárska kríza, ktorá nútila súkromný sektor skresávať náklady. Naopak vysoký dopyt po rezidenčných nehnuteľnostiach niektorých developerov primäl k prerábaniu pôvodne kancelárskych priestorov na apartmány.

8. Hodnota za peniaze išla počas boja s pandemiou častou stranou

Jednou z mála reforiem tretej vlády Roberta Fica po roku 2016 bolo vytvorenie Útvoru hodnoty za peniaze na ministerstve financií. Jeho cieľom bolo posudzovať a prioritizovať verejné výdavky z hľadiska ich efektivity, teda účelnosti vynaloženého jedného eura. V pandemických témach však nanešťastie tento úrad nebol veľmi aktívny a mnohé opatrenia sa rodili zo dňa na deň podľa aktuálnej nálady vedúcich politikov.

Prvým veľkým vypuklým problémom sa stalo plošné testovanie obyvateľstva na nový koronavírus menej presnými antigénovými testami na jeseň 2020 (stálo minimálne 68 mil. eur). Následné štúdie síce našli pozitívny vplyv na menšie šírenie vírusu, no nákladovú efektívnosť neštudoval napríklad v porovnaní s drahším ale cieleným a presnejším PCR testovaním nikto. Iste, údajov a času na analyzovanie najlepších alternatív opatrení z hľadiska hodnoty za peniaze nebolo nazvyš. No to, čo mali prirodzene robiť vládni analytici, museli vo verejnej diskusii často suplovať odborníci z iných inštitúcií a sektorov.

Jedným z príkladov bol šéf výskumu Národnej banky Martin Šuster, ktorý spolu s lekárom Vladimírom Nosálom a analytikom Martinom Smatanom v januári 2021 pri dostupnosti prvých objemnejších dodávok vakcín vypracoval index toho, kde by tieto vakcíny mohli priniesť najväčší úžitok. Pretože množstvá očkovačích látok boli v prvých mesiacoch obmedzené a vakcináciu rôznych skupín obyvateľstva bolo treba prioritizovať. Debata o nedostatočne testovanej ruskej vakcíne Sputnik zasa prišla až po jeho utajovanom dovoze na Slovensko.

Podobne neistú hodnotu za peniaze priniesla očkovačie lotéria v lete 2021 (21 mil. eur), ktorá presvedčila len malý podiel váhajúch Slovákov a Sloveniek či finančné bonusy za očkovanie pre starších ľudí v zime 2021/22 (minimálne 220 mil. eur). Pritom práve očkovanie vie byť veľmi efektívnou verejnou investíciou, ukázali to mnohé analýzy, napokon aj zo spomínaného Útvoru hodnoty za peniaze.

Tabuľka 2: Koho očkovať, keď je vakcín len obmedzené množstvo?

Kategória	RIZIKO	POCET
zdravotníci; 65-69	11,08	3 000
zdravotníci; 60-64	10,75	9 000
zdravotníci; 45-59	5,52	35 000
zdravotníci; 16-44	0,92	32 000
Ostatné chronické choroby - tri a viac diagnóz; 80-84	13,07	9 292
Ostatné chronické choroby - tri a viac diagnóz; 85+	12,94	5 478
Ostatné chronické choroby - tri a viac diagnóz; 75-79	10,98	14 612
Ostatné chronické choroby - tri a viac diagnóz; 70-74	10,97	17 014
Ostatné chronické choroby - dve diagnózy; 80-84	8,67	34 337
Ostatné chronické choroby - dve diagnózy; 85+	8,09	23 571
Ostatné chronické choroby - tri a viac diagnóz; 65-69	7,84	15 931
Dialyz. + Transp. + Down S + Onko+	6,89	40 142
Ostatné chronické choroby - dve diagnózy; 75-79	6,86	53 628
Ostatné chronické choroby - dve diagnózy; 70-74	6,86	70 342
Ostatné chronické choroby - iba jedna diagnóza; 80-84	5,55	3 824
Ostatné chronické choroby - tri a viac diagnóz; 60-64	5,37	10 865
Ostatné chronické choroby - iba jedna diagnóza; 85+	5,18	3 354
Ostatné chronické choroby - dve diagnózy; 65-69	4,90	78 670
Ostatné chronické choroby - iba jedna diagnóza; 75-79	4,39	6 472
Ostatné chronické choroby - iba jedna diagnóza; 70-74	4,39	10 577
ostatní; 80-84	3,47	50 530
Ostatné chronické choroby - dve diagnózy; 60-64	3,36	60 388
ostatní; 85+	3,24	49 232
personál DSS/DDS; 60-64	3,22	1 200

Zdroj: Šuster, Nosál a Smatana (2021)

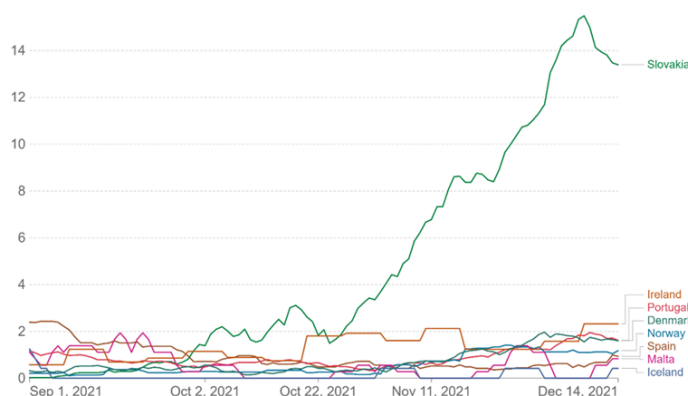
9. Dezinformácie sú okrem zdravotného aj ekonomický problém

Pandémia Slovensku naplno ukázala, že dezinformácie šíriace sa internetom spolu s vysokou náchylnosťou miestnej populácie im veriť majú silu zabíjať. A to pri infekčnom smrteľnom víruse hneď v stovkách ak nie tisícoch. Navyše, takouto iracionalitou zhoršená zdravotná situácia v populácii prirodzene škodí aj ekonomike. Na začiatku pandémie boli najpopulárnejšie dezinformácie o samotnej chorobe, neskôr o testovaní na ňu a napokon o očkovaní. Práve očkovanie ponúka azda najlepší príklad možnosti kvantifikácie úmrtí spôsobenými prehnanou obavou o jeho nežiaduce účinky. Keďže Slovensko do leta 2021 zaočkovalo jeden z najnižších podielov populácie v Európskej únii (len zhruba 45%), jesenná delta vlna koronavírusu mala u nás oveľa horší priebeh ako v iných krajinách. Kým v európskych krajinách s najlepšie zaočkovanými seniormi registrovaná úmrtnosť na covid do decembra nijako viditeľne nenarástla, a tak tieto štáty nemuseli ani veľmi sprísňovať protiepidemické opatrenia, u nás sa úmrtnosť i opatrenia vyšplhali blízko k rekordom zo zimy 2020/21. To kvôli útlmu v sektore služieb a zníženej mobilite obyvateľstva znamenalo aj horší ekonomický vývoj v závere roka 2021, keď Slovensko spolu s problémami dodávateľských reťazcov zaznamenalo najmenší medziročný rast ekonomiky v celej Európskej únii.

Ak sa pozrieme na celkové nadmerné úmrtia, tak krajinami s najhoršími výsledkami na svete podľa portálu Our World In Data sú štáty v strednej a východnej Európe, často s vysokou dôverou v ruské dezinformácie: Bulharsko, Srbsko, Rusko, Litva, Bosna a Bielorusko.

Počas pandémie vo verejnej diskusii do seba tiež často narážali snahy o minimalizáciu šírenia vírusu na jednej strane a udržiavanie jednotlivých ekonomických odvetví (a slobody celkovo) v aspoň akom-takom normálnom chode. Vyspelé európske krajiny ale často ukázali, že zdravie a ekonomika v pandémii nemusia ísť nevyhnutne proti sebe. Práve tie krajiny, ktoré pandémiu lepšie znášali zdravotne, napríklad testovaním či karanténami a neskôr očkovaním, vykazovali tiež lepšie čísla v ekonomickej oblasti.

Graf 7: Najlepšie zaočkované krajiny mali na jeseň 2021 malý počet úmrtí (7-dňový priemer na milión ľudí)

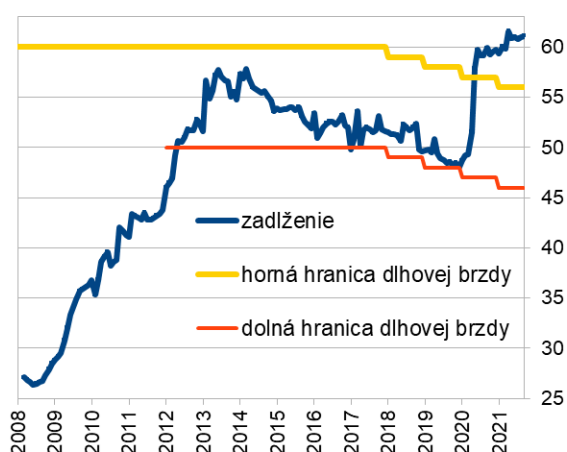


Zdroj: Our World in Data

10. Vždy je lepšie vojsť do krízy rozpočtovo pripravený, napríklad s prebytkom

Pandémia si vo verejných financiách celkom logicky vyžiadala veľké množstvo pôvodne nerozpočtovaných zdrojov: na nákup prvotného nedostatku ochranných pomôcok, podporu a príplatky v zdravotníctve, spomínaný Kurzarbeit, vakcíny a mnohé iné tovary, služby či garancie. Deficit slovenských verejných financií tak výrazne narástol z 1,3% HDP v roku 2019 na 5,5% o rok neskôr, až na Radou pre rozpočtovú zodpovednosť odhadovaných 6,0% v roku 2021. To spolu s relatívne vysokým zadlžením pred pandémiou (48,1% HDP v roku 2019) po prvýkrát v histórii SR dlh vyhnalo nie len nad všetky pásma ústavnej dlhovej brzdy, ale až nad maastichstktú hranicu 60% HDP. Koncom roka 2021 to bolo ešte „len“ 59,7%, no odhad na koniec roka 2021 je už takmer 62% HDP. Z týchto čísel vidno, že Slovenské verejné financie na pandémiu neboli dobre pripravené. A možno aj z toho vyplývala relatívne málo štedrá rozpočtová pomoc postihnutým odvetviam a osobám.

Graf 8: Vývoj verejného dlhu SR (% HDP)



Zdroj: Eurostat, Ardal, interpolácie VÚB

Slovenský predpandemický ročný deficit bol už na historické pomery síce nízky, no od roku 2017 pomaly rástol spolu s tým, ako vláda nevyužila dodatočné príjmy do štátneho rozpočtu na deklarované vyrovnané či potrebné prebytkové hospodárenie v „dobrých časoch“. Takzvaný štrukturálny deficit (očistený o cyklické a jednorazové vplyvy) už v roku 2019 dosahoval podľa Európskej komisie negatívnych 2,2% HDP. Navyše, kabinet s parlamentom pred voľbami v roku 2020 prijímal ďalšie populistické opatrenia nabúrjavúce dlhodobú udržateľnosť, napríklad 13. dôchodky či zavedenie stropu na penzijný vek vo výške 64 rokov. To prispelo k tomu, že Slovensko malo ku koncu pandémie jedny z najmenej udržateľných verejných financií v Európskej únii. Až nová vláda v spolupráci s finančnými motiváciami európskeho Plánu obnovy začala pracovať na reformách, ktoré by mohli v slovenských verejných rozpočtoch upratať. Okrem dôchodkovej reformy, ktorá v čase písania tohto textu stále nebola schválená, napríklad na takzvaných výdavkových stropoch, ktoré zvyšujú záväznosť znižovania schodku verejných financií na horizonte volebného obdobia.

Ďalšie správy ostatného mesiaca

Dopady vojny slovenskú ekonomiku môžu byť veľké

Slovenská ekonomika v tomto roku pre vojnu na Ukrajine porastie pomalšie a inflácia v nej rýchlejšie, ako sa predpokladalo pred niekoľkými týždňami či mesiacmi. Ale o koľko? To síce nikto s určitosťou nevie, avšak prvé prognózy od začiatku vojny zverejnilo tak Ministerstvo financií, Národná banka, ako aj komerčné banky. Zo zmien ich prognóz voči decembru minulého roka, ktorých väčšina ide na vrub práve vojny, vyplýva, že rast HDP by sa mal spomaliť o 1,4-3,5% a inflácia naopak zrýchliť o 1,5 až 3,8% (Tabuľka 1 dole). Hospodársky rast by sa tak mal tento rok spomaliť niekde k dvom percentám. Okrem kanála priamej obchodnej výmeny z Ruskom, Ukrajinou a Bieloruskom, ktorý bude výrazne poškodený, ako aj nepriameho prostredníctvom vplyvu drahších komodít, treba podľa nás počítať aj s ďalším vyostrením problémov dodávateľských reťazcov či nákladmi na pomoc utečencom. Rezort financií je vo svojich prognózach relatívne optimistický, najmä čo sa týka budúceho roka, čo zhodnotilo aj niekoľko členov Výboru pre makroekonomické prognózy.

NBS vidí zaujímavo väčšie dopady vojny skôr v roku 2023, aj keď v prípade inflácie je to vysvetliteľné. Regulované ceny energií pre domácnosti sa totiž zvyšujú vždy k januáru podľa vývoja trhových cien komodít zhruba rok a pol pred týmto dátumom. Preto ak vláda na regulačnom vzorci nič nezmení, môže rast cien v budúcom roku dokonca presiahnuť ten v tomto roku (8-9%).

Tabuľka 3: Zmeny predikcií HDP a inflácie na rok 2022

	MinFin	NBS*	priemer bánk	VÚB
HDP (december)	3,5	5,8	4,4	4,8
inflácia (december)	7,0	5,5	4,7	5,4
HDP (marec)	2,1	2,2	2,2	1,8
inflácia (marec)	8,5	7,7	8,5	8,9
HDP - rozdiel	-1,4	-3,5	-2,2	-3,0
inflácia - rozdiel	1,5	2,1	3,8	3,5

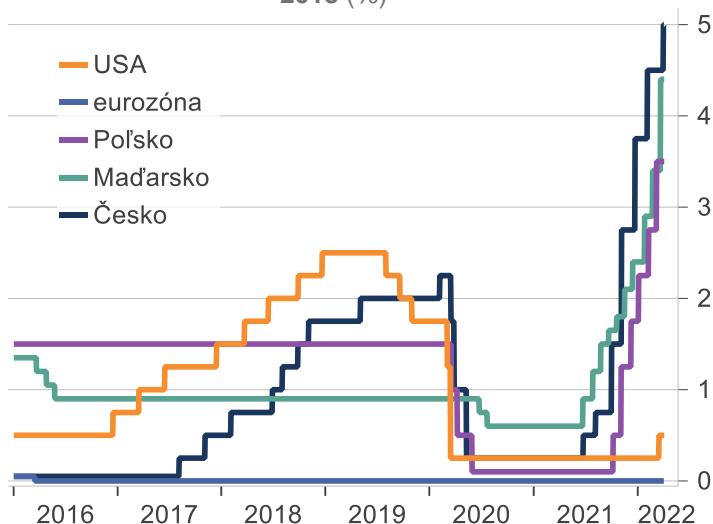
Zdroj: MinFin, NBS, VÚB

* Priemer miernejšieho a dramatickejšieho vojnového scenára.

Dvíhanie úrokových sadzieb pôjde zrejme podľa predvojnového plánu

Americká centrálna banka Fed na svojom marcovom zasadnutí zvýšila svoju základnú úrokovú sadzbu po prvýkrát od roku 2018, z pásma 0-0,25% do pásma 0,25-0,5%. Potvrdila tak bezprostredné očakávania trhu, aj keď pred začiatkom ruskej vojny sa špekulovalo aj o 50 bodovom zvýšení sadzieb. Podobne „jastrabo“ vyznelo aj marcové rokovanie ECB, ktorá pokračuje v znižovaní kvantitatívneho uvoľňovania do júna na 10 miliárd eur mesačne. S tým, že v 3. štvrtroku by čisté nákupy aktív centrálne banky mohli skončiť úplne, čo by Frankfurtu vytvorilo priestor na zvýšenie krátkodobých úrokových sadzieb koncom tohto roka aj v eurozóne.

Graf 9: Fed dvíhol sadzby po prvýkrát od roku 2018 (%)



Zdroj: NBS, ŠÚ SR

Česká národná banka svoje úroky dvíhla už na 5%-nú úroveň a pre tamojšiu dvojcifernú infláciu bude musieť ísť zrejme aj vyššie. Podobný vývoj sleduje aj politika maďarskej Nemzeti bank. Uťahovaná menová politika mnohých centrálnych bánk spolu s vysokou infláciou vyháňajú nahor aj požadované výnosy štátnych dlhopisov, čo potom tlačí aj na komerčné úverové úrokové sadzby. Výnosy nemeckých a slovenských 10-ročných dlhopisov napríklad od začiatku roka narástli už o 61, respektíve 108 bázických bodov. Aj preto, že takto sa bankám zdražujú zdroje, ktoré posúvajú ďalej do ekonomiky, mnohé finančné ústavy začali dvíhať úroky, napríklad na obľúbených hypotékach.

Kde sa základné úroky v USA a eurozóne môžu zastaviť? Náš aktuálny predpoklad je, že ECB základné sadzby dvíhne „len“ na 1,5% do roku 2024 a americký Fed na 2,75% už koncom budúceho roka.

Makroekonomické indikátory a prognózy

		2020	2021	2Q21	3Q21	4Q21	XII.21	I.22	II.22	2022F	2023F
HDP											
Reálny HDP	r/r % rast	-4,4	3,0	9,6	1,3	1,4	-	-	-	1,8	4,0
Nominálny HDP	r/r % rast	-2,1	5,5	11,8	4,3	5,2	-	-	-	7,5	7,8
Spotreba domácností	r/r % rast	-1,3	1,1	5,0	2,5	2,8	-	-	-	0,5	1,4
Spotreba verejnej správy	r/r % rast	0,9	1,9	8,1	-1,0	2,1	-	-	-	-2,5	0,7
Tvorba hrubého fixného kapitálu	r/r % rast	-11,6	0,6	5,6	-1,9	6,0	-	-	-	8,9	14,1
Vývoz	r/r % rast	-7,3	10,2	39,3	-3,0	1,6	-	-	-	3,1	4,4
Dovoz	r/r % rast	-8,2	11,2	39,2	3,5	3,5	-	-	-	2,8	5,2
Inflácia											
CPI	r/r % rast, priemer	2,0	3,2	2,2	3,9	5,5	5,8	8,4	9,0	9,3	5,5
CPI	r/r % rast, decem.	1,6	5,8	-	-	-	-	-	-	7,6	5,2
HICP	r/r % rast, priemer	2,0	2,8	2,1	3,4	4,8	5,1	7,7	8,3	9,1	5,7
Jadrová inflácia	r/r % rast, priemer	2,0	3,6	2,7	4,4	6,0	6,4	7,1	7,9	8,3	4,7
Ceny priemyselných výrobcov	r/r % rast, priemer	0,9	5,5	2,7	7,0	13,2	14,5	23,8	39,0	28,5	-8,8
Vonkajšia bilancia											
Bilancia zahr. obchodu - kumulatívna	mln. EUR	3317	1692	1905	1668	1805	1805	-401	-	-5 182	1 990
12M obchodná bilancia / HDP	%	3,0	1,7	5,0	3,0	1,9	1,9	1,1	-	-5,0	1,8
Vývoz	r/r % rast	-5,5	16,3	57,4	2,1	9,4	17,3	17,0	-	8,9	6,4
Dovoz	r/r % rast	-8,4	19,3	54,8	12,4	14,5	22,6	29,4	-	17,3	-1,0
Trh práce											
Miera nezamestnanosti (ÚPSVaR)	priemer	6,8	7,5	7,9	7,4	6,7	6,8	7,0	6,9	6,5	5,7
Miera nezamestnanosti (VZPS)	priemer	6,7	6,8	6,9	6,8	6,6	-	-	-	6,6	5,9
Hrubá mesačná mzda	priemer v EUR	1133	1211	1202	1185	1331	-	-	-	1 287	1 365
Nominálna mesačná mzda	r/r % rast	3,8	6,9	10,5	6,5	6,9	-	-	-	6,3	6,0
Reálna mesačná mzda	r/r % rast	1,9	3,6	8,1	2,5	1,3	-	-	-	-2,7	0,5
Produkcia, tržby a sentiment											
Priemyselná produkcia	r/r % rast	-8,6	10,4	39,8	1,2	4,2	8,9	3,1	-	3,7	5,2
Stavebná produkcia	r/r % rast	-9,6	-2,8	2,3	-1,9	1,0	-0,9	0,3	-	7,4	11,2
Maloobchodné tržby	r/r % rast	-1,0	1,4	9,9	3,0	2,4	1,1	17,0	-	0,3	1,3
Indikátor ekonomického sentimentu	body, s.o.	85,6	-	102,6	97,7	93,6	91,5	95,4	91,5	-	-
Úrokové sadzby											
ECB refinančná sadzba	koniec obdobia	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	1,00
3M EURIBOR	koniec obdobia	-0,55	-0,57	-0,54	-0,55	-0,57	-0,57	-0,55	-0,53	-0,26	0,57
1R EURIBOR	koniec obdobia	-0,50	-0,50	0,45	-0,49	-0,50	-0,50	-0,45	-0,35	-0,13	0,74
Výnos 10R SK štátneho dlhopisu	koniec obdobia	-0,52	0,14	0,13	0,13	0,14	0,14	0,35	0,68	1,3	2,0
Výnos 10R DE štátneho dlhopisu	koniec obdobia	-0,57	-0,18	-0,21	-0,20	-0,18	-0,18	0,01	0,13	0,7	1,5
Výmenný kurz											
EUR/USD	koniec obdobia	1,22	1,13	1,19	1,16	1,13	1,13	1,12	1,12	1,14	1,19
Rozpočtová politika											
Bilancia verejných financií, 4 kvartály	% HDP	-5,5	-6,0	-6,1	-5,7	-	-	-	-	-4,8	-3,6
Dlh verejnej správy	% HDP	59,7	61,9	61,0	61,1	-	-	-	-	61,7	60,3

Tento materiál je pripravovaný odborom: Ekonomické analýzy, VÚB banka

Hlavný ekonóm

Zdenko Štefanides

+421 2 5055 2567

zstefanides@vub.sk

Makroekonóm

Michal Lehuta

+421 2 5055 2812

mlehuta1@vub.sk

Predaj

Lukáš Žitný +421 2 5055 9650

Róbert Jaselský +421 2 5055 9630

Zuzana Šikulová +421 2 5055 9620

Martin Lenko +421 2 5055 9595

Lenka Dvorská +421 2 5055 9610

Tento materiál bol pripravený VÚB bankou. Informácie a názory boli získané zo zdrojov, ktoré boli považované za spoľahlivé, avšak VÚB 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 ktoráktoľvek 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 zmienovaných finančných produktoch.