

obsah

Slovensko úspešne dobieha západné ekonomiky 2

Podľa údajov Eurostatu výkon slovenskej ekonomiky dosahuje 75% priemeru EÚ27 a zaradilo sa medzi 10 krajín, ktoré zvýšili svoju ekonomickú úroveň. Zároveň sme ale dosiahli úroveň, ktorá je z dlhodobého hľadiska ťažko prekonať. Príklady Portugalska či Grécka ukazujú, že bez podstatných reforiem fungovania ekonomiky, inštitúcií a využitia EU fondov, nemožno trvalo prekonať priemer EÚ.

Spotreba domácností zodpovedá vývoju ekonomiky 3

Úroveň spotreby domácností na obyvateľa kopíruje výkonnosť ekonomiky. V roku 2012 priemerná spotreba domácností dosahovala 74% objemu priemernej domácnosti EÚ27. Keďže predpokladáme, že v ďalších rokoch bude Slovensko dobiehať úroveň HDP na obyvateľa západných krajín, tak aj domácnosti by mali benefitovať z tohto vývoja. Naopak, v Grécku, kde spotreba domácností je relatívne vyššia ako výkonnosť ekonomiky, dá sa očakávať jej ďalší pokles.

Fed veľí na ústup 4

Fed opäť otvorejšie a konkrétnejšie hovoril o uťahovaní menovej politiky. Reakcia tomu bola primeraná a viaceré rozvíjajúce sa trhy boli zasiahnuté odlevom kapitálu. Niekedy koncom tohto roka by malo prísť k prvému zníženiu nákupu dlhopisov a k definitívnemu ukončeniu nákupov by malo prísť zhruba v polovici roka 2014. Jedinou konkrétnou podmienkou je nezamestnanosť na úrovni 7 %. Koniec extrémne nízkych trhových sadzieb v USA sa pravdepodobne blíži.

Odlev kapitálu zasiahol aj V4 5

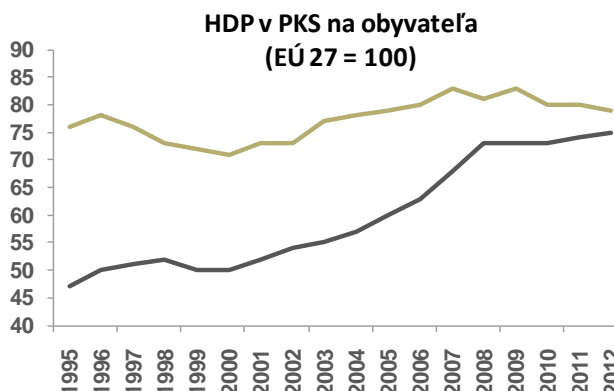
Zasadnutie Fed-u urobilo prievan aj na trhoch našich susedov a okolité meny zaznamenali väčšie či menšie oslabenie. V Poľsku sa zlotý dostal pod silný tlak a atakoval hranicu 4,36. Toto je hlavnou príčinou prečo sa očakávané zníženie kľúčovej sadzby na 2,50 stalo nateraz otáznym. Českú korunu zasiahlo zasadnutie americkej centrálnej banky najmenej, čo však bolo zapríčinené aj jej predošlým oslabením pod vplyvom zlých čísiel HDP.

Kontakty:

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

Slovensko úspešne dobieha
priemernú úroveň EÚ 27

— Slovensko
— Česká republika

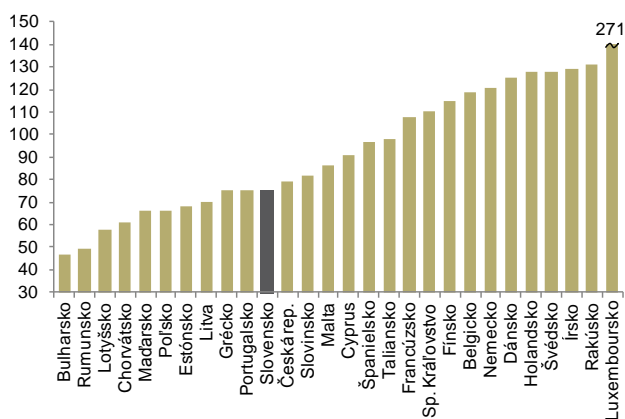


Úrovní ekonomiky sme na delenom 18. mieste v EÚ 27

Slovenská ekonomika, podľa údajov Eurostatu, **dosiahla v roku 2012 úroveň 75% priemeru EÚ 27** a zaradila sa tak na 20. miesto v rebríčku krajín. Aj keď sa to stále môže zdať ako nie veľmi lichotivé miesto, určite ide o dobrý výsledok. **Podľa výsledkov iných krajín** (napríklad Grécko alebo Portugalsko) **sa zdá, že prichádzame na ekonomickú úroveň, ktorá sa z dlhodobého pohľadu udržuje ťažko**. Pozrime sa teda podrobnejšie na zverejnené údaje.

Slovensko v roku 2012 dosiahlo úroveň HDP na obyvateľa vyjadrenú v PKS (parite kúpnej sily) hodnotu 75% priemeru EÚ 27 alebo **62% úrovne Nemecka**. Výkon ekonomiky sa zvyčajne vyjadruje v EUR, no skutočný výkon môže byť skreslený rôznymi cenovými hladinami medzi krajinami. V krajine ako Slovensko, kde je úroveň cien najmä v službách podstatne nižšia ako v Nemecku, je preto na objektívne porovnanie potrebné očistiť hodnotu HDP o spomínané cenové rozdiely.

Úroveň HDP na obyvateľa v parite kúpnej sily v roku 2012 (priemer EÚ27 = 100)



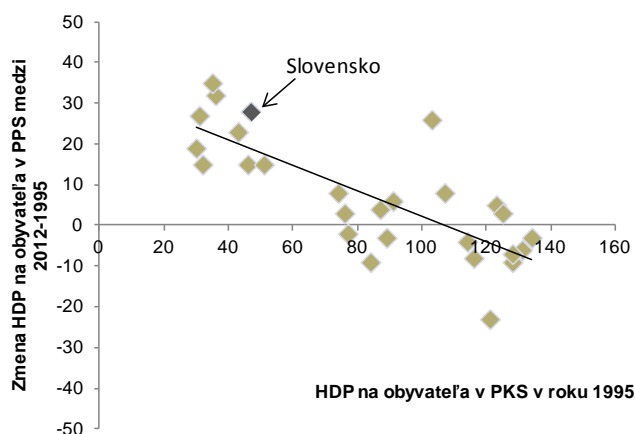
Zdroj: Eurostat

Slovensko od roku 1995 (od vtedy máme porovnateľné údaje) dosiahlo výrazné pokroky. **V roku 1995 sme dosahovali 47% hodnoty priemeru EÚ27 a len necelých 37% hodnoty Nemecka**. Postupne ako výkonnosť Slovenska rýchlo rástla, sme aj dobiehali výkonnosť západných ekonomík. **V rokoch 1995-2012 sme dosiahli priemerné tempo rastu reálneho HDP 4,1%, pričom celkové HDP za EÚ 27 bolo len 1,7%**. Pre zaujímavosť priemerné tempo rastu HDP pre Českú republiku bolo v uvedenom období 2,6%.

Na výpočet indikátora HDP v PKS vplýva najmä rýchlosť ekonomického rastu, no dôležitý je aj vývoj cenových hladín v porovnávaných ekonomikách. Preto sa niekedy stane, že napriek tomu slovenská ekonomika rastie rýchlejšie ako ekonomika celej EÚ27, tak dobiehanie ekonomickej úrovne neprebíhalo. Práve toto je prípad v rokoch 2008-2011, keď naše HDP rástlo v ročne v priemere 2,1% a HDP za EÚ27 len -0,1%, pričom sa relatívna výkonnosť Slovenska držala stabilná na úrovni 73%.

Porovnanie s krajinami Európy ukazuje, že Slovensko naozaj urobilo veľký kus práce. Nižšie uvedený graf ukazuje vzťah medzi ekonomickou úrovňou krajín v roku 1995 a ich pokrokom do roku 2012. Vidno na ňom, že **krajiny, ktoré začínali s nízkou úrovňou ekonomiky dosiahli v priemere vyššiu mieru rastu ako krajiny bohaté**. Navyše, z grafu sa zdá, že **krajiny, ktoré mali v roku 1995 ekonomickú úroveň nad 74% unijného priemeru, tak sa v priemere ich ekonomická úroveň za uvedené obdobie 18 rokov relatívne nezmenila**. Znamená to, že krajiny rástli rovnako rýchlo a nedochádzalo k zblížovaniu ich úrovne.

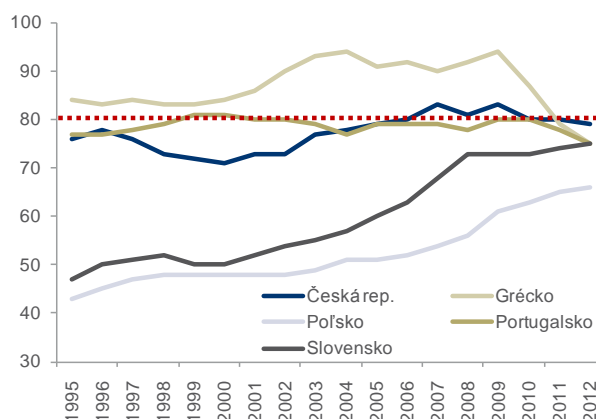
Dobíhanie HDP na obyvateľa v parite kúpnej sily (priemer EÚ27 = 100)



Zdroj: Eurostat

Uvedený fakt pekne ilustruje prípad Grécka. Krajina v rokoch 1995-2008 bola považovaná za príklad dobiehania západnej úrovne. **Z počiatočnej úrovne okolo 84% úrovne EÚ27 dosiahli v roku 2009 94% priemeru EÚ**. Potom však prišla kríza a ukázalo sa, že daná úroveň ekonomiky je neudržateľná a postupne výkon klesol na 75% priemeru. Podľa prognózy Európskej komisie, by ich výkon mal ďalej klesnúť na 71% do roku 2014. Podobne je na tom aj Portugalsko. Ich ekonomika dosiahla v roku 1995 úroveň 77% unijného priemeru a veľmi podobnú úroveň dosiahla aj v roku 2012.

Prekonať 80% úroveň EÚ27 bude ťažké (HDP na obyvateľa v PKS, EÚ27 = 100)

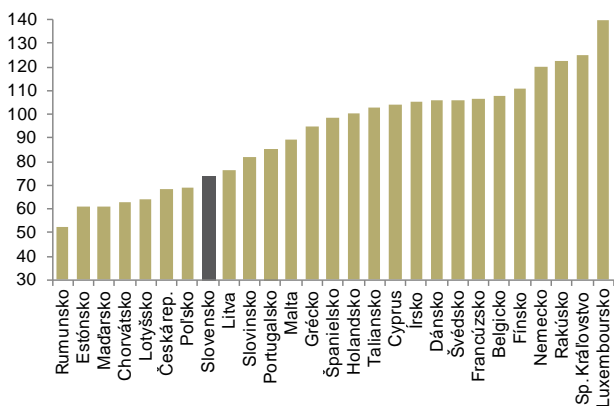


Zdroj: Eurostat

Z vývoja ekonomík 27 krajín EÚ je evidentné, že **dobehnúť ekonomickú úroveň okolo 70% sa dá pomerne "jednoducho". No prekročiť túto úroveň a udržateľne rásť nad 100% priemeru je podstatne ťažšie. Vyžaduje si to hlbšie reformy fungovania verejných inštitúcií ako súdnicstvo, verejná a daňová správa.** Dôležité je používanie EÚ fondov nie len na budovanie cestnej infraštruktúry no aj na rozvíjanie znalostnej ekonomiky a podporu inovácií. Pokiaľ sa neudejú uvedené zmeny, našim najväčším úspechom bude len držanie tempa s ostatnými západnými ekonomikami a konvergencia na ich úrovne nebude prebiehať.

Slovenská ekonomika je veľmi otvorená ekonomika a preto je hodnotenie podľa samotnej úrovne HDP nemusí úplne presne vystihovať životnú úroveň jej obyvateľstva. Eurostat nám poskytuje údaje aj na **medzinárodné porovnanie úrovne spotreby domácností na obyvateľa.** V tomto ukazovateli je Slovensko tiež na 20. mieste, pričom dosahujeme úroveň necelých 74% priemeru EÚ 27. **Zaujímavé je, že sme úrovňou spotreby domácností na obyvateľa predbehli úroveň Českej republiky v roku 2008 a tento nárast si stále udržiavame.** Naopak Grécko si stále napriek kríze a veľkému prepadu výkonu ekonomiky udržiava relatívne vysokú úroveň spotreby domácností na obyvateľa (v roku 2012 mali 95% priemeru EU27). Časom sa však bude musieť ich životná úroveň prispôbiť celkovej ekonomickej úrovni a teda **grécke domácnosti čaká ešte citelný prepád životnej úrovne.**

Úroveň spotreby domácností na obyvateľa v PKS (priemer EÚ27 = 100, 2012)



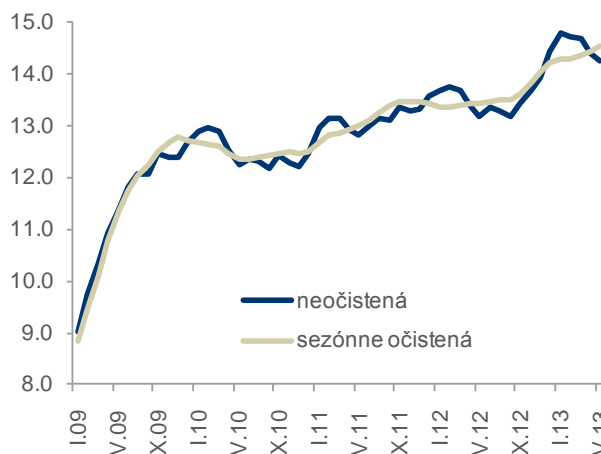
Zdroj: ŠÚ SR

Mesačné indikátory

Štatistiky za štvrtý mesiac vykazujú oproti prvému kvartálu mierne známky zlepšenia. Stále to však neznamená, že môžeme byť optimistickí. **Stavebníctvo zmiernilo prepád produkcie z dvojciferných hodnôt na -4,6 %, pravdepodobne aj ako dôsledok veľmi zlého výsledku z marca. Ešte priaznivejšie vyzerajú výsledky tržieb, tak priemyselných (6 % r/r) ako aj maloobchodných (1,1 % r/r) a už tradične aj vybraných trhových služieb (13 % r/r).** Najväčším pozitívnym prekvapením však boli **tržby z predaja automobilov, ktoré medziročne poskočili takmer o 20 %.** V rekordných výsledkoch pokračuje saldo obchodnej bilancie, ktoré dosiahlo 564 mil. EUR. Od roku 1993 je to **najvyšší**

mesačný obchodný prebytok a ak vo vývoji tohto ukazovateľa nenastane dramatická zmena rekordný prebytok OB zhruba 5 mld. EUR uvidíme aj za celý rok. Menej pozitívny je už však pohľad na vývoj nezamestnanosti, ktorá na prvý pohľad vďaka sezónnym vplyvom klesá. V apríli bola **miera registrovanej nezamestnanosti 14,26 %**, čo je pokles o 0,15 p.b. Keď sa však pozrieme na medzimesačný sezónne očistený vývoj tak z poklesu je razom rast, ktorého dynamika navyše zrýchľuje.

Registrovaná nezamestnanosť v SR



Zdroj: ŠÚ SR, Tatra banka RESEARCH

Elektrina zabrzdila rast cien

Pokles medziročnej dynamiky rastu sa po šiestich mesiacoch zastavil a rovnako ako v apríli bola **cenová hladina vyššia v porovnaní s predošlým rokom o 1,7 %.** Voči predošlému mesiacu však ceny mierne stúpili o 0,1 %.

Už samotný medzimesačný rast cien naznačuje takmer vybalansovaný vývoj s miernou prevahou proinflačných položiek. **Za mierne vyššími cenami** ako v apríli stáli najmä **ceny potravín** na čele s novými zemiakmi, ktorých ceny vzrástli takmer o 30 % m/m. Na druhej strane stáli ceny v doprave (-0,9 % m/m), ktoré najviac ovplyvnili **klesajúce ceny pohonných hmôt** (-1,4 % m/m).

Zostupný trend inflácie nie je vidieť len u nás, ale rovnako sa vo väčšej či menšej miere prejavuje **aj u našich susedov.** Kým však u nás máme ešte od minimálnych hodnôt z roku 2009 - 2010 pomerne dosť ďaleko, v Maďarsku sú s medziročným rastom cien 1,8 % na historických minimách. V Českej republike a Poľsku je rast dokonca ešte nižší ako u nás. Kým poliaci sú s 0,8 % už pod jedným percentom, naši západní susedia majú cenovú hladinu vyššiu v porovnaní s predošlým rokom o 1,3 %.

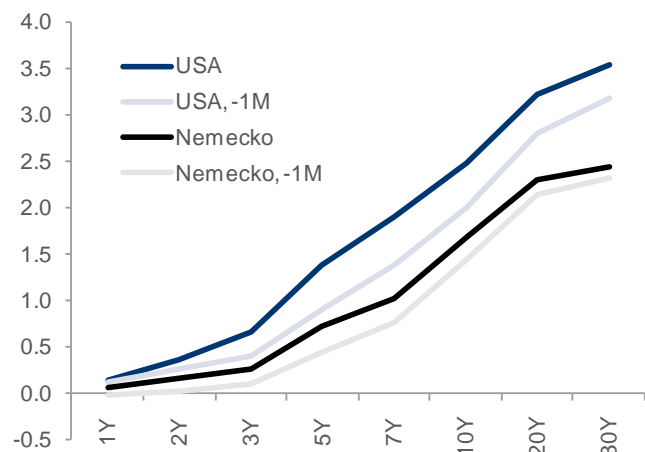
Nepredpokladáme, že by sme sa v priebehu roka mohli rastom cien priblížiť situácii v Poľsku, ale **atakovanie podobnej úrovne ako je momentálne v Českej republike je ku koncu roka pravdepodobné.** Rizikom je momentálne dosah nedávnych povodní na úrodu a následne na ceny potravín. Avšak z doteraz uverejnených informácií by táto hrozba nemala mať významný vplyv.

Ekonomický vývoj za hranicami Slovenska

Fed veľí na ústup

Fed opäť otvorenejšie a konkrétnejšie hovoril o **uťahovaní menovej politiky**, čo po posledných vyjadreniach prichádzajúcich z prostredia tejto banky nie je až tak prekvapivé. No trhy si pravdepodobne až po tomto zasadnutí naplno uvedomili, že Fed to začína myslieť vážne a **koniec extrémne nízkych trhových sadzieb sa blíži**. Reakcia tomu bola primeraná a viaceré rozvíjajúce trhy boli zasiahnuté odlevom kapitálu, kým americká úroková krivka sa posunula na vyššie úrovne (viď graf). Guvernér Fed-u načrtnul cestu akou by exit z extrémne uvoľnenej menovej politiky mohol prebiehať. Niekedy koncom tohto roka by malo prísť k prvému zníženiu nákupov a k úplnému zastaveniu nákupov by malo prísť zhruba v polovici roka 2014. Aj preto sa výraznejší rast výnosov amerických dlhopisov dá očakávať až na jeseň tohto roka. Predpoklad je, že nákupy sa budú znižovať po 15 mld. USD, čiže balík 85 mld. by sa na nulu dostal po šiestich zasadnutiach Fed-u. Guvernér Bernanke však viac krát zdôraznil nutné naplnenie podmienok ústupu z kvantitatívneho uvoľnenia. Tými sú dobré výsledky ekonomického rastu a nezamestnanosti, čím tieto ukazovatele ešte viac naberú na význame pri určovaní vývoja na trhu. Bernanke taktiež veľmi jasne povedal, že **zvyšovanie hlavnej úrokovej sadzby zatiaľ vôbec neprichádza do úvahy**.

Úroková krivka USA a Nemecka

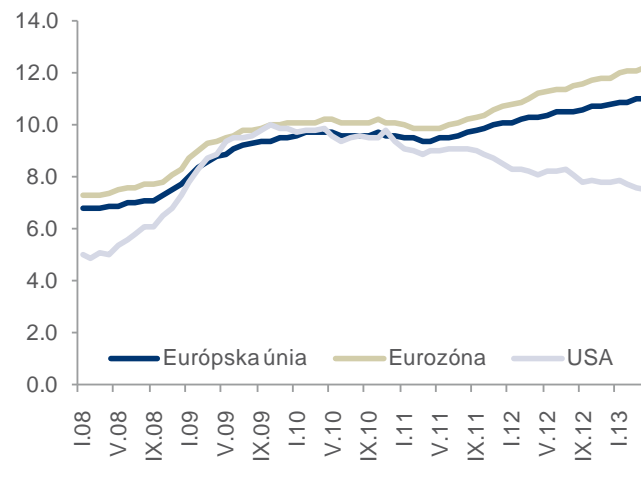


Zdroj: Reuters

Jedno z mála konkrétnych čísiel, ktoré bolo v súvislosti s ukončením nákupov dlhopisov povedané je **podmienka dosiahnuť mieru nezamestnanosti 7 % do polovice 2014**. Tá za posledný rok poklesla o 0,6 p.b a v apríli bola na úrovni 7,5 %. Za predpokladu, že podobné tempo poklesu miery nezamestnanosti sa udrží, cieľ Fed-u by sa mohlo podať dosiahnuť. K strednodobému cieľu, ktorý si Fed určil ako mieru nezamestnanosti na 6,5 % však stále bude pol bodu chýbať a aj preto sa bude Fed naďalej snažiť udržiavať menovú politiku uvoľnenú. Pre porovnanie, vývoj miery nezamestnanosti v Európe je presne opačný a konkrétne

v eurozóne sa toto číslo posledných 24 mesiacov takmer nepretržite zvyšuje. V apríli bola nezamestnanosť na úrovni 12,2 %, čo predstavuje takmer 20 miliónov ľudí bez práce.

Vývoj miery nezamestnanosti v USA a eurozóne



Zdroj: Eurostat

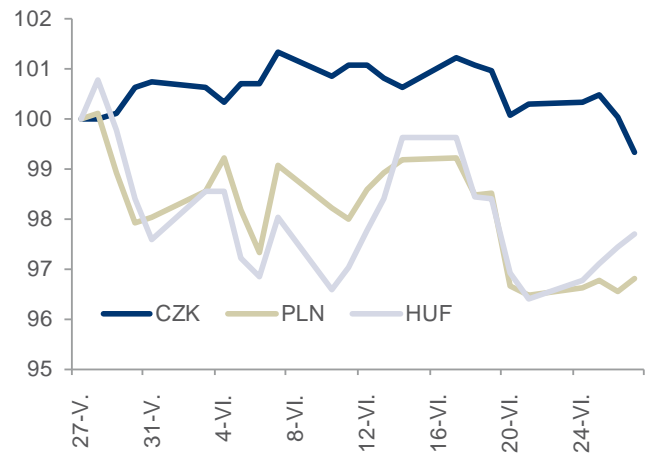
Nárast sadzieb sa nevyhol ani Európe a dokonca ani Nemecku, aj keď v menšej miere. Dôsledkom toho je opätovný nárast spreadov najmä medzi Nemeckom a periférnymi krajinami. Za posledný mesiac vzrástol spread medzi 10 ročnými nemeckými dlhopismi a talianskymi o takmer 0,3 p.b., kým slovenské sa z 1 p.b. posunuli na úrovne o 0,05-0,10 bodov vyššie. Vzhľadom na priestor a vôľu konať, ktorú ECB má, tento stav pravdepodobne dlho nepotrva a spready sa opäť znížia.

Zasadnutie Fed- u rozhýbalo trhy aj u našich susedov

Zasadnutie Fed-u urobilo prievan aj na trhoch našich susedov a okolité meny zaznamenali väčšie či menšie oslabenie. Našich južných susedov to však vôbec neodradilo od pokračovania v uvoľňovaní menovej politiky ďalším znížením hlavnej úrokovej sadzby o 25 bodov na 4,25 %. Zároveň však treba dodať, že z komuniké po rozhodnutí bolo cítiť rastúcu opatrnosť kvôli zhoršujúceho sa sentimentu. Aj z tohto sa dá vyčítať **blížiaci sa koniec cyklu znižovania sadzieb v Maďarsku**. Očakávame, že po ďalších dvoch zníženíach na úroveň 3,75% zostane sadzba na tejto historicky najnižšej úrovni dlhšiu dobu. Správou, ktorá trhy prekvapila bolo predstavenie balíčka na zvýšenie rozpočtových príjmov. Gro záťaž je opäť selektívne zamerané na niektoré odvetvia korporátneho sektoru, čím opäť stúpne daňové zaťaženie tejto časti ekonomiky a môžu sa negatívne ohroziť rastové vyhliadky do budúcnosti. **Českú korunu zasiahlo zasadnutie americkej centrálnej banky najmenej** čo však bolo zapríčinené aj jej predošlým oslabením pod vplyvom zlých HDP čísiel. V Česku je momentálne situácia zaujímavejšia na politickej scéne, ktorá však už tradične nemá dopad na dianie na trhu. Tvorba siedmej vlády za 11 rokov začína pripomínať taliansku politickú scénu, kde priemerná životnosť jednotlivých vlád za posledných 67 rokov horko-ťažko prekračuje jeden kalendárny rok. Česká ekonomika si žije vlastným životom, ktorý významne neovplyvnilo ani

zasadnutie centrálnej banky, aj napriek nečakane silnému vystúpeniu guvernéra ČNB proti korune. **V Poľsku** sa zlotý tiež dostal pod silný tlak a atakoval hranicu 4,36. Toto je hlavnou príčinou toho prečo **sa očakávané zníženie kľúčovej sadzby na 2,50 stalo otáznym**. Ekonomika by takúto podporu v podobe uvoľnenia menovej politiky potrebovala no na druhej strane by nezníženie sadzby bolo vítanou podporou pre zlotý. Zlotý od mája oslabil zhruba o päť percent avšak aj v prípade istej korekcie sa naďalej očakáva jeho pohyb na vyšších úrovniach.

Meny vo V4



Zdroj: Reuters

Eurozóna	01.07.2013	09/2013	12/2013	03/2014	06/2014
ECB kľúčová sadzba	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Euribor 1M	0.12	0.15	0.15	0.15	0.20
Euribor 3M	0.22	0.25	0.30	0.30	0.35
Euribor 6M	0.34	0.35	0.40	0.40	0.45
Euribor 12M	0.53	0.55	0.60	0.60	0.70
Nemecký bund 2Y	0.22	0.20	0.20	0.30	0.50
Nemecký bund 5Y	0.77	0.70	0.90	1.00	1.20
Nemecký bund 10Y	1.77	1.60	1.80	1.90	2.10

USA	01.07.2013	09/2013	12/2013	03/2014	06/2014
Fed funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Libor 3M	0.27	0.30	0.30	0.30	0.30
T-Notes 5Y	1.44	1.30	1.50	1.70	1.90
T-Notes 10Y	2.54	2.40	2.60	2.80	3.00

Kľúčové sadzby centrálnych bánk	01.07.2013	09/2013	12/2013	03/2014	06/2014
Česká republika	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Poľsko	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50
Maďarsko	4.25	4.00	3.75	3.75	3.75

Devízové kurzy	01.07.2013	09/2013	12/2013	03/2014	06/2014
EUR/USD	1.31	1.31	1.30	1.31	1.35
EUR/CHF	1.23	1.25	1.25	1.28	1.28
EUR/GBP	0.86	0.87	0.87	0.86	0.83
EUR/JPY	129.97	135	140	147	151
USD/JPY	99.58	103	108	112	112
EUR/CZK	25.95	25.50	25.20	25.00	24.80
EUR/HUF	294.00	295	300	305	305
EUR/PLN	4.33	4.20	4.15	4.10	4.00
EUR/RON	4.45	4.50	4.40	4.40	4.45

	2011	2012	2013e	2014f	2015f
HDP, reálne ceny, % r/r	3.2	2.0	0.9	2.0	3.0
HDP, nominálne v mld. EUR	69.1	71.5	73.0	75.8	79.7
Spotreba domácností, reál. ceny, % r/r	-0.5	-0.6	-0.4	0.7	1.5
Investície, reál. ceny, % r/r	14.2	-3.7	-4.5	3.0	4.0
Priemyselná produkcia, % r/r	7.3	8.1	1.4	3.0	5.0
Zamestnanosť, ESA ¹ % r/r	1.8	0.1	-0.9	0.2	0.5
Nezamestnanosť, VZPS ² , %	13.4	13.9	14.6	14.3	13.8
Nominálne mzdy, % r/r	2.2	2.4	2.4	2.5	4.0
Inflácia, priemer, % r/r	3.9	3.6	1.7	2.0	2.7
Inflácia, koniec obdobia, % r/r	4.4	3.2	1.6	2.1	2.7
Ceny priemyselných výrobcov, % r/r	2.6	3.9	2.3	3.4	3.0
Deficit verejných financií, % HDP	-5.1	-4.3	-2.9	-2.6	-2.0
Verejný dlh, % HDP	43.3	52.2	54.8	56.3	56.7
EUR/USD (koniec obdobia)	1.30	1.32	1.35	1.30	1.30
EUR/USD (priemer)	1.39	1.29	1.32	1.33	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 prísľubom, 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 nenahrádzajú 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.