

obsah

Kde sa berie prekvapivo silný rast zamestnanosti?

2

Rast HDP a vývoj zamestnanosti na Slovensku boli vzhľadom na očakávania priaznivé a kým HDP vzrástlo o 2,4 %, zamestnanosť poskočila medziročne o 2,1 %. Z posledných čísiel, ktoré ŠÚ SR publikoval teda vychádza, že takmer celý rast produkcie bol dosiahnutý dodatočným zamestnaním nových pracovných síl. Zvyšné faktory ako kapitál alebo zvýšená produktivita takmer úplne absentovali. V minulom období sa na Slovensku vytvoril „vankúš“, vďaka ktorému je i pri takomto vývoji rast miezd možný a nemusí nevyhnutne ohroziť konkurencieschopnosť firiem a Slovenska ako takého.

Ako sa bude dariť Nemecku...

3

Za celý rok 2014 je výsledok rastu nemeckej ekonomiky 1,6 %. Predstihové indikátory predpovedajú Nemecku svetlejšiu budúcnosť kontinuálne od novembra. Významné zlepšenie sme videli špeciálne v sektore služieb. Nemecká ekonomika zostáva naďalej vysoko exportne orientovaná. Veríme, že globálny ekonomický rast vedený USA a podporený nízkymi cenami ropy prinesie Nemecku vyšší rast exportu. Obzvlášť dobré sú vyhliadky súkromnej spotreby. Vďaka nízkej inflácii by reálna spotreba mohla rásť o 1,7 % medziročne. Na prvý pohľad to nemusí vyzerať veľa, avšak bol by to dvojnásobok priemeru posledných 10 rokov. Raiffeisen Research predpokladá, že výsledok 1,6 % r/r by sme mohli uvidieť aj v tomto roku. Aj napriek pozitívnym vyhliadkam pre celú ekonomiku a špeciálne pre domácu spotrebu je prognóza pre vývoj spotrebiteľských cien v tomto roku blízka nule.

Inflácia ide opačne ako by chcela ECB

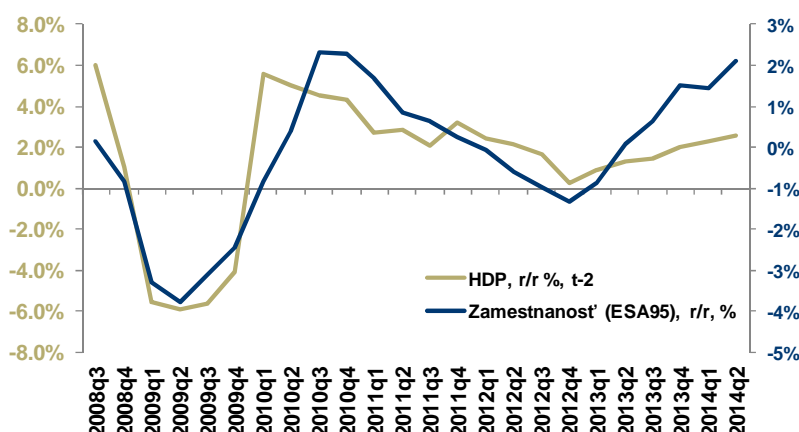
4

Spotrebiteľská inflácia v eurozóne v januári zamierila prudko dole a dosiahla hodnotu -0,6%. Hlavným dôvodom poklesu sú ceny energií, ktoré sa odvíjali od cien ropy. Tie sa už v januári zastabilizovali a mierne vyrástli. Preto očakávame, že inflácia vo februári sa vráti bližšie k nule. Stále je to však veľmi vzdialené od cieľa ECB a preto nie je žiaden dôvod revidovať ohlásené neštandardné opatrenia.

Kontakty:

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

Vývoj zamestnanosti voči HDP zatiaľ rast miezd neohrozuje.



Kde sa berie prekvapivo silný rast zamestnanosti?

Vo februári zverejnil Štatistický úrad SR hlavné údaje za posledný kvartál 2014. **Rast HDP a vývoj zamestnanosti na Slovensku.** Oba údaje boli vzhľadom na očakávania priaznivé a **kým HDP vzrástlo o 2,4 %, zamestnanosť poskočila medziročne o 2,1 %.** Zaujímavý je najmä rozdiel medzi dynamikou rastu týchto kľúčových makroekonomických ukazovateľov, ktorý sa zmenšil na minimum. Síce ešte nemáme k dispozícii podrobné štvrťročné štatistiky, ktoré by nám presne odhalili, čo sa skrýva za vývojom v poslednom kvartáli, určité závery vieme vyvodiť aj z iných už dostupných štatistík. Na hrubý domáci produkt sa dá veľmi zjednodušene nazerať aj ako na výsledok toho, koľko dokáže daný počet pracovných síl vyprodukovať s pomocou strojov (kapitálových investícií) a efektivity využitia týchto faktorov, povedzme vďaka dobrej organizácii práce, vzdelanej pracovnej sile atď. **Z posledných čísiel, ktoré ŠÚ SR publikoval teda vychádza, že takmer celý rast produkcie bol dosiahnutý dodatočným zamestnaním nových pracovných síl. Zvyšné faktory ako kapitál alebo zvýšená produktivita takmer úplne absentovali.**

Je takýto vývoj pre ekonomiku želaný alebo má aj svoje riziká, ktoré sa nám môžu vypomstiť? Slovensko prekonalo ako transformujúca ekonomika búrlivý rast HDP, pri ktorom sa úroveň zamestnanosti zvyšovala nie veľmi výraznejšie ako teraz. Bolo to práve vďaka tomu, že existovala obrovská medzera v kapitálovej vybavenosti, ale aj samotnej produktivite kapitálu a práce. V súčasnosti sme už v takom bode vývoja ekonomiky, kedy dosahovať podobne vysoké rasty HDP nie je také jednoduché práve kvôli tomu, že hlavné nedostatky v produktivite a kapitáli sme v priebehu minulého desaťročia odstránili. Preto je **zmenšovanie rozdielu medzi tempom rastu produkcie a zamestnanosti prirodzeným procesom v období „dospievania“ ekonomiky.** Zjednodušene popísaná situácia podobného rastu HDP a zamestnanosti je, že koláč, ktorý sa prerozdeľuje síce narástol no proporčne k tomu narástol aj počet ľudí, ktorí si ho delia. Čiže pri statickom pohľade to znamená, že nikto nedostane väčšiu časť koláča. Preložené do reči peňazí priestor pre rast miezd by bol veľmi limitovaný.

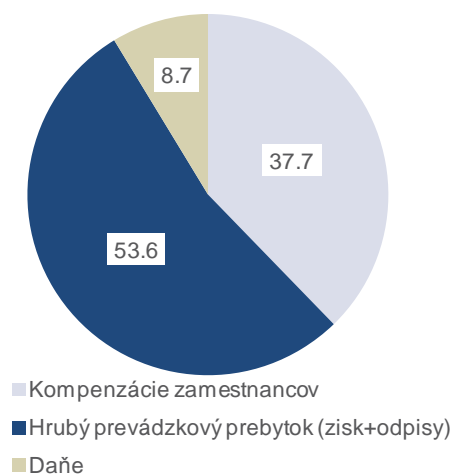
Rozdelenie HDP medzi kapitál a prácu



Zdroj: Eurostat

V minulom roku bol rast produktivity 1 % pri 4,3 % raste reálnych miezd. Avšak vývoj rastu produktivity a rastu miezd je len výnimočne proporčný. **V minulom období sa na Slovensku vytvoril „vankúš“, vďaka ktorému je rast miezd možný a nemusí nevyhnutne ohroziť konkurencieschopnosť firiem a Slovenska ako takého.** Týmto vankúšom máme na mysli veľkosť podielu hrubého operačného prebytku (zisk + odpisy) na HDP verus podiel kompenzácií zamestnancom k HDP. Vývoj tohto podielu na HDP v uplynulom roku potvrdzuje jeho očakávané znižovanie. Z krátkodobého hľadiska a v situácii akej je Slovensko nie je takýto vývoj problematický. Jeho plusom je podpora domáceho dopytu po tovaroch a službách. Pre porovnanie voči vyspelým krajinám je **na Slovensku podiel kompenzácií zamestnancom na HDP 37,3 % , kým v eurozóne je tento pomer cez 47 % HDP.**

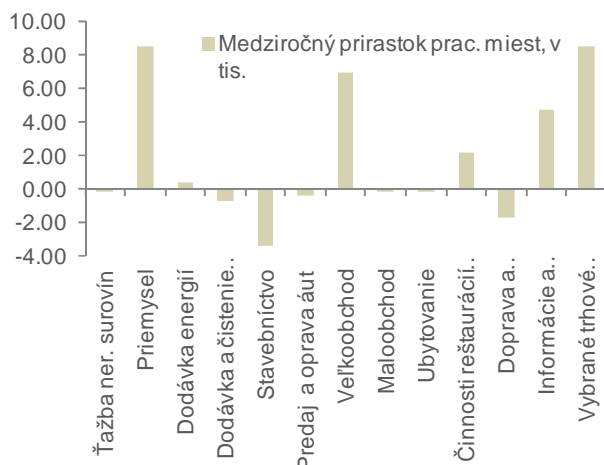
Rozdelenie HDP medzi kapitál a prácu



Zdroj: Eurostat

Poslednou otázkou tohto neštandardného vývoja v slovenskej ekonomike zostáva, kde sa tieto pracovné miesta tvoria? Jednou z možných odpovedí môže byť tvorba nových pracovných miest v odvetviach poskytujúcich služby v dôsledku vyššieho domáceho dopytu. Takáto odpoveď by bola len veľmi čiastočná. Zo štruktúry zamestnanosti po odvetviach môžeme vidieť aj rast zamestnanosti v pohostinstvách a reštauráciách no **výraznejší rast vidieť v priemysle a odvetviach ako informácie a telekomunikácie, alebo vo veľkoobchode a trhových službách.**

Zamestnanosť podľa odvetví, december



Zdroj: Eurostat

Vo všeobecnosti platí, že presun pracovných síl z poľnohospodárstva, priemyslu alebo stavebníctva do sektoru služieb je prirodzený vývoj v každej rozvíjajúcej sa ekonomike. Umocniť tento vývoj a vytvoriť prostredie, v ktorom budú môcť vznikáť ďalšie pracovné miesta v oblasti služieb, ideálne s vyššou pridanou hodnotou, si však bude vyžadovať ďalšie reformy. Ak chceme výkon našej ekonomiky vyjadrený napríklad v HDP na hlavu posúvať vyššie mal by u nás tento proces naďalej naberať na sile. Preto je nevyhnutné ďalej postupovať v reforme verejnej správy tak, aby lepšie a efektívnejšie pomáhala spravovať spoločnosť. Ruka v ruke s tým idú aj lepšie podmienky pre podnikateľské prostredie, ktoré zjednodušujú vznik a fungovanie firiem.

Ako sa bude dariť Nemecku...

V poslednom kvartáli minulého roka rástol náš najväčší obchodný partner o prekvapujúcich 0,7 % medzikvartálne. **Za celý rok 2014 je výsledok rastu nemeckej ekonomiky 1,6 %.** Raiffeisen Research predpokladá, že takýto výsledok by sme mohli uvidieť aj v tomto roku. Prečo by sa aj v roku 2015 mal v tejto krajine na jej pomery slušný rast ekonomiky zopakovať?

Ako prvé sa pozrieme na **predstihové indikátory, ktoré predpovedajú Nemecku svetlejšiu budúcnosť kontinuálne od novembra.** Podobný obrázok nám poskytuje tak indikátor Ifo ako aj ďalší veľmi významný predstihový

indikátor PMI. **Významné zlepšenie sme videli špeciálne v sektore služieb.** Dokonca tvrdé údaje z ekonomiky už naznačujú solídny ekonomický rast v prvom kvartáli 2015. Nárast objednávok v priemysle sľubuje slušný rast priemyslu.

Vývoj sentimentu v Nemecku

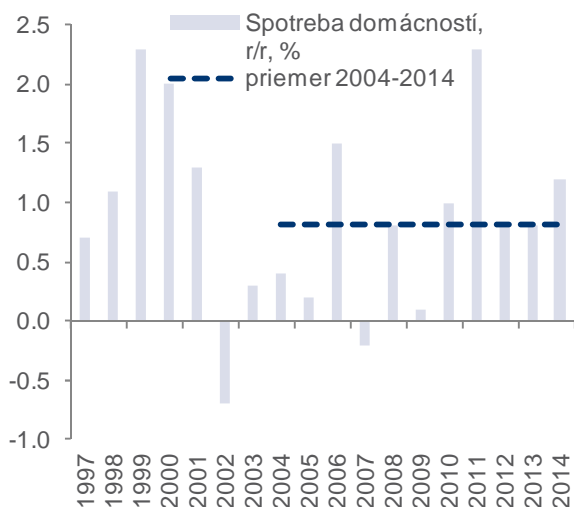


Zdroj: Ifo Insite

Avšak nielen krátkodobá, ale aj strednodobá perspektíva poskytuje slušný výhľad. **Nemecká ekonomika zostáva naďalej vysoko exportne orientovaná.** Aj napriek tomu, že posledné dva roky bol čistý príspevok exportu na raste HDP takmer nulový, veríme, že **globálny ekonomický rast vedený USA a podporený nízkymi cenami ropy, prinesie Nemecku vyšší rast exportu.** Naše očakávanie silnejších exportov by sa malo premietnuť aj do vyšších investícií. Rovnako pozitívnejšie vyzerajú vyhliadky v stavebníctve. To by malo byť ťahané najmä rezidenčnou výstavbou, ktorá bude podporená nízkymi úrokovými sadzbami a dopytom po novom bývaní. **V neposlednom rade budú silným stimulom verejné investície,** ktoré už vláda vopred oznámila. Najmä investície na údržbu sú nevyhnutne potrebné, keďže vzhľadom na dodržiavanie rozpočtovej disciplíny boli v posledných rokoch utlmené.

Obzvlášť dobré sú vyhliadky súkromnej spotreby. V minulom roku vzrástla zamestnanosť o 0,9 % na 42,7 mil., čo je najviac od doby ako sa tento ukazovateľ začal sledovať. Podobný nárast sa očakáva aj v tomto roku. Navyše, kolektívne vyjednávanie a zavedenie celonárodnej minimálnej mzdy by malo zabezpečiť podobný rast miezd ako v minulom roku čiže okolo 3%. **Vďaka nízkej inflácii by reálna spotreba mohla rásť o 1,7 % medziročne. Na prvý pohľad to nemusí vyzerať veľa, avšak bol by to dvojnásobok priemeru posledných 10 rokov.**

Spotreba domácností v Nemecku, r/r, %

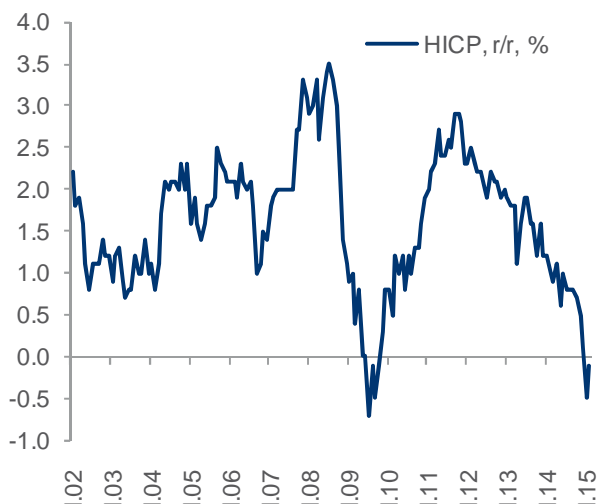


Zdroj: Eurostat

Pri tak optimistických očakávaníach rastu jednotlivých častí nemeckej ekonomiky sa môže zdať rast HDP 1,6 % na rok 2015 mierne pesimistický. Na jednej strane očakávame pokles zásob, čo pochopiteľne zníži rast. Na strane druhej treba povedať, že **vnímame pozitívne riziká pre túto prognózu a rast HDP môže byť pokojne o niečo vyšší.**

Aj napriek pozitívnym vyhlídkam pre celú ekonomiku a špeciálne pre domácu spotrebu je prognóza pre vývoj spotrebiteľských cien v tomto roku blízka nule. Príčinou sú samozrejme ceny ropy, potravín ale prekvapil aj veľmi tlmený rast cien služieb (kultúra, voľný čas, zdravotníctvo).

Vývoj nemeckej inflácie

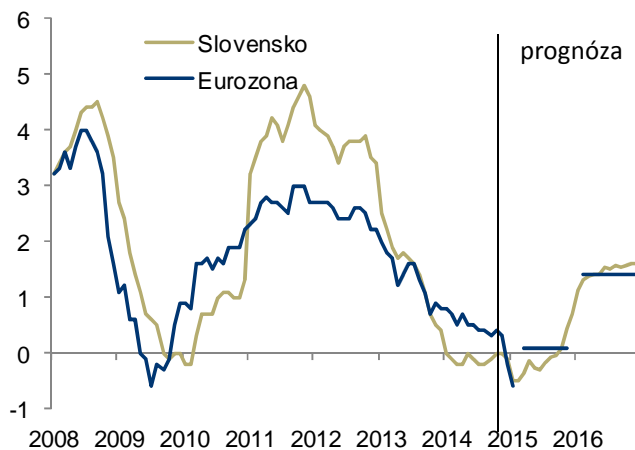


Zdroj: Eurostat

Inflácia smeruje stále nižšie

Vývoj inflácie v januári 2015 narobil ďalšie vrásky členom výkonného výboru ECB. **V eurozóne dosiahla spotrebiteľská inflácia hodnotu -0,6%.** Dôvodom takého bezprecedentného poklesu sú ceny energií, ktoré medziročne poklesli o takmer 9%. Inflácia po očistení o ceny energií, potraviny, alkohol a tabak je ešte stále v plusových hodnotách. V januári takto chápaná jadrová inflácia bola na hodnote +0,6%, čo je jeden z dôvodov, prečo netreba vnímať zápornú celkovú infláciu ako dôkaz, že sme v deflácií. Cena ropy od januára začala mierne rásť a tak je veľmi pravdepodobné, že už vo februári bude inflácia za eurozónu vyššia - okolo 0%. Z pohľadu ECB, samozrejme, rast inflácie z mínusových čísiel na nulu nemožno hodnotiť ako úspech. Jadrová inflácia už takmer rok stagnuje a preto napriek miernemu zlepšeniu celkovej inflácie dôvod na neštandardné opatrenie zo strany ECB ostáva v platnosti.

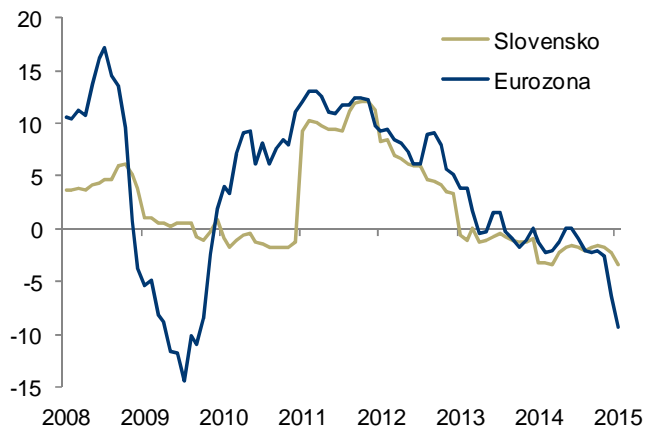
Inflácia, v %



Zdroj: Thomson Reuters Datastream, Tatra banka research

Inflácia na Slovensku v podstate kopíruje vývoj v eurozóne. Januárová inflácia **dosiahla hodnotu -0,5%** (podľa EU harmonizovanej metodiky). **Dôvodom takéhoto poklesu sú jednoznačne ceny energií a potravín.** Ceny elektriny, plynu, tepla a motorových palív poklesli o 4,3% medziročne. Tento pokles je v podstate len polovičný ako v prípade celej eurozóny, kde ceny energií klesli o spomínaných 9%. Dôvodom tohto rozdielu je pomalý prenos zmien ceny ropy do cien energií kvôli spôsobu regulácie cien plynu, tepla a elektriny na Slovensku. Preto je možné, že v priebehu tohto roku budú ceny energií ešte dodatočne znižované napriek tomu, že cena ropy od januára mierne rastie. Vo februári očakávame, že spotrebiteľská inflácia dosiahne podobnú hodnotu ako v januári, t.j. -0,5%.

Rast cien energií, v %



Zdroj: Thomson Reuters Datastream, Tatra banka research

Eurostat zverejnil v polovici februára rýchly **odhad rastu ekonomík krajín eurozóny za Q4 2014**. Eurozóna ako

celok medzištvrtročne vzrástla o 0,3%. Číslo samo o sebe nie je ohromujúce, no vzhľadom na pesimistické očakávania bolo nakoniec prijaté s nadšením. Väčšina krajín rástla pomerne svižne – Nemecko, Španielsko, Poľsko a Slovensko mali rasty medzi 0,6-0,7%, no Francúzsko či Taliansko len 0,1%. Na týchto číslach bolo pekne vidieť, ktorá krajina robí reformy a ktorá nie.

Predstihové indikátory, ktoré zverejňuje firma Markit, vo februári vzrástli nie len pre Nemecko, ale aj pre Francúzsko a zvyšok eurozóny. Najväčší nárast očakávaní bol v sektore služieb, pričom samotný priemysel si polepšil len málo. Vývoj celkovej ekonomiky eurozóny by mal byť preto v prvom polroku 2015 ešte o niečo lepší ako bol v závere minulého roka. Rast eurozóny by mal zrýchliť na 0,4% medzikvartálne, čo by pre Slovensko mohlo znamenať rast okolo 0,6-0,7%. Stále však budú pretrvávať rozdiely medzi krajinami. Pre Slovensko je podstatné, že najvýznamnejší obchodný partneri budú svižne rásť.

Eurozóna	02.03.2015	03/2015	06/2015	09/2015	12/2015
ECB kľúčová sadzba	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Euribor 1M	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 3M	0.04	0.05	0.05	0.05	0.05
Euribor 6M	0.11	0.10	0.10	0.10	0.10
Euribor 12M	0.23	0.25	0.20	0.20	0.20
Nemecký bund 2Y	-0.21	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20
Nemecký bund 5Y	-0.08	0.00	0.00	0.00	0.00
Nemecký bund 10Y	0.33	0.40	0.40	0.40	0.40

USA	02.03.2015	03/2015	06/2015	09/2015	12/2015
Fed funds	0.25	0.25	0.50	1.00	1.50
Libor 3M	0.26	0.45	0.70	1.20	1.70
T-Notes 5Y	1.53	1.20	1.50	1.80	2.10
T-Notes 10Y	2.02	1.70	2.00	2.30	2.60

Kľúčové sadzby centrálnych bánk	02.03.2015	03/2015	06/2015	09/2015	12/2015
Česká republika	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Poľsko	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75
Maďarsko	2.10	1.80	1.80	1.80	1.80

Devízové kurzy	02.03.2015	03/2015	06/2015	09/2015	12/2015
EUR/USD	1.12	1.13	1.15	1.12	1.05
EUR/CHF	1.07	0.95	1.00	1.03	1.05
EUR/GBP	0.73	0.78	0.77	0.76	0.76
EUR/JPY	134	139	144	143	137
USD/JPY	120	123	125	128	130
EUR/CZK	27.46	27.70	27.80	27.60	27.60
EUR/HUF	304	310	315	315	320
EUR/PLN	4.16	4.30	4.30	4.25	4.20
EUR/RON	4.44	4.40	4.45	4.45	4.40

	2013	2014e	2015f	2016f	2017f
HDP, reálne ceny, % r/r	1.4	2.5	2.5	3.5	3.5
HDP, nominálne v mld. EUR	73.6	75.2	77.1	81.0	85.5
Spotreba domácností, reál. ceny, % r/r	-0.8	2.4	2.7	2.0	2.0
Investície, reál. ceny, % r/r	-2.7	4.7	3.5	5.0	5.0
Priemyselná produkcia, % r/r	4.6	3.7	4.0	4.5	6.0
Zamestnanosť, ESA ¹ % r/r	-0.8	1.4	1.2	0.7	0.7
Nezamestnanosť, VZPS ² , %	14.2	13.1	12.2	11.6	11.0
Nominálne mzdy, % r/r	2.4	4.2	3.0	3.5	4.5
Inflácia, priemer, % r/r	1.4	-0.1	0.0	1.5	2.5
Inflácia, koniec obdobia, % r/r	0.4	-0.1	0.7	2.0	2.5
Ceny priemyselných výrobcov, % r/r	-0.1	-3.5	0.0	2.0	2.0
Deficit verejných financií, % HDP	-2.6	-2.9	-2.3	-1.4	-0.4
Verejný dlh, % HDP	54.6	53.7	54.7	53.4	51.4

1) na základe podnikových štatistík

2) výberové zisťovanie pracovných síl

Upozornenie:

Súbor informácií obsiahnutý v tomto dokumente (ďalej len "Informácie") nie je návrhom, verejným návrhom na uzatvorenie zmluvy, časťou zmluvy, pokynom, marketingovým oznámením, 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 nevyhnutnú odbornú starostlivosť v oblasti poskytovania investičných služieb.

Tatra banka, a.s., so sídlom Hodžovo námestie 3, 811 06 Bratislava 1, IČO: 00 686 930, zapísaná v Obchodnom registri Okresného súdu Bratislava I, oddiel Sa, vložka číslo 71/B (ďalej len „Tatra banka, a.s.“) pri spracovaní Informácií postupovala s maximálnou starostlivosťou, a to najmä pri výbere Informácií z verejne dostupných zdrojov, ktoré použila pri spracovaní Informácií. Tatra banka, a.s. 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. Vyjadrenia a stanoviská prezentované v rámci Informácií sa nemusia zhodovať s vyjadreniami a stanoviskami Tatra banky, a.s. ani iných subjektov.

V prípade, ak sú medzi Informáciami uvedené aj údaje o výkonnosti akéhokoľvek finančného nástroja, či už v minulosti alebo ako odhad do budúcnosti, potom Tatra banka, a.s. upozorňuje na skutočnosť, že sa nejedná o spoľahlivý ukazovateľ o výkonnosti v budúcnosti.

Obsah tohto dokumentu nebol skontrolovaný žiadnym orgánom dohľadu. Klientom sa odporúča postupovať s primeraným uvážením vo vzťahu k Informáciám uvedeným v tomto dokumente a v prípade akýchkoľvek pochybností vo vzťahu k Informáciám uvedeným v tomto dokumente, odporúčame klientom aby sa poradili s príslušnými odborníkmi.

Daňový režim závisí od individuálnej situácie klienta a v budúcnosti sa môže zmeniť.

Sprístupnenie Informácií obsiahnutých v tomto dokumente sa riadi právnym poriadkom Slovenskej republiky. Tatra banka, a.s. ani ďalšie subjekty, 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 iných krajín.

Akékoľvek preberanie Informácií uvedených v tomto dokumente je povolené bez predchádzajúceho písomného súhlasu Tatra banky, a.s. len v rozsahu zákonnej licencie v zmysle zákona č. 618/2003 Z.z. o autorskom práve a právach súvisiacich s autorským právom (Autorský zákon) v znení neskorších predpisov.