

obsah

Ochota podnikov investovať sa nezlepšila

2

Rast alebo pokles investícií je pre makroekonómov veľmi dobrý predstihový ukazovateľ budúceho vývoja ekonomiky. Zároveň je to barometer nálady medzi podnikateľmi, pretože do budúceho vývoja „vsádzajú“ svoje peniaze. Pri detailnom pohľade na vývoj investícií v roku 2013 však nemožno byť príliš optimistický. Investície podnikov, verejného sektora a aj domácností medziročne klesajú. Pokiaľ sa však celkové investície očistia o silne cyklické odvetvie výroby automobilov a energetický sektor, tak vývoj investícií nie je v roku 2013 až tak zlý ako naznačujú celkové čísla.

Podniky sa stále viac financujú zo zahraničia

3

Po zavedení eura sa pobočky zahraničných podnikov stále viac obracajú na financovanie z materského podniku či jeho zahraničnej banky. Prehlbenie finančnej integrácie v rámci eurozóny ešte zvýši tento trend. Preto objem poskytnutých úverov podnikom slovenskými bankami bude v ďalších rokoch rásť len pozvoľna a bude pravdepodobne pomalší ako rast ekonomiky.

Nedostatok investícií veštlí slabý rast

4

Štatistický úrad potvrdil rast slovenskej ekonomiky na úrovni 0,9 % r/r a 0,2 kv./kv. v 3Q 13. Spotreba domácností stagnovala, čo je v súlade s vývojom maloobchodných tržieb. V kontraste s konsolidáciou verejných financií je vývoj vládnej spotreby, ktorá vzrástla o 3 %. Svedčí to najmä o tom, že konsolidácia verejných financií je robená z väčšej časti prostredníctvom investícií.

Fed začal uťahovať

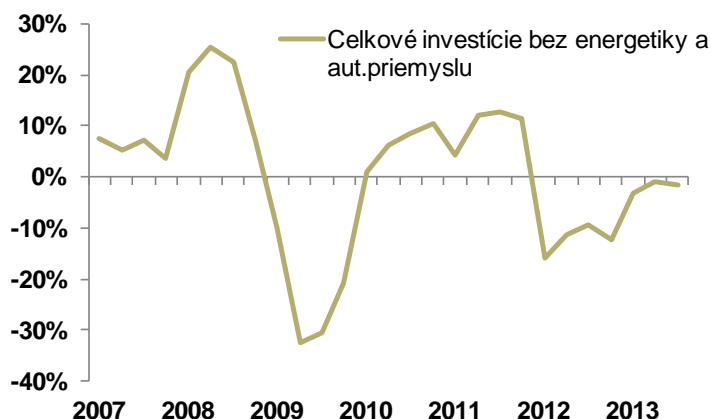
4

Posledné zasadnutie vedené B. Bernankem prinieslo oznámenie prvého zníženia nákupu dlhopisov o 10 mld. USD počnúc januárom 2014. Vo svetle pomerne rýchlej a bezbolestnej dohody amerických politikov o federálnom rozpočte (vláda ma zabezpečené financovanie do septembra 2015) a stále dobrých čísiel prichádzajúcich z ekonomiky sa rozhodnutie nemusí javiť až tak prekvapivé.

Kontakty:

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

Investičná aktivita podnikov
a domácností by sa v roku
2014 mala zlepšiť

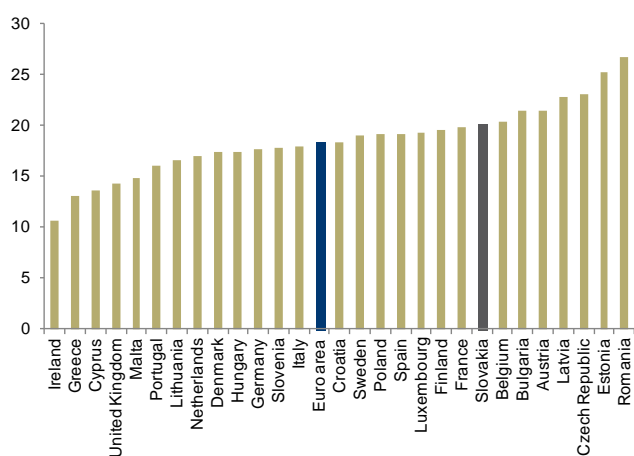


Firmy a domácnosti sú stále opatrné v investovaní

Na konci roku sa zvykne bilancovať, ktoré investície na finančných trhoch priniesli najvyššie zhodnotenie a ktoré nie. Pre budúci vývoj hospodárstva sú však podstatné investície do nových výrobných liniek, technológií či budov. **Ekonomický rast bez investícií nie je v strednodobom horizonte udržateľný.** Preto aj v dnešných časoch, keď ekonomiky po dlhom čase ožívajú, je potrebné sledovať, či oživa aj investičná aktivita. A práve na túto oblasť sa v tomto Mesačníku pozrieme bližšie.

Slovensko je ekonomika, ktorá dobieha úroveň západoeurópskych štátov a potrebuje veľa investovať do nových technológií, infraštruktúrnych stavieb či budov. Preto aj podiel investícií či stavebníctva na HDP je vyšší ako v západoeurópskych krajinách. **Na Slovensku je podiel investícií na HDP na úrovni 20%** zatiaľ čo priemer eurozóny je na úrovni 18%. Naopak krajiny, ktoré sú ekonomickou úrovňou nižšie ako Slovensko majú podiel investícií na HDP o niečo vyšší (napr. Rumunsko má 26%, Čína dokonca až 46%).

Podiel investícií na HDP, % HDP

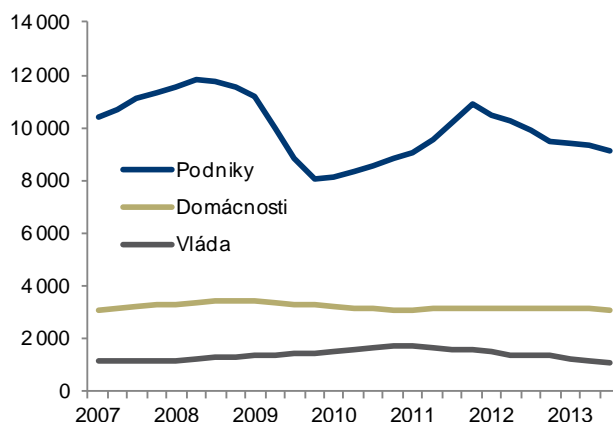


Zdroj: Eurostat

Z hľadiska objemu investícií sú úplne kľúčové investície podnikov. Tie tvorili až 70% celkových investícií v roku 2012. **Na druhom mieste sú investície domácností,** ktoré tvoria zhruba 20% a nasledujú vládne investície s podielom 10%. Pod pojmom investície myslíme investície do fixného kapitálu ako sú stroje, budovy alebo autá. Nejde o investície na finančných trhoch ako sú akcie, vklady a pod. Pri pohľade na vývoj v čase vidíme, že investície domácností a vlády majú pomerne veľkú stabilitu v čase a práve podnikové investície majú veľkú cyklickú fluktuáciu. **V roku 2013 však zaznamenali pokles všetky tri sektory,** pričom pri medzioročnom porovnaní najviac klesli vládne investície (-30% medzioročne). No aj domácnosti investovali o necelých 5% menej ako minulý rok. Pokles investícií je teda hlbší problém

a nie je v rukách ani vlády ani domácností aby zvrátili tento vývoj.

Objem investícií podľa sektoru*, mil. EUR



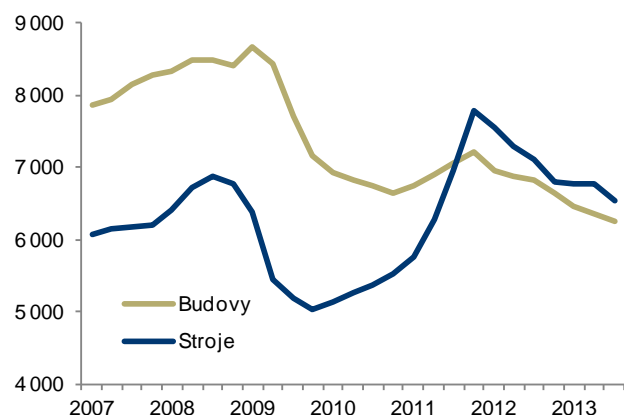
* ide o kľzavú sumu za 4 štvrťroky

Zdroj: ŠÚ SR, Tatra banka research

V predkrízových rokoch sa investovalo najmä do výstavby budov, domov a infraštruktúry. **Investície do strojov boli skoro na polovičnej hodnote oproti investíciám do stavieb.** Po kríze sa však situácia radikálne zmenila. **Firmy a verejný sektor obmedzili investície do stavieb takmer o 20%** a dodnes sa nespamätali. Tieto čísla plne vidno na stavebníctve, ktoré od rok 2009 nezaznamenalo medzioročný nárast výkonu ani jeden rok. Treba však povedať, že predkrízové úrovne boli dlhodobo neudržateľné a zdá sa, že súčasné úrovne sú dlhodobo „normálne“.

Na rozdiel od stavieb, **investície do strojov a technológií po krízovom roku zaznamenalo oživenie.** Je vidno, že firmy sa neboja investovať do nových technológií, aby si udržali medzinárodnú konkurencieschopnosť. Veľký podiel na raste má automobilový sektor, ktorý najmä v roku 2012 investoval do nových výrobných liniek. Podobne **pozitívne pôsobil aj boom výstavby zdrojov obnoviteľnej energie najmä solárnych panelov,** ktoré sa vo veľkom dovážali v roku 2012. V roku 2013 ďalej klesajú investície do stavieb a podobne aj investície do strojov. **V ďalšom období očakávame znova obnovenie rastu investície najmä do strojov,** výstavba budov a infraštruktúry bude rásť len veľmi pozvoľna.

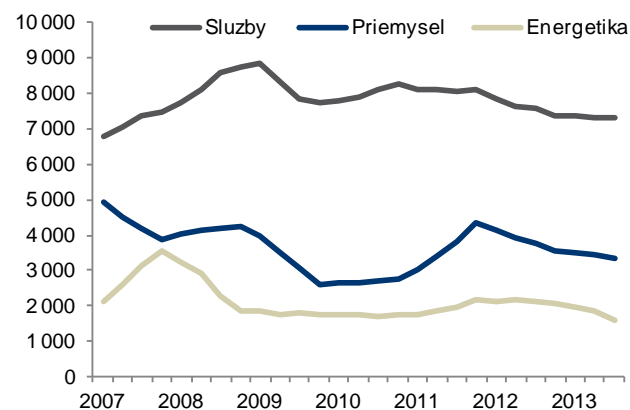
Objem investícií podľa účelu*, mil. EUR



* ide o kľzavú sumu za 4 štvrťroky
Zdroj: ŠÚ SR, Tatra banka research

Najviac investícií sa deje vo firmách, ktoré podnikajú v sektore služieb. Do tohto sektora paria aj realitní developeri, ktorí v skutočnosti nie sú typickým podnikom v tomto sektore. Veľkú fluktuáciu vidieť v priemysle, investície v energetike a utilitách sú stabilnejšie. Počas roku 2013 vidieť pokles investície v priemysle (-13 % medziročne) a energetike (-16 % medziročne), no investície v službách zaznamenali pokles len o 4,7%. **V roku 2014 očakávame oživenie investície vo všetkých sektoroch najmä v priemysle.**

Objem investícií podľa odvetvia*, mil. EUR

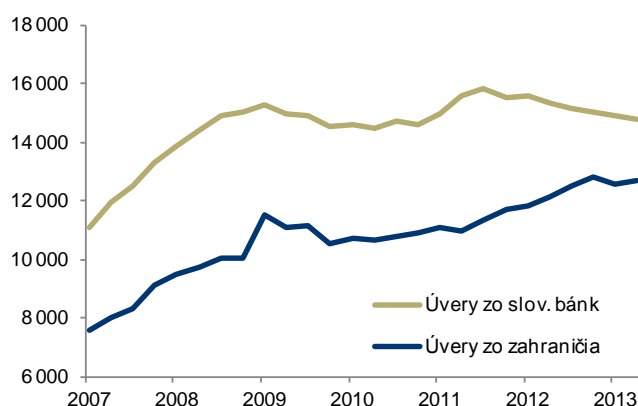


* ide o kľzavú sumu za 4 štvrťroky
Zdroj: ŠÚ SR, Tatra banka research

Podniky sa viac financujú zo zahraničia

Vývoj objemu úverov podnikov kopíruje vývoj v investičnej aktivite. Navyše z údajov NBS sa zdá, že slovenské podniky sa stále viac financujú zo zahraničia. **Objem úverov od slovenských bánk stagnuje či pozvoľna klesá od zavedenia eura.** Podniky so zahraničným vlastníctvom vo väčšej miere využívajú vnútropodnikové financovanie, prípadne financovanie z banky materského podniku. Do budúcnosti možno očakávať, že firmy budú dávať naďalej dôraz na optimálne financovanie svojich dcérskych podnikov a aj projekty ako SEPA bude tento trend len utužovať.

Zdroje úverov podnikov, mil. EUR

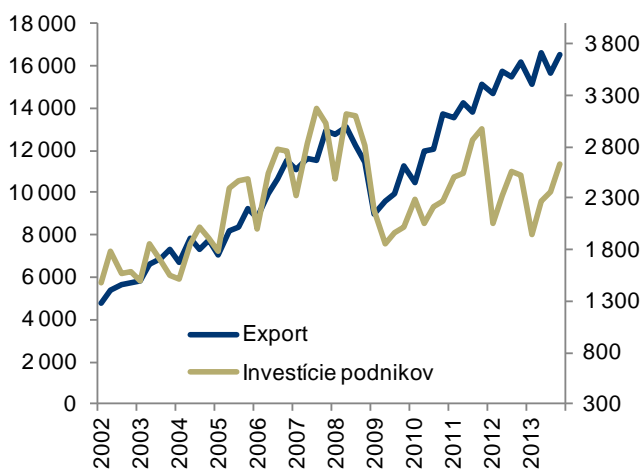


Zdroj: NBS

Podniky by mali začať viac investovať

Jednoduché porovnanie úrovne exportu a investícií podnikov za obdobie 2002-2013 indikuje, že na súčasnú úroveň exportu sú investície príliš nízke. Preto očakávame, že v strednodobom horizonte by investičná aktivita mala dobehnúť „zmeškanú“ úroveň.

Investície a export, mil. EUR



Zdroj: NBS

Mesačné indikátory

Aj napriek tomu, že kalendárny rok 2013 sa pomaly blíži k svojmu koncu, tak najčerstvejšie dáta zo Štatistického úradu SR popisujú zatiaľ dianie v októbri a novembri. Tieto výsledky sú vo väčšine prípadov pozitívne. Na čele stoja **výsledky priemyselnej produkcie, ktorá v októbri vzrástla medziročne o 6,8 %.** Pozitívnym je aj **novembrový vývoj indikátora ekonomického sentimentu.** Jeho hodnota sa zastavila **na 94 bodoch**, čo je **najvyššie číslo od roku 2011.** Prispieva k tomu najmä relatívne dobrá a stabilná nálada v priemysle, maloobchode a službách zároveň s pomaly sa zlepšujúcim sentimentom spotrebiteľov a stavebníkov. Apropo stavebníci, tí nepríjemne prekvapili keď po štyroch

mesiacoch zlepšujúcich sa čísiel prišiel opäť prepad. **V októbri sa pokles stavebníctva opäť zdynamizoval a oproti predošlému roku vyprodukovalo toto odvetvie o 5 % menej.** Výsledky inflácie v novembri potvrdili zostupný trend a medziročný rast inflácie bol iba 0,5 %. Tento výsledok má dve strany mince - pozitívnu z pohľadu spotrebiteľov a skôr negatívnu z pohľadu ekonomiky. Na záver štruktúra HDP za tretí kvartál, ktorá nepriniesla žiadne zásadné prekvapenie. Viac sa dočítate v nasledujúcej časti mesačníka.

Potraviny ťahajú infláciu k historickému minimu

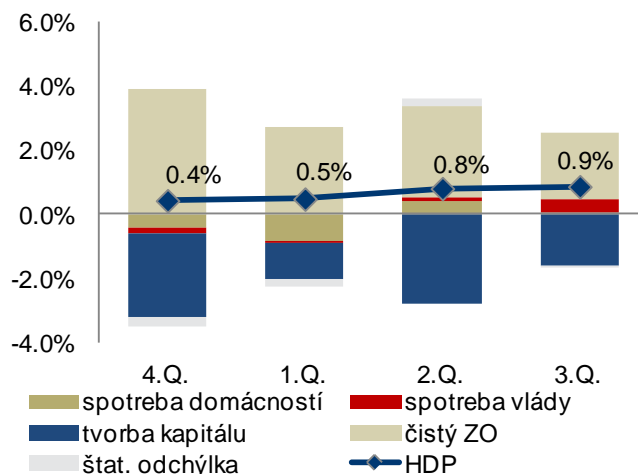
Namiesto stabilizácie medziročnej dynamiky rastu cien sme videli opäť nižší rast. **V novembri bol zaznamenaný tretí medzimesačný pokles cien v roku, tentokrát o 0,1 %**, čím sa **medziročná dynamika inflácie** dostala na úroveň **0,5 %**. Najsilnejší vplyv na spomalenie dynamiky mali potraviny a najmä **neobvykle silný pokles cien ovocia**. Prepád cien o viac ako 10 % medzimesačne sme nevideli minimálne posledných 6 rokov a bol ťahaný najmä exotickým ovocím a jablkami. Druhým najsilnejším faktorom boli ceny pohonných hmôt, kde priaznivý vývoj cien ropy a dolára umožňuje ich znižovanie. V novembri klesli ceny pohonných hmôt o 2 % medzimesačne a rovnaké číslo vidíme aj pri medziročnom vývoji cien v celej doprave.

Takýto rast cien je len tesne nad úrovňou historického minima z rokov 2009 alebo 2010. **Vývoj v najbližších mesiacoch však s vysokou pravdepodobnosťou pokorí aj hranicu 0,4 % r/r.** Začiatok roka bude zo spotrebiteľského hľadiska veľmi priaznivý a ohlásený 7 %-ný pokles cien elektriny a len veľmi mierny rast cien ostatných energií môže dostať infláciu ešte bližšie k nule. V prípade pretrvávajúceho poklesu cien potravín spolu s pohonnými hmotami sa dá hovoriť aj o dočasnom prepade do deflačného pásma.

Nedostatok investícií veští slabý rast

Štatistický úrad potvrdil rast slovenskej ekonomiky na úrovni 0,9 % r/r a 0,2 kv./kv. v 3Q 13. To nebolo žiadnym prekvapením rovnako ako samotná štruktúra HDP. Spotreba domácností stagnovala, čo je v súlade s vývojom maloobchodných tržieb. V kontraste s konsolidáciou verejných financií je vývoj vládnej spotreby, ktorá vzrástla o 3 %. Svedčí to najmä o tom, že **konsolidácia verejných financií je robená z väčšej časti prostredníctvom investičných a nie spotrebných výdavkov.** Jediným negatívny prekvapením boli investície, ktoré klesli o 10 % r/r. Očakávame, že investičná aktivita by sa po jeden a pol roku mala odraziť od dna, mierne zlepšenie predpokladáme aj v domácej spotrebe. **Rok 2014 by mal priniesť rozhodne dynamickejší rast ako v roku 2013**, ktorý by mohol začínať aspoň číslom 2.

Štruktúra HDP v Q3 2013



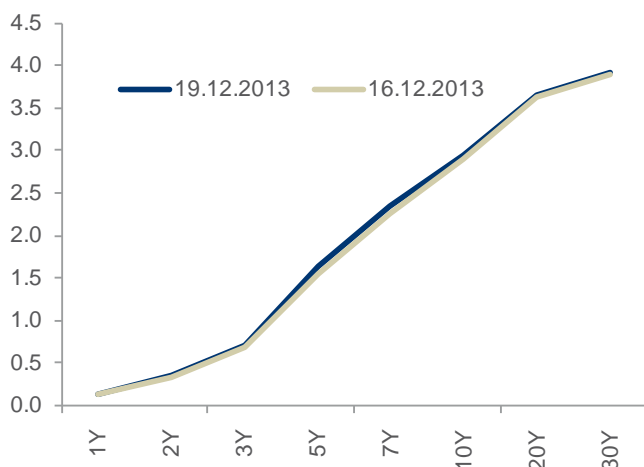
Zdroj: Štatistický úrad SR

Fed začal uťahovať

Pre väčšinu účastníkov trhu bolo rozhodnutie Fedu na decembrovom stretnutí prekvapivé. Posledné zasadnutie vedené B. Bernankem prinieslo **oznámenie prvého zníženia nákupu dlhopisov o 10 mld. USD počnúc januárom 2014.** Vo svetle pomerne rýchlej a bezbolestnej dohody amerických politikov o federálnom rozpočte (vláda ma zabezpečené financovanie do septembra 2015) a stále dobrých čísel prichádzajúcich z ekonomiky sa rozhodnutie nemusí javiť až tak prekvapivé. Očakáva sa, že ďalšie znižovanie nákupu bude v rovnakých objemoch ako naposledy oznamované na každom ďalšom zasadnutí. Svoje rozhodnutie sa Fed snažil zmierniť vyhlásením, **že sadzby budú na súčasnej úrovni dlho po tom ako nezamestnanosť klesne pod 6,5 %.** Vzhľadom na to, že táto hranica by mohla byť dosiahnutá skôr ako sa pôvodne predpokladalo, sa načasovanie prvého zvyšovania sadzieb (**polovica roku 2015**) v podstate nemení. Dolár na zasadnutie reagoval posilnením z úrovni okolo 1.375 k 1.365. Naopak dlhopisový trh nepotvrdil obavy a výnosy sa len veľmi mierne posunuli na vyššie úrovne.

Rast sadieb sa však nevyhol Európe aj napriek tomu, že ECB sa snaží ukotviť krátkodobé sadzby na čo najnižších úrovniach. Miernemu postupnému nárastu dlhodobých sadzieb sa však pri zlepšovaní ekonomického sentimentu a lepším číslach prichádzajúcich z ekonomiky nevyhne. Veľmi zaujímavé je momentálne dianie na úrovni európskych inštitúcií. Krok za krokom sa **dopredu posúva projekt bankovej únie.** Pred pár dňami **ministri financií európskych krajín a následne aj premiéri schválili dohodu o detailoch druhého piliera únie- Európskom jednotnom mechanizme riešenia** bánk v kríze (European single resolution mechanism- SRM). V období nasledujúcich 10 -tich rokov bude vytvorený fond s 55 mld. EUR na riešenie krízových situácií v bankovom sektore. O pomoci bude rozhodovať rada zložená z reprezentantov členských štátov a komisia bude mať právo veta. Od roku 2016 keď začne mechanizmus fungovať nebude možné poskytnúť pomoc prostredníctvom eurovalu (ESM).

Pohyb americkej krivky po vyhlásení „taperingu“



Zdroj: Thomson Reuters

Česká koruna stratila najviac

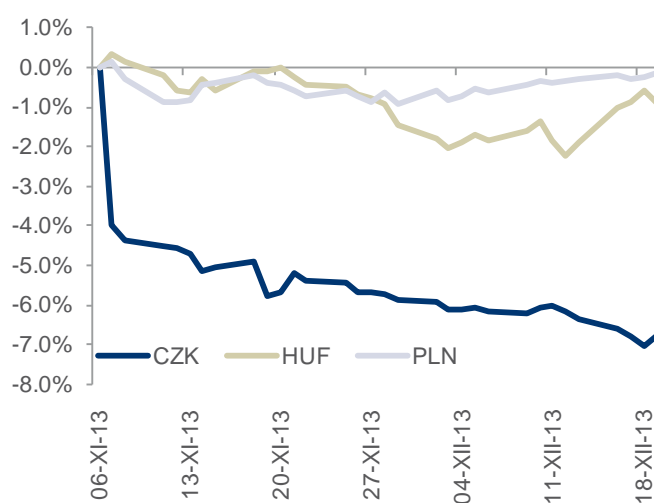
Najväčšiu pozornosť momentálne púta dianie v Českej republike, kde koruna oslabuje ešte viac ako bol centrálnou bankou oficiálne vyslovený cieľ 27 korún za euro. **Guvernér ČNB však na poslednom zasadnutí zdôraznil vhodnosť zvolenej hladiny menového kurzu a jeho držanie minimálne až do začiatku 2015.** V súčasnosti sa česká koruna pohybuje na úrovni okolo 27,7 CZK/EUR.

Maďarská centrálna banka podľa plánu opäť znížila hlavnú úrokovú sadzbu o 20 b.b. a súčasná úroveň je už len na 3 %. Vzhľadom na to, že trh podobný krok čakal **forint zostal relatívne stabilný.** Menová rada Maďarskej centrálnej banky vníma vývoj inflácie (CPI- 1,4 % r/r v 2014) ako veľmi

priaznivý a preto je odhodlaná aj na ďalšie znižovanie sadzby. Naši maďarskí kolegovia predpokladajú, že **uvoľňovanie menovej politiky bude pokračovať už len po 10 b.b. a malo by sa zastaviť na hodnote 2,8 %.**

Ekonomický **vývoj v Poľsku** do značnej miery zapadá do diania v stredoeurópskom regióne. **Oživovanie produkcie v priemysle spolu so stabilizáciou v stavebníctve** sú nosné predpoklady dobrého vývoja ekonomiky aj v roku 2014. Na tomto základe je položená aj **prognóza prvého zvýšenia základnej úrokovej sadzby v druhej polovici roka 2014.** Takýto scenár samozrejme nahráva aj posilneniu zlotého už v priebehu budúceho roka.

Vývoj mien vo V4



Zdroj: Thomson Reuters

Eurozóna	20.12.2013	03/2014	06/2014	09/2014	12/2014
ECB kľúčová sadzba	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Euribor 1M	0,23	0,20	0,20	0,25	0,30
Euribor 3M	0,29	0,30	0,30	0,35	0,40
Euribor 6M	0,39	0,40	0,40	0,50	0,60
Euribor 12M	0,56	0,55	0,60	0,70	0,90
Nemecký bund 2Y	0,23	0,30	0,40	0,60	1,10
Nemecký bund 5Y	0,89	1,20	1,50	1,60	2,00
Nemecký bund 10Y	1,89	2,20	2,40	2,40	2,70

USA	20.12.2013	03/2014	06/2014	09/2014	12/2014
Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,5
Libor 3M	0,25	0,30	0,30	0,30	0,70
T-Notes 5Y	1,67	1,90	2,10	2,30	2,60
T-Notes 10Y	2,91	3,10	3,20	3,30	3,50

Kľúčové sadzby centrálnych bánk	20.12.2013	03/2014	06/2014	09/2014	12/2014
Česká republika	0,05	0,05	0,05	0,05	0,25
Poľsko	2,50	2,50	2,50	2,75	3,00
Maďarsko	3,00	2,80	2,80	2,80	2,80

Devízové kurzy	20.12.2013	03/2014	06/2014	09/2014	12/2014
EUR/USD	1,37	1,35	1,30	1,30	1,35
EUR/CHF	1,23	1,28	1,28	1,29	1,29
EUR/GBP	0,84	0,84	0,83	0,83	0,83
EUR/JPY	143	131	133	134	134
USD/JPY	104	100	103	105	108
EUR/CZK	27,60	26,97	26,97	26,00	26,00
EUR/HUF	298	305	300	305	305
EUR/PLN	4,16	4,10	4,00	4,05	4,00
EUR/RON	4,48	4,45	4,50	4,50	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	75,6	79,4
Spotreba domácností, reál. ceny, % r/r	-0,5	-0,6	0,3	0,7	1,5
Investície, reál. ceny, % r/r	14,2	-3,7	-5,1	3,0	4,0
Priemyselná produkcia, % r/r	5,3	8,1	2,7	3,5	5,0
Zamestnanosť, ESA ¹ % r/r	1,8	0,1	-1,1	0,2	0,5
Nezamestnanosť, VZPS ² , %	13,4	13,9	14,2	13,7	13,5
Nominálne mzdy, % r/r	2,2	2,4	2,8	3,0	4,0
Inflácia, priemer, % r/r	3,9	3,6	1,6	1,7	2,7
Inflácia, koniec obdobia, % r/r	4,4	3,2	1,5	1,8	2,7
Ceny priemyselných výrobcov, % r/r	2,6	3,9	-0,1	2,0	3,0
Deficit verejných financií, % HDP	-5,1	-4,3	-3,1	-2,9	-2,6
Verejný dlh, % HDP	43,3	52,2	54,7	56,9	56,5

1) na základe podnikových štatistík

2) výberové zisťovanie pracovných síl

*) prognózy sa revidujú

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 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.