

obsah

ECB sa podarilo načas stabilizovať finančné trhy 2

ECB požičaním vyše 1 bilióna EUR komerčným bankám a vyhlásením, že bude neobmedzene nakupovať dlhopisy problémových krajín sa podarilo stabilizovať trhy. Tri základné problémy, t.j. nekonkurencieschopnosť niektorých ekonomík, veľké vládne dlhy a deficitné hospodárenie vlád je však podstatne ťažšie vyriešiť. Veľa práce sa už urobilo, no veľa jej pred jednotlivými krajinami stále zostáva. Zaváhanie, či poľavenie si už dovoliť nemôžu.

Rok 2013 bude pre USA zlomovým 3

Novozvolený prezident Obama začal okamžite po nástupe do úradu riešiť tzv. fiškálny útes. V posledných dňoch roku 2012 sa vďaka ústupkom z jednej aj druhej strany politických táborov podarilo dosahovať kompromis v oblasti rastu daňových sadzieb, no ďalšie dohadovania v oblasti výdavkoch ich ešte čakajú. V každom prípade, súčasná úroveň deficitu a dlhu je vysoká a bude treba ho začať razantne znižovať, keďže volebný rok 2012 sa takmer celý premrhal.

Slovensko v roku 2013 4

Od roku 2010 je každým ďalším rokom rast hospodárstva pomalší a s vysokou pravdepodobnosťou tomu tak bude aj v roku 2013. Čaká nás významná fiškálna konsolidácia, domácnosti sú pod tlakom stagnácie reálnych miezd a rastúcej nezamestnanosti a naši hlavní obchodní partneri hlásia spomalenie rastu. Z mixu takto nepriaznivých predpokladov očakávame, že slovenská ekonomika by mohla v roku 2013 zvýšiť svoj rast o 0,9 %.

Čo možno čakať od centrálnych bánk? 5

Centrálne banky začali počas krízy používať netradičné nástroje na podporu fungovania finančných trhov a obnovu ekonomického rastu. Používali na to rôzne nástroje s rôznou mierou potenciálneho inflačného rizika.

Kontakty:

robert_prega@tatrabanka.sk, juraj_valachy@tatrabanka.sk, boris_fojtik@tatrabanka.sk

„Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.“

Mario Draghi, Prezident Európskej centrálnej banky, 26 júla 2012

Veta, ktorá najvýznamnejšie zmenila dianie v eurozóne v roku 2012. Touto vetou prezident ECB naznačil, že sa pripravuje program nelimitovaných nákupov štátnych dlhopisov, ktorý bol predtým radikálne odmietaný nemeckými zástupcami. Aj napriek ich výslovnému nesúhlasu, sa pravidlá programu schválili a v septembri boli predstavené detaily. Na základe tohto programu výrazne poklesli výnosy štátnych dlhopisov problémových krajín a hrozba rozpadu eurozóny sa nateraz výrazne znížila.

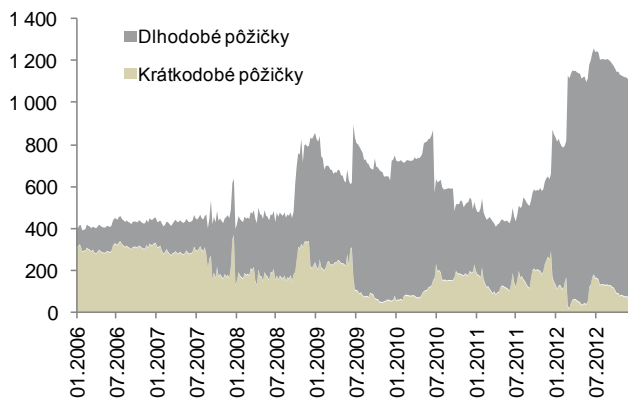
ECB podarilo načas stabilizovať finančné trhy

Finančné trhy na jeseň 2011 prestali dôverovať vládám, že dokážu uskutočniť reformy, ktoré zlepšia konkurencieschopnosť krajín a znížia deficity verejných financií. Vysoké náklady na financovanie dlhu donútili vlády začať predstavovať opatrenia na zlepšenie stavu a komunikovať s verejnosťou potrebu ďalšieho šetrenia a reforiem.

ECB zaplavila trh likviditou...

Európska centrálna banka (ECB) sa od začiatku krízy snažila držať v ústraní a zasahovať až keď bolo naozaj zle. Najprv to bolo poskytovanie likvidity na viac ako len tri mesiace, neskôr až na jeden rok, no skutočná zmena prišla až poskytnutím trojročného neobmedzeného úveru komerčným bankám v decembri 2011. Na konci februára 2012 sa znova opakoval tender a ECB takto spolu požičala bankovému sektoru až 1,02 bilióna eur (10 % peňažnej zásoby M3). Zároveň však neobnovila niektoré kratšie pôžičky, takže **celkový objem pôžičiek sa navýšil „len“ o vyše 500 mld. EUR (5 % M3)**. Výrazne ubudlo krátkodobých pôžičiek (sedem dňových) a prakticky celý objem, t. j. 85 % celkového objemu je požičaný na spomínané tri roky.

Objem pôžičiek ECB komerčným bankám, mld. EUR



Zdroj: ECB

...požičali si však len banky problémových krajín...

Zaujímavý je pohľad na to, z ktorých krajín si banky najviac požičali. **Najväčší nárast výpožičiek je vidieť jednoznačne u talianskych a španielskych bánk.** Španielske banky mali k októbru 2012 požičané od ECB medziročne o 266 mld. EUR a talianske o 162 mld. EUR viac ako mali pred rokom. **Banky z týchto dvoch krajín si požičali 82 % celkového nového objemu peňazí, čo dodala ECB.** Zvláštne je, že írské a portugalské banky nezvýšili objem pôžičiek. V týchto krajinách funguje oficiálna pomoc z európskych inštitúcií, a preto majú financovanie pravdepodobne zabezpečené odtiaľ. U ostatných (neproblémových) krajín nedošlo k žiadnemu výraznému nárastu pôžičiek.

Objem pôžičiek ECB komerčným bankám, mld. EUR

| mld. EUR | 06/2008 | 10/2011 | 03/2012 | 10/2012 | zmena |
|------------------------------|------------|------------|--------------|--------------|---------------------|
| | | | | | Okt 2012 - Okt 2011 |
| Grécke banky | 11 | 124 | 125 | 129 | 5 |
| Írske banky | 38 | 101 | 85 | 78 | -23 |
| Portugalské banky | 3 | 46 | 56 | 56 | 11 |
| Španielske banky | 47 | 76 | 228 | 342 | 266 |
| Talianske banky | 21 | 111 | 270 | 276 | 165 |
| Banky PIIGS celkovo | 120 | 458 | 764 | 882 | 424 |
| banky ostatných krajín | 343 | 139 | 389 | 254 | 115 |
| Všetky banky eurozóny | 463 | 596 | 1 154 | 1 135 | 539 |

Zdroj: príslušné národné banky a ECB

Samotné požičiavanie z ECB by neznamenal veľký problém, pokiaľ by objem pôžičiek nedosahoval v niektorých krajinách už naozaj veľké sumy. Pomer objemu pôžičiek na bilancii sektora¹ pred krízou nedosahoval veľké podiely. Po nástupe krízy si banky medzi sebou prestali požičiavať a chýbajúcu likviditu začala na trh dodávať ECB. **V súčasnom období sú v niektorých krajinách banky takmer úplne závislé na financovaní od ECB.**

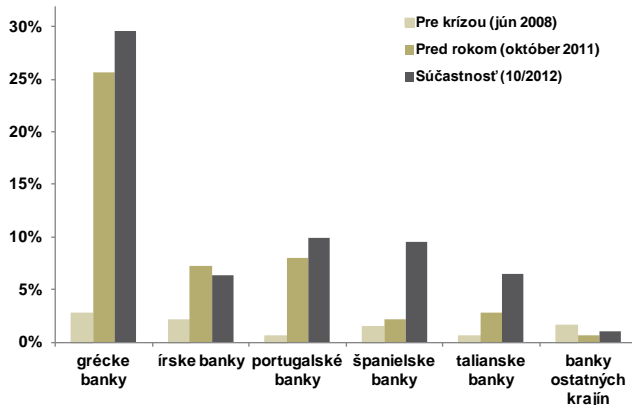
Tento fakt len dokazuje zraniteľnosť bankového sektora problematických krajín, ktorých fungovanie je závislé od financovania z ECB. Pokiaľ by tieto banky boli vyslovene odkázané len na financovanie z trhu, mohli by mať vážne problémy so získaním likvidity. Samozrejme, že ak by ECB prestala poskytovať tieto úvery, bankový a následne aj úverový trh v zmienených krajinách by sa zastavil. Koniec koncov, vyriešenie tohto problému bolo cieľom ECB a zdá sa, že sa jej to nateraz podarilo.

...ich závislosť od pomoci ECB je povážlivá

Najviac závislé od financovania ECB sú grécke banky, čo je pochopiteľné. Na druhom mieste sú portugalské banky, kde 10 % ich bankovej bilancie tvoria pôžičky z ECB. V tesnom závесе sú španielske banky s podielom 9,5 % na bilancii sektora. O niečo lepšie sú na tom talianske a írské banky, kde je tento pomer na úrovni takmer 6,5 %, no pred krízou to bolo len okolo 1 %. V ostatných štátoch eurozóny nedošlo k nárastu výpožičiek z ECB a aj preto sa pomer k bilancii veľmi nezmenil.

¹ Celkovú bilanciu pasív môžeme zjednodušene chápať ako objem všetkých zdrojov, z ktorých sa poskytujú úvery podnikom a a obyvateľstvu, či iným bankám a nakupujú cenné papiere (napr. vládne dlhopisy).

Podiel pôžičiek z ECB na bilancii komerčných bánk, v %



Zdroj: príslušné národné banky, ECB, Tatra banka Research

Zámer, aby nadbytočná likvidita prúdila na dlhopisový trh, sa podarilo viac menej naplniť. Požičané peniaze banky použili na nákupy dlhopisov svojich krajín. Taliansky sektor zvýšil držbu dlhopisov o 110 mld. EUR a španielsky o 75 mld. EUR. Toto umožnilo ECB zastaviť nákupy dlhopisov na sekundárnom trhu. Spor o tom, či by ECB mala pristúpiť k nelimitovaným nákupom štátnych dlhopisov, takto našiel aspoň pre túto chvíľu elegantnú alternatívu.

Uvedené vládne dlhopisy môžu banky poskytnúť ako záruku do ECB a požičať si tak ďalšiu potrebnú likviditu. Keď sa však pozrieme napríklad na španielske banky, tak vidíme, že k októbru 2012 držali vládne dlhopisy za zhruba 254 mld. EUR, pričom mali pôžičky od ECB až v objeme 342 mld. EUR. ECB musela uvoľniť kritériá na kvalitu dlhopisov poskytovaných ako záruka na pôžičky, čo umožňuje bankám si požičať vyššie sumy ako je objem „najkvalitnejších“ vládnych dlhopisov. Preto aj keby ECB prišla s ponukou na ďalší 3-ročný tender, veľký úspech by už asi nemal kvôli nedostatku vhodného kolaterálu.

„Verte mi, bude to stačiť“

ECB doručila na jeseň na trh silnú správu o schválení neobmedzeného nakupovania dlhopisov problémových krajín. Tento program avizoval už guvernér ECB p. Draghi v júli 2012 a na jeho detaily sa netrpezlivo čakalo. Prezentácia detailného plánu priameho nelimitovaného nákupu vládnych dlhopisov, ktorá nahradí doterajší (obmedzený a ad-hoc) program, má potenciál na dlhšiu dobu upokojiť trhy. Hlavný rozdiel medzi oboma programami je v tom, že nový program je spojený s plnením vopred stanovených prísnych podmienok a je nelimitovaný. Cieľom programu je dosiahnuť transmisiu monetárnej politiky v celej menovej únii, čo v preklade znamená nižšie sadzby v krajinách ako Španielsko a Taliansko. Nákup dlhopisov sa bude týkať najmä splatností od jedného do troch rokov. Objem nákupov bude nelimitovaný, ale zároveň plne sterilizovaný, t.j. nemal by vyvolať infláciu. Samotné ohlásenie programu má zatiaľ dostatočnú silu nato, aby upokojilo trhy a zároveň nenútilo spomínané krajiny

bezprostredne požiadať o pomoc sprevádzanú prísnymi podmienkami.

Komerčné banky si požičané peniaze, ktoré ešte nechceli alebo nestihli investovať do dlhopisov, prípadne úverov podnikov či domácností, ukladali v ECB za úrok 0,25 %. Keďže na medzibankovom trhu stále panuje nedôvera, banky väčšinu peňazí uložili v ECB a nie na medzibankovom trhu. Napriek prebytku likvidity objem úverov domácnostiam a podnikom v eurozóne stagnuje, čo je z pohľadu ECB zlé. Predstihové indikátory o vývoji hospodárstva eurozóny stále jednoznačne ukazujú na pretrvávajúcu recesiu hospodárstva. Preto ECB na svojom zasadnutí 4. júla znížila základnú sadzbu z 1 % na 0,75 % a tým znížila sadzbu pre úložky bánk z 0,25 % na 0 %. **Banky tak výrazne stratili motiváciu držať peniaze ľadom v ECB.** Prakticky okamžite klesol objem peňazí uložených na termínovaných vkladoch (jednoduché vklady) v ECB z 795 mld. EUR na súčasných 225 mld. EUR a peniaze boli zatiaľ presunuté na bežný účet v ECB. Pokiaľ by sa tieto peniaze dostali ďalej do obehu, mohlo by to priniesť určité oživenie úverovania firiem a domácností. Zatiaľ však nič nenaznačuje tomu, že by sa to malo diať.

Kolobeh peňazí ECB - banka – štát však zhoršuje jedno riziko a to je stabilita bánk. Jedným z hlavných súčasných problémov bánk je aj držba rizikových štátnych dlhopisov a opatrením ECB sa toto riziko ešte zväčšuje. Banky si pravdepodobne povedali hop alebo trop a dlhopisy začali nakupovať vo veľkom. Krach Talianska alebo Španielska by ich tak či tak položil a teda pokiaľ sa štátny bankrot neudeje, tak sú schopné zarobiť na úrokovom rozdieli medzi sadzbou ECB a výnosom štátnych dlhopisov.

Predstava, že hlbokú dlhovú krízu dokážu vyriešiť neštandardné „odvážne“ riešenia, či už v oblasti menovej politiky alebo hlbšej integrácie, je veľmi lákavá. Pravdepodobnosť, že optimizmus založený na týchto základoch vydrží dlhšie, je však podľa nás nízka.

Pozrime sa teraz podrobnejšie na výhľad v problémových krajinách

Španielsko na začiatku trnistej cesty

Španielska vláda nebola schopná v roku 2012 splniť rozpočtový cieľ deficitu verejných financií vo výške 6 % HDP a v skutočnosti to bude až 7 % HDP kvôli oddĺženiu bánk. Po uskutočnení reforiem (jednoznačne prospešných), ktoré vyvolali veľké štrajky, by mal deficit v roku 2013 klesnúť na 5 %. Keďže osud ďalších reforiem je nejasný (neprešli schvaľovaním vo vláde alebo v parlamente), Európska komisia odhaduje aj v ďalších rokoch 2014 - 2015 podobné deficity. Celkový verejný dlh tak má jednoznačný smer – nad úroveň 100 % HDP, čo je úroveň odkiaľ je len veľmi ťažký návrat. Treba však znova zdôrazniť, že ide o predpoklad, že madridská vláda nebude znižovať deficit v ďalších rokoch. Ona sama to samozrejme sľubuje, k čomu ju koniec-koncov zaväzuje nová zmluva o Fiškálnom kompakte.

Írsko obnovilo rast hospodárstva

Pomoc Írsku bola schválená v novembri 2010 a má trvať počas rokov 2011 - 2014 a celková suma by mala dosiahnuť

85 mld. EUR. Napriek tomu, že Írsko plní zámery v oblasti znižovania deficitu verejných financií, jeho úroveň je stále veľmi vysoká. **V roku 2011 deficit dosiahol 13 % HDP a postupne by mal klesnúť na úroveň 7,5 % HDP v roku 2013. Dlh by mal kulminovať až za horizontom 2013 a bude sa blížiť k hranici 120 % HDP.** Írsko sa úspešne začalo vraciť na finančný trh a požičalo si na tri roky. No v polovici roka 2013 si potrebuje uskutočniť veľké emisie dlhopisov na finančných trhoch. Zároveň by už v roku 2015 malo začať splácať pomoc, ktorá mu bola poskytnutá.

Napriek všetkej reformnej snahe je jeho dlh neúnosne veľký. Preto je možné, že určitá nová forma pomoci bude potrebná, resp. aspoň časť dlhu spôsobená krachujúcimi bankami bude prevedená na ESM mechanizmus (tzv. permanentný Euroval) podobne ako to urobilo Španielsko.

Portugalsko je kandidátom na ďalšiu pomoc

Portugalská vláda dostala pomoc v máji 2011 a tiež dostala prísľub pomoci na obdobie troch rokov. V dokumente schválenom v júni 2011 sa **Portugalsko zaviazalo dosiahnuť v roku 2011 deficit 5,9 % HDP, pričom skutočnosť bola 7,5 % HDP (po započítaní znárodnenia penzijných fondov to bolo len 4,4 % HDP).** Na rok 2012 Európska Komisia (EK) odhaduje deficit na úrovni 5 % HDP a v ďalších rokoch by malo Portugalsko znižovať dlh len postupne. Jeho celkový dlh by mal kulminovať v roku 2015 na úrovni 115 % HDP a jeho znižovanie bude len veľmi pomalé. Preto nevidíme ako reálne, že za takýchto podmienok by sa Portugalsko bolo schopné refinancovať na finančných trhoch za sadzby, ktoré by mohlo strednodobo uniesť.

Taliansku sa darí zavádzať reformy

Zdalo sa, že **Taliansko** pod taktovkou technokratickej vlády nebude mať problém s dodržiavaním záväzkov a dosiahne v roku 2013 vyrovnaný rozpočet. Už v polovici apríla však premiér Monti vyhlásil, že tento cieľ posúvajú o jeden rok neskôr. Prognózy EK hovoria o deficite len okolo 1 %, čo je v porovnaní s problémovými krajinami veľmi slušné. Naviac, po odpočítaní úrokových platieb je Taliansko v primárnom prebytku. Treba si však uvedomiť, že Taliansko má dlh na úrovni 120 % HDP, čo je najvyššia úroveň hneď po Grécku. Preto im nezostáva naozaj žiaden priestor na fiškálne experimenty a vyčkávania s reformami

Krajina urobila viacero podstatných reforiem. No nedávno Premiér Monti ohlásil, že hodlá odstúpiť a nového premiéra určia ľudia vo voľbách, ktoré by mali byť začiatkom roku 2013. Investori zastali mierne zneistení, či aj nový premiér bude ochotný držať reformný kurz vlády aj pod tlakom nahnevanej časti verejnosti.

Rok 2013 bude pre USA zlomovým

Americká centrálna banka (Fed), na rozdiel od ECB, už krátko po prepuknutí krízy v októbri 2008 začala výrazne monetárne stimulovať ekonomiku USA a menším tempom pokračovala aj v roku 2012.

V auguste 2012 však vytiahla na trh silnú zbraň. **Ohlásila tretie kolo kvantitatívneho uvoľňovania (QE3)**, ktoré sa pokojne môže premenovať na QE3+, pretože jeho účinnosť nie je časovo obmedzená. Fed sa chystá každý mesiac odkúpiť hypotekárne záložné listy (mortgage backed securities) v objeme 40 mld. USD. Na svojom decembrovom zasadnutí priniesol spresnenie programu spolu s jeho navýšením. Končiaci sa **program Twist**, keď boli štátne dlhopisy s kratšou splatnosťou vymieňané za dlhopisy s dlhšou splatnosťou, **bude nahradený nákupom dlhopisov v hodnote 45 mld. dolárov.** Spolu s nákupom hypotekárnych dlhopisov v hodnote 40 mld. dolárov **mesačne, bude bilancia Fedu narastať o 85 mld. USD mesačne.** Odhliadnuc od očakávaného predĺženia programu na nákup štátnych dlhopisov oznámil Fed aj **cielenie nezamestnanosti.** Pokiaľ sa tá nedostane **pod hranicu 6,5 %** a inflácia v strednodobom výhľade do dvoch rokov neprekročí 2,5 %, budú sadzby blízko nule. Podľa vyjadrení šéfa Fedu Bernankeho sa nezamestnanosť pod cieľnú hranicu nedostane skôr ako do polovice roku 2015. Stále platí, že obdobie, počas ktorého bude Fed držať sadzby na extrémne nízkych úrovniach 0 % až 0,25 % bude až do polovice roku 2015. Fed sa svojimi operáciami snaží znížiť dlhodobé úrokové sadzby, ktoré by oživili investičnú aktivitu domácností a firiem. Primárnym cieľom teda nie je uľahčiť financovanie štátu dodávaním peňažnej likvidity na trh.

Novozvolenému prezidentovi Obamovi najviac vrások na čele robí riešenie tzv. Fiškálneho útesu. Komplikácia je v tom, že na jeho riešenie potrebuje dosiahnuť kompromis s kongresom, ktorý ovládajú republikáni, teda jeho politickí oponenti. **Ukončenie daňových úľav a automatické škrtky by pre ekonomiku znamenalo potenciálny výpadok 5 % HDP,** na druhej strane je taktiež potrebné začať razantnejšie znižovať deficit. V posledných dňoch roku 2012 sa vďaka ústupkom z jednej či druhej strany podarilo aspoň čiastočne dosahovať kompromis v oblasti rastu daňových sadzieb. V ďalších týždňoch sa budú diskutovať zmeny vo výdavkoch, čo bude môže trvať 1-3 mesiace. RBI odhaduje finálny objem zníženia deficitu o 1,4 % HDP. Všetko však závisí od miery politického kompromisu.

Očakávame, že americká ekonomika porastie v roku 2013 o 1,5 % HDP, čo by vzhľadom na výrazné zníženie deficitu nebol zlý výsledok. Súčasná úroveň deficitu je 7,8 % HDP a aj keď sa podarí ho postupne znižovať, bude to trvať viac rokov a zatiaľ celkový dlh porastie k hranici 110 % HDP. Je to naozaj veľké číslo a riešenie do budúcnosti spočíva v čo najrýchlejšom vyrovnaní rozpočtu.

Slovensko v roku 2013

Stav slovenských verejných financií po nástupe krízy v roku 2009 bol zlý. Až v roku 2011 sme videli prvé vážne zmeny vo verejných financiách a ďalšie prichádzajú zase až v roku 2013. Ešte stále stav verejných financií nie je najlepší. Len ďalšie štrukturálne reformy, ako zefektívnenie verejnej správy, súdnictva, zlepšovanie podnikateľského prostredia, daňovo odvodová reforma a pod., nám môžu priniesť rast ekonomiky aj v zložitých časoch. Zásadné reformy však stále chýbajú.

Od roku 2010 je každým ďalším rokom rast hospodárstva pomalší a s vysokou pravdepodobnosťou tomu tak bude aj v roku 2013. **Rast posledných troch rokov bol výhradne ťahaný zahraničným dopytom**, ktorý dokonca kompenzoval pokles domáceho a rovnaký scenár nás čaká aj v budúcom roku. Avšak rast zahraničného dopytu by mal byť za posledné štyri roky najnižší, v lepšom prípade bude podobný minuloročnej úrovni. Zároveň však bude Slovensko znižovať deficit verejných financií cez rast daní a teda žiadne záznaky sa nedajú očakávať ani od domáceho dopytu, ktorý je ostatné dva roky decimovaný poklesom reálnych miezd. V roku 2013 by už reálne mzdy nemali klesnúť. Z mixu takto nepriaznivých predpokladov očakávame, že slovenská ekonomika by mohla v roku 2013 zvýšiť svoju úroveň HDP o 0,9 %.

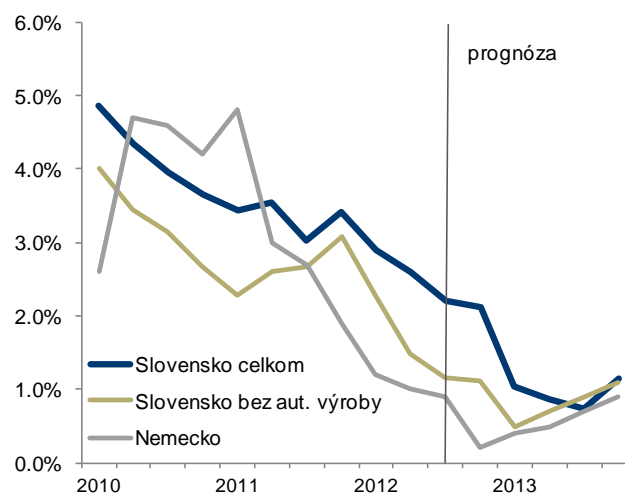
Rast nášho hlavného obchodného partnera Nemecka by mal zostať viac menej nezmenený, avšak zhoršený výhľad ako v tomto roku majú naši priami susedia, s ktorými máme pochopiteľne taktiež veľmi živé obchodné styky. **Dynamiku našim exportom dodávali v predošlom období aj rýchlo sa rozvíjajúce trhy ako Čína, Rusko a Južná Amerika**, ktoré sa za prvé tri kvartály tohto roka podieľali zhruba pätinou na raste exportu. **Práve z týchto trhov sa dá očakávať pozitívne prekvapenie aj v budúcom roku.** Hľadanie mimo-európskych odbytov bude kľúčovým pre firmy v roku 2013. Pokiaľ sa im táto neľahká úloha podarí, majú v ďalších rokoch o rozvoj firiem postarané.

Pozitívnejší by v roku 2013 mal byť snáď len cenový vývoj. Nedávno oznámené zmeny regulovaných cien energií budú mať na infláciu viac menej neutrálny efekt. Podobne veľmi nízky vplyv by podľa odhadov mali mať aj ceny pohonných hmôt, vzhľadom na nízky predpokladaný rast cien ropy. Hlavnými prispievateľmi k rastu inflácie by tak v roku 2013 mali byť potraviny a tzv. dopytovo ťahaná inflácia. No vďaka už spomínanému nízkemu dopytu bude priestor na rast cien nízky, a preto očakávame celkový nárast cenovej hladiny len o niečo viac ako 2 %.

Domáci dopyt bude okrem nízkeho rastu miezd aj pod tlakom klesajúceho počtu zamestnaných v ekonomike. Predpokladáme, že jej pokles sa môže dostať až k pol percentu za celý rok 2013, čo súvisí najmä so slabým rastom ekonomiky. Celkovému domácejmu dopytu, do ktorého sa počíta aj tvorba investícií, uberie na raste aj vyššie zdaňovanie, ktoré spolu so stále neistým ekonomickým výhľadom zníži podnikateľskému sektoru priestor a odhodlanie na tvorbu nových investícií.

Na záver treba určite spomenúť aj už pomaly samostatnú kapitolu slovenskej ekonomiky, a to **automobilový sektor**. V roku 2012 to bol práve tento sektor, ktorý držal našu ekonomiku v klube najrýchlejšie rastúcich ekonomík. Zároveň však už **siahla na strop svojich produkčných kapacít** a aj v prípade ťažko predstaviteľného vyššieho dopytu by bolo problematické ho uspokojiť. Očakávanie, že toto odvetvie potiahne ekonomiku aj v ďalšom roku by bolo nereálne. **Už v úvode roka 2013 zažijeme prudkú „normalizáciu“ indikátorov.** Rast HDP by mal už viac zodpovedať vývoju v ne-automobilovej časti ekonomiky, a teda rasty HDP v prvom štvrtroku 2013, budú niekde medzi 1 - 2 %, pričom riziko je skôr na dolnej strane.

Rast HDP, medziročne v %



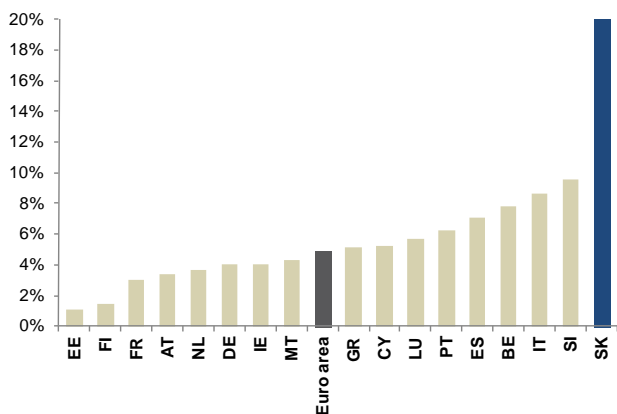
Zdroj: Eurostat, Tatra banka Research

Financovanie dlhu bude závislé od zahraničných investorov

V roku 2012 si slovenská vláda prostredníctvom Agentúry na riadenie dlhu a likvidity (ARDAL) musela požičať výrazne viac, ako by dokázali poskytnúť slovenské finančné inštitúcie (banky, poisťovne, investičné fondy). Preto bola donútená sa viac obracať na zahraničné inštitúcie a mimoeurópske meny. Upokojeniu situácie na globálnej úrovni a jasná deklarácia novej vlády znížiť deficit verejných financií pomohli ARDALU úspešne emitovať dlhopisy aj v zahraničí.

Slovenské banky držia veľkú časť svojich aktív v dlhopisoch a ich zvyšovanie bude len obmedzené. **Pomer držby vládnych cenných papierov k aktívam bankového sektora bol na Slovensku na úrovni zhruba 20 %** (k októbru 2012). Takýto vysoký pomer môže v určitej chvíli vadiť aj ratingovým agentúram pri posudzovaní postavenia slovenského bankového sektora. Keď sa pozrieme na priemer v eurozóne, ten je zhruba 4,8 %. Slovensko má tento pomer najvyšší nielen v rámci štátov eurozóny, ale dokonca aj v rámci celej EÚ27. Preto možno očakávať, že ďalší nárast držby vládnych dlhopisov zo strany slovenských bánk bude len pozvoľný, t. j. rast objemu dlhopisov bude nižší, ako rast celkovej bilancie bánk.

Podiel štátnych dlhopisov na aktívach bankového sektora (október 2012)



Zdroj: ECB

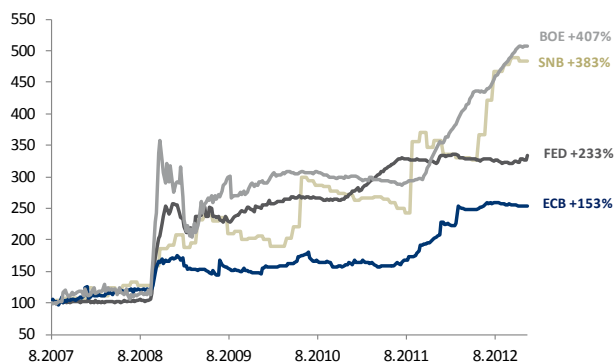
Už začiatkom roku 2013 Slovensko musí splatiť väčší objem dlhopisov v celkove čiastke 3,48 mld. EUR a v priebehu zvyšku roka ďalších 2,6 mld. EUR. Navyše, bude si treba požičať aj na deficit vytvorený v roku 2013 v objeme 3 mld. EUR. Celkovo si tak bude musieť prefinancovať až 9 mld. EUR. Ide na slovenské pomery o pomerne veľkú čiastku, a preto bude zásadné, aby vláda splnila svoje sľuby o znižovaní deficitu a nestratila dôveru finančných trhov.

Čo možno čakať od centrálnych bánk?

Centrálné banky (CB) počas krízy začali používať netradičné nástroje na podporu fungovania finančných trhov a obnovu ekonomického rastu. Používali na to rôzne nástroje s rôznou mierou potenciálneho inflačného rizika.

Z hľadiska nárastu celkového objemu aktív **drží prvenstvo anglická Bank of England (BOE), kde súvaha narástla k októbru 2012 takmer 4-násobne.** Na druhom mieste je Švajčiarska národná banka (SNB), ktorá bráni nadmernému posilňovaniu svojho franku a bola nútená zväčšiť bilanciu 3,8-násobne. **Zatiaľ relatívne najmenej narástla naša ECB,** ktorej bilancia narástla „len“ 1,5-násobne. Keby chcela ECB zväčšiť bilanciu na úroveň amerického Fedu, musela by ešte uvoľniť do obehu zhruba 800 mld. EUR.

Bilančná suma centrálnych bánk (august 2007=100)



Zdroj: príslušné národné banky, Tatra banka Research

V poslednom období pokojnú situáciu v Európe nenarušilo ani zasadnutie ECB, ktoré podľa očakávaní ponechalo sadzbu na nezmenenej úrovni 0,75 %. Predĺžilo sa plné pridelovanie likvidity cez hlavné refinančné operácie, ale aj operácie s dlhšou splatnosťou (1 a 3 mesiace). Očakávame, že tieto opatrenia budú v platnosti po celý rok 2013. Slová, ktoré na tlačovej konferencii použil prezident ECB Mario Draghi nenaznačujú žiadnu zmenu kľúčovej sadzby v nadchádzajúcich mesiacoch. Plné pridelovanie likvidity a priamy nákup štátnych dlhopisov, keď krajina oficiálne požiadala o pomoc, vedú poskytnúť cielenejší menový impulz do ekonomiky, ako ďalšie zníženie sadzby.

Vývoj EUR/ USD



Zdroj: Reuters

V ďalšom období očakávame, že Fed bude pokračovať v ohlásenom nákupe dlhopisov, a teda ďalej zväčšovať svoju bilanciu. Podobný krok žiada od japonskej centrálnej banky aj novozvolený japonský premiér. Švajčiarska národná banka bude pravdepodobne ďalej nútená brániť frank pre posilnením a teda tlačiť ďalšie franky. Podobne ako Fed bude stimulovať aj anglická BoE. Jediným „ostrovom“, kde je tlačenie peňazí stále relatívne umiernené, je naša ECB. Pokiaľ však krajina ako Španielsko požiadala o pomoc, môže sa bilancia začať zväčšovať. Stále je však monetárny impulz poskytnutý ECB do ekonomiky relatívne najmenší spomedzi významných svetových štátov.

Centrálné banky Česka, Poľska a Maďarska sa snažia podporiť stagnujúce ekonomiky

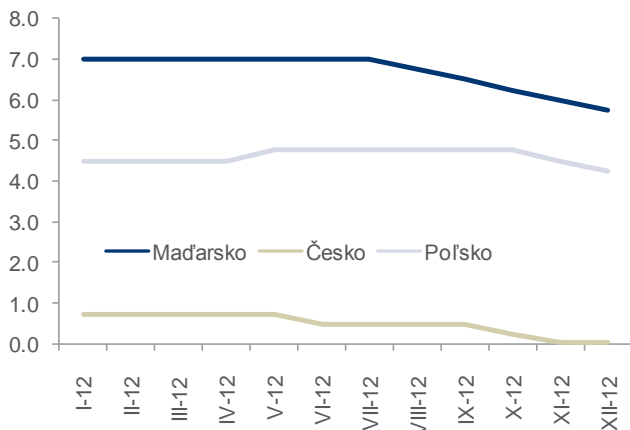
Menová rada maďarskej centrálnej banky opäť rozhodla o **znižení kľúčovej úrokovej sadzby.** Cyklus znižovania sadzieb začal už v auguste a ide o piaty po sebe nasledujúci pokles. V menovej rade nastanú v roku 2013 zmeny. Tá je rozdelená na dva tábory a trom členom menovaným bývalou vládou, ktorí majú jastrabý prístup k menovej politike, sa skončí mandát. Už teraz sa rozpútali intenzívne špekulácie o nástupníkoch a prípadnej zmene menovej politiky. Samotnému rozhodnutiu predchádzalo pomerne prudké oslabenie forintu z približne 282 na 288 (zhruba 2 % oslabenie v rámci jedného dňa). V prípade, že neuvídime ešte citeľnejšie oslabenie forintu, cyklus znižovania sadzieb

by mohol pokračovať až po úroveň 5 % na konci druhého kvartálu 2013.

V Poľsku bol pokles kľúčovej sadzby taktiež očakávaný. Otázna bola miera zníženia sadzby, keďže prekvapujúco slabý rast ekonomiky v treťom kvartáli (1,4 % r/r verzus predpokladaných 1,8 % r/r) vyvolal špekulácie o vyššom poklese ako len **0,25 %**. Tie sa však nepotvrdili a centrálna banka znížila sadzbu druhýkrát po sebe o 0,25 % na rovné 4 %. Kolegovia z RBI očakávajú ďalšie negatívne správy ohľadom vývoja poľskej ekonomiky, ako aj približovanie sa inflácie k oficiálnemu cieľu centrálnej banky. Oba tieto faktory podporujú predpoklad, že sadzby by sa mohli dostať na historické minimum 3,5 %.

Žiadne prekvapenie už posledný mesiac roku 2012 neprinesla **česká centrálna banka**. Tá **ponechala sadzbu na úrovni 0,05 %**. Kolegovia z RBI predpokladajú, že hlavná sadzba zostane bezo zmeny až do polovice 2014 a priame devízové intervencie by ČNB použila len v prípade výrazného posilnenia koruny voči svojej prognóze.

Vývoj sadzieb centrálnych bánk V4, %



Zdroj: Raiffeisen Research

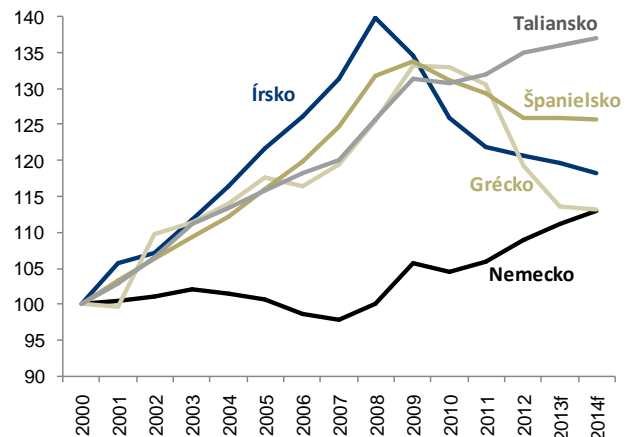
Niečo pozitívne na koniec

Z textu, ktorý si čitateľ doposiaľ prečítal, by mohla predstava o budúcnosti vyznieť pomerne pochmúrne a bezvýhodiskovo. Preto sme na záver vybrali graf, ktorý nám môže dať mierny optimizmus do ďalšieho vývoja.

Veľkým problémom dlhovej krízy nie je len samotná veľkosť vládneho dlhu, ale aj veľká nekonkurencieschopnosť

ekonomík problémových krajín a z nej vyplývajúci nízky ekonomický rast. Kombinácia oboch problémov je priam smrteľná a môže viesť k deštruktívnej špirále. Jedinou možnosťou je robiť štrukturálne reformy, ktoré zvýšia konkurencieschopnosť krajín a prinesú ekonomický rast. Na aproximáciu vývoja konkurencieschopnosti krajín sa v ekonómii používa ukazovateľ ULC, čo znamená „unit labor cost“. Ide o vývoj ceny práce na jednotku HDP. Pokiaľ daný ukazovateľ rastie, krajina stráca konkurencieschopnosť a naopak, pokiaľ graf ULC klesá, krajina získava konkurenčnú výhodu.

Jednotkové náklady práce (ULC) (index 2000 = 100)



Zdroj: AMECO, prognóza Európskej komisie

Z grafu vidíme, že najväčší pokrok urobili Gréci, ktorý podľa odhadu Európskej komisie) zdvihnú svoju konkurencieschopnosť meranú ULC takmer na úroveň Nemecka v roku 2014. Aj ďalšie krajiny ako Írsko a Portugalsko urobili veľký kus práce a svoje v minulosti ustrelené hodnoty ULC riadne skorigovali. U Španielska je zatiaľ pokrok len malý, u Talianska dokonca žiaden.

Pokiaľ by vývoj v tomto ukazovateli naozaj pokračoval ako očakáva EK, tak by sa v problémových krajinách mohol znovu objaviť zdravý udržateľný ekonomický rast, ktorý by so sebou priniesol lepši stav verejných financií, pokles nezamestnanosti a rast životnej úrovne. Tak snáď to vyjde!

| Eurozóna | 08.01.2013 | 03/2013 | 06/2013 | 09/2013 | 12/2013 |
|--------------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| ECB kľúčová sadzba | 0,75 | 0,75 | 0,75 | 0,75 | 0,75 |
| Euribor 1M | 0,11 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 |
| Euribor 3M | 0,19 | 0,30 | 0,30 | 0,30 | 0,30 |
| Euribor 6M | 0,33 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,60 |
| Euribor 12M | 0,55 | 0,70 | 0,70 | 0,80 | 0,90 |
| Nemecký bund 2Y | 0,06 | 0,20 | 0,40 | 0,40 | 0,50 |
| Nemecký bund 5Y | 0,49 | 0,80 | 1,10 | 1,10 | 1,30 |
| Nemecký bund 10Y | 1,50 | 1,80 | 2,10 | 2,10 | 2,40 |

| USA | 08.01.2013 | 03/2013 | 06/2013 | 09/2013 | 12/2013 |
|-------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Fed funds | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| Libor 3M | 0,31 | 0,30 | 0,30 | 0,30 | 0,30 |
| T-Notes 5Y | 0,80 | 0,80 | 1,00 | 1,00 | 1,00 |
| T-Notes 10Y | 1,88 | 1,80 | 2,00 | 2,00 | 2,00 |

| Kľúčové sadzby centrálnych bánk | 08.01.2013 | 03/2013 | 06/2013 | 09/2013 | 12/2013 |
|--|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Česká republika | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 |
| Poľsko | 4,50 | 4,00 | 4,00 | 4,00 | 4,00 |
| Maďarsko | 6,00 | 5,50 | 5,00 | 5,00 | 5,00 |

| Devízové kurzy | 08.01.2013 | 03/2013 | 06/2013 | 09/2013 | 12/2013 |
|-----------------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| EUR/USD | 1,31 | 1,30 | 1,31 | 1,31 | - |
| EUR/CHF | 1,21 | 1,20 | 1,20 | 1,21 | - |
| EUR/GBP | 0,81 | 0,82 | 0,83 | 0,81 | - |
| EUR/JPY | 114,42 | 109 | 110 | 114 | - |
| USD/JPY | 87,41 | 84 | 84 | 86 | - |
| | | | | | - |
| EUR/CZK | 25,56 | 25,10 | 24,80 | 24,60 | - |
| EUR/HUF | 292,30 | 300 | 295 | 290 | - |
| EUR/PLN | 4,12 | 4,15 | 4,15 | 4,00 | - |
| EUR/RON | 4,41 | 4,65 | 4,60 | 4,55 | - |

| | 2010 | 2011 | 2012e | 2013f | 2014f |
|--|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| HDP, reálne ceny, % r/r | 4,4 | 3,2 | 2,4 | 0,9 | 2,5 |
| HDP, nominálne v mld. EUR | 65,9 | 69,1 | 71,7 | 73,4 | 76,6 |
| Spotreba domácností, reál. ceny, % r/r | -0,8 | -0,5 | -0,4 | -0,3 | 1,0 |
| Investície, reál. ceny, % r/r | 6,5 | 14,2 | -3,0 | 1,5 | 3,0 |
| Priemyselná produkcia, % r/r | 18,9 | 7,3 | 11,4 | 1,4 | 3,0 |
| Zamestnanosť, ESA ¹ % r/r | -1,5 | 1,8 | 0,2 | -0,4 | 0,5 |
| Nezamestnanosť, VZPS ² , % | 14,4 | 13,4 | 13,8 | 14,1 | 13,7 |
| Nominálne mzdy, % r/r | 3,3 | 2,2 | 2,4 | 2,2 | 3,0 |
| Inflácia, priemer, % r/r | 1,0 | 3,9 | 3,6 | 2,2 | 2,5 |
| Inflácia, koniec obdobia, % r/r | 1,3 | 4,4 | 3,4 | 2,0 | 2,5 |
| Ceny priemyselných výrobcov, % r/r | -2,8 | 2,6 | 3,9 | 2,3 | 3,4 |
| Deficit verejných financií, % HDP | -7,7 | -4,9 | -4,6 | -2,9 | -2,4 |
| Verejný dlh, % HDP | 41,0 | 43,3 | 52,2 | 54,9 | 55,8 |
| EUR/USD (koniec obdobia) | 1,34 | 1,31 | 1,28 | 1,30 | 1,30 |
| EUR/USD (priemer) | 1,33 | 1,39 | 1,29 | 1,30 | 1,30 |

¹⁾ na základe podnikových štatistík

²⁾ výberové zisťovanie pracovných síl

Upozornenie: Súbor informácií obsiahnutý v tomto mesačníku (ďalej len „Informácie“) nie je návrhom na uzatvorenie zmluvy, verejným návrhom na uzatvorenie zmluvy, časťou zmluvy, pokynom, investičným poradenstvom, investičným odporúčaním, vyhlásením verejnej obchodnej súťaže, verejným príslubom, verejnou ponukou alebo výzvou na upísanie cenného papiera v zmysle všeobecne záväzných právnych predpisov platných na území Slovenskej republiky. Tieto Informácie majú výhradne informatívny charakter a nenahradzujú odbornú starostlivosť v oblasti poskytovania investičných služieb. Tatra banka, a.s. (ďalej len „Banka“) pri spracovaní Informácií postupovala s maximálnou starostlivosťou, a to najmä pri výbere údajov z verejne dostupných zdrojov, ktoré pre spracovanie Informácií použila. Banka nezodpovedá za úplnosť a presnosť poskytovaných Informácií, ani za ich nesprávne použitie a aplikáciu. Použitím Informácií uvedených v tomto dokumente nevzniká právo na náhradu prípadnej škody alebo jej časti. Sprístupnenie Informácií sa riadi právnym poriadkom Slovenskej republiky. Banka ani tretie strany, ktorých produkty a služby môžu byť spomenuté v rámci Informácií, nezodpovedajú za možnosť použitia týchto produktov a služieb mimo územia Slovenskej republiky a taktiež nezodpovedajú za to, či použitie týchto Informácií je v súlade so zákonmi alebo s inými všeobecne záväznými právnymi predpismi tretích krajín. Akékoľvek preberanie Informácií je povolené bez predchádzajúceho písomného súhlasu Banky len v rozsahu zákonnej licencie v zmysle zákona číslo 618/2003 Z.z. o autorskom práve a právach súvisiacich s autorským právom (Autorský zákon) v znení neskorších predpisov.