

## obsah

### Prehrievanie ekonomiky?

2

Prehrievanie alebo podchladenie ekonomiky sú najčastejšou témou diskusií medzi centrálnymi bankármi. Poznať či ekonomika môže ešte rásť bez toho aby vytvárala nerovnováhy v ekonomike, je dôležité pri nastavení úrokových sadzieb. Dnes však nemáme v rukách nastavenie sadzieb a preto musí vláda a centrálna banka zvoliť iné nástroje na zamedzenie vytvorenia bubliny. Aktuálne sa zdá, že najväčšie nerovnováhy sú na trhu práce a pri úveroch na bývanie. Nedostatok pracovníkov hlási rekordné množstvo firiem a počet voľných pracovných miest dosahuje tiež rekordné úrovne (aj pri medzinárodnom porovnaní). Miera nezamestnanosti pritom dosahuje 8-9%, čo je veľmi vysoké číslo. Navyše sa zdá, že tento problém sa bude len prehľbovať. Podobná diskusia je pri úveroch na bývanie, kde už NBS zavádza opatrenia na utlmenie nadmerného rastu. Prehrievanie budeme skôr či neskôr cítiť na raste miezd.

### Česká koruna opäť pláva

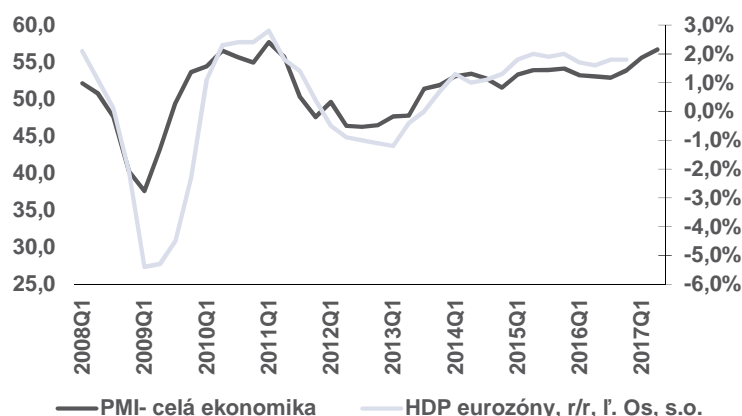
4

Na mimoriadnom zasadnutí bankovej rady vo štvrtok 6. apríla sa ČNB rozhodla vrátiť k režimu riadeného plávajúceho kurzu. Očakávané posilnenie koruny by malo opäť prispieť k dezinflačnému tlaku - spomaleniu tempa inflácie. Naši českí kolegovia z tímu ekonomického výskumu Raiffeisen bank predpokladajú, že inflácia by sa v priebehu roka vďaka silnejšej korune mala opäť vzdialiť od 2%-ného cieľa smerom k jednému percentu. Zvýšená volatilita CZK je vývoj, ktorý v najbližšom období očakáva väčšina analytikov. V prípade negatívneho sentimentu v Európe (napr. z francúzskych volieb) a následnej snahe zbaviť sa európskych aktív by sa masívnejší návrat korún späť do českej republiky mohol spôsobiť jej ďalšie oslabenie. Cieľom zavedenia menového záväzku bolo zvýšenie dynamiky inflácie a vyhnutie sa škodlivým vplyvom deflácie. Polemika by sa samozrejme dala viesť už o samotnom zámere ČNB a rôznorodé názory panujú aj v hodnotení úspešnosti tejto politiky. Technicky vzaté sa ČNB v porovnaní s eurozónou a krajinami strednej a východnej Európy podarilo infláciu zvýšiť.

### Kontakty:

robert\_prega@tatrabanka.sk, juraj\_valachy@tatrabanka.sk, boris\_fojtik@tatrabanka.sk

Nákupný index manažérov (PMI) za eurozónu dosahuje niekoľkoročné maximá. Rastie šanca, že prognózy rastu HDP sa budú revidovať smerom nahor.



## Prehrieva sa slovenská ekonomika ?

Na prvý pohľad možno zvláštna otázka. Slovensko sa teší zo slušného rastu už štvrtý rok po sebe a zdá sa, že dobré časy stabilného rastu sú konečne späť. No **rast ekonomiky medzi 3-4% je podstatne nižší ako sme videli v predkrízovom období, preto sa aj úvahy o nadmernom raste môžu zdať ako zbytočné.** Avšak napätá situácia v niektorých oblastiach ekonomiky hovorí jasne – **ekonomika uzavrela svoju produkčnú medzeru a smeruje k prehrievaniu.**

### Prečo je prehrievanie problém?

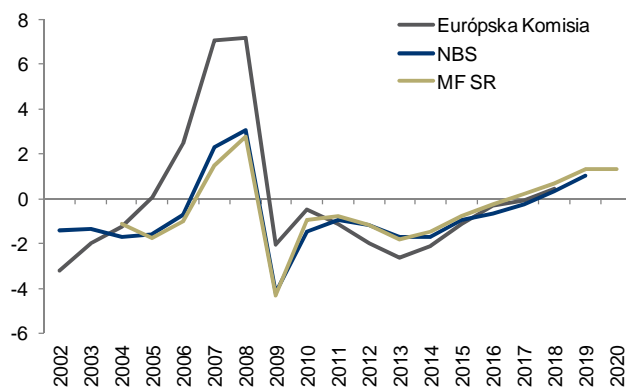
Stav keď ekonomika dlhodobo funguje nad svoje možnosti je nežiaduci z viacerých dôvodov. **Najtypickejším problémom je zrýchľujúca sa inflácia.** Prehrievanie ekonomiky si Slovensko zažilo v rokoch 2006-2008 čo bolo sprevádzané infláciou v priemere na úrovni 3,4%. **Počas prehrievania dochádza k neracionálnej alokácii kapitálu,** čo sa následne prejaví v množstve krachujúcich podnikov a projektov. Ostatné prehrievanie ekonomiky vytvorilo pomerne **veľkú bublinu na realitnom trhu.** Realitné bubliny ako také vždy **zhoršia stabilitu bankového sektora.** Dochádza **k prudkému nárastu nezamestnanosti,** ktorá sa následne znižuje len veľmi pomaly. Ľudia strácajú zručnosti a rastie štrukturálna miera nezamestnanosti.

### Vieme povedať jednoznačne v akej pozícii sa nachádza ekonomika dnes?

**Spofahlivý výpočet** tzv. cyklickej pozície slovenskej ekonomiky **robí v podstate len niekoľko inštitúcií.** Okrem lokálnych (NBS, IFP MF SR a RRZ) tieto odhady robí Európska Komisia (EK). Výpočet produkčnej medzery (output gapu) síce nie je metodologicky zložitý, no vyžaduje si ad-hoc expertné zásahy a tie je schopné urobiť len človek, ktorý veľmi dobre pozná ekonomiku – jej špecifiká a históriu.

Výpočty output gapu spomínaných inštitúcií sa veľmi nelíšia. Všetky hovoria o pomerne silnom prehrievaní v rokoch 2007-2008, následnom dlhodobom podchladení s príchodom krízy v roku 2009. **Zároveň však tvrdia, že v roku 2017 dosiahneme rovnovážny stav** – teda produkčná medzera sa uzavrie. Pokračovanie súčasného rastu ekonomiky by malo postupne vytvárať napätia a nerovnováhy v niektorých sektoroch – mala by nadmerne rásť inflácia, mzdy, ceny nehnuteľností či investície. Preto je dôležité aby domácnosti či firmy nepodľahli prehnanému optimizmu v nazeraní na budúcnosť, lebo po strmom raste prichádza vždy pád.

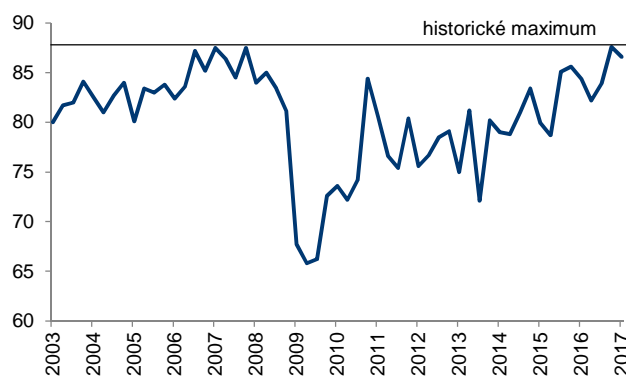
## Produkčná medzera, % HDP



Zdroj: NBS, MF SR, EK (AMECO)

O dosiahnutí produkčných možností ekonomiky hovoria aj prieskumy medzi výrobnými podnikmi. Podľa týchto údajov využitie existujúcich výrobných kapacít je na historicky maximálnych úrovniach. Ďalší rast požiadaviek na výrobu musí nutne vyústiť buď k rastu cien výrobkov (čím sa obmedzí dopyt po nich) alebo k investíciám do rozšírení výroby a najímaní nových ľudí zo zahraničia.

## Využitie výrobných kapacít v priemysle



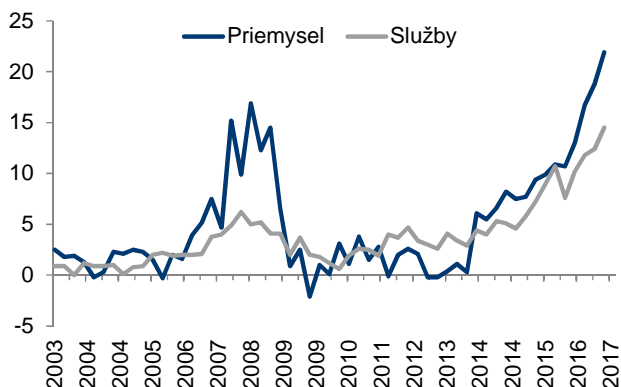
Zdroj: ŠÚ SR

Od krízy došlo k utlmeniu investičnej aktivity firiem a tým sa znížil aj ich výrobný resp. exportný potenciál. Firmy síce investujú, no opatrnjšie ako pred krízou a tým rastie aj potenciál ekonomiky pomalšie ako pred krízou. Preto aj pri rastoch HDP okolo 3,5% môže dochádzať k prehrievaniu ekonomiky.

### Sú oblasti, kde už dnes vidíme prehrievanie?

Jednoznačné áno. **Prvou oblasťou je trh práce.** Noviny sú plné článkov o nedostatku kvalifikovaných pracovníkov a to napriek tomu, že miera nezamestnanosti nedosiahla predkrízovú úroveň. O veľkosti problému nám hovoria okrem iného aj **prieskumy medzi podnikateľmi,** kde sa ich ŠÚ SR pýta, či ich nedostatok pracovníkov obmedzuje v raste podnikania. Firmy či už z priemyslu alebo sektoru služieb jednoznačne hovoria o probléme s nedostatkom ľudí. Tento problém je **najväčší v histórii merania tohto indikátora** a zhoršovanie sa ešte nezastavilo.

## Konjunkturálny prieskum: Nedostatok zamestnancov limitujúcich produkciu, saldo odpovedí



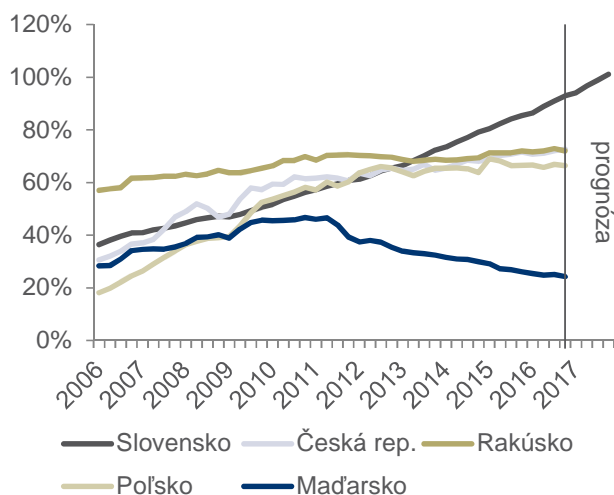
Zdroj: ŠÚ SR, Tatra banka RESEARCH

Pretlak na trhu práce vidieť aj na počte voľných miest. V ekonomii sa zvykne porovnávať miera nezamestnanosti s počtom voľných pracovných miest. Takémuto vzťahu sa hovorí Beveridgova krivka. Podľa údajov ÚPSVaR bolo ku koncu marca 2017 neobsadených 44 821 pracovných miest. **V priemere tak v prvom štvrtroku 2017 bolo voľných vyše 41 tisíc miest čo tvorí zhruba 1,8% z existujúcich pracujúcich (po sezónnom očistení to bolo 1,98%).** Ide opäť o historicky najvyššie číslo. Čo je však podstatnejšie že **aj pri medzinárodnom porovnaní ide o vysoké číslo.** Vyššiu mieru voľných pracovných miest má už len pár krajín ako napr. Česká republika či Nemecko.

Rekordný počet voľných pracovných miest pri nezamestnanosti na úrovni okolo 8,5% znamená vysokú mieru prirodzenej nezamestnanosti. Tá sa znižuje len veľmi ťažko a pomaly.

**Druhou oblasťou, kde vidíme prehrievanie je rast úverov na bývanie.** O tejto téme sme podrobne písali už vo februárovom Mesačníku. **Objem úverov na bývanie v pomere k príjmom domácností dosahuje výrazne vyššie úrovne ako v okolitých krajinách** ako Česká republika či Rakúsko.

## Podiel úverov na bývanie k príjmom zamestnancov\*, v %



\* Ide o podiel stavu úverov na bývanie na príjmoch zamestnancov (suma za ostatné 4 štvrtroky). Simulácia je projekcia vývoja podielu pokiaľ by úvery a príjmy rástli v roku 2017 rovnakým tempom ako v roku 2016

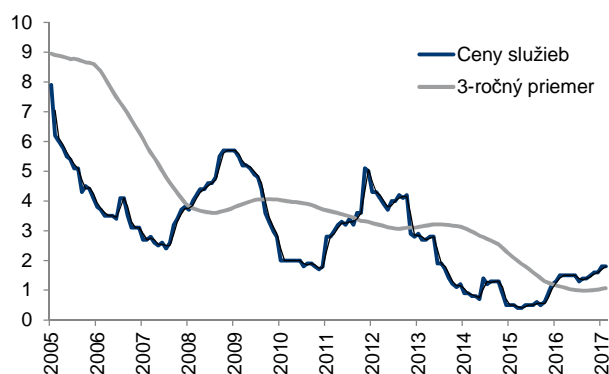
Zdroj: Eurostat, ECB, Tatra banka RESEARCH

## Sú oblasti, kde naopak prehrievanie ešte nevidíme?

**Prehrievanie ekonomiky jasne nevidíme v inflácii.** A práve inflácia je podľa ekonomických teórií ten ťažiskový indikátor, ktorý by nám mal jednoznačne a spoľahlivo hovoriť o prehrievaní či podchladení ekonomiky. Preto si ho koniec-koncov vybrala aj samotná centrálna banka (ECB) ako cieľ svojej menovej politiky. Na tomto fronte však nemožno s kľudným srdcom povedať, že by sa Slovensko prehrievalo. **Určité náznaky však vidieť aj tam.**

Štandardne je vývoj jadrovej inflácie spätý s cyklickým vývojom ekonomiky. Celková inflácia je očistená o vplyv cien potravín, ktoré skôr reagujú na veľkosť a kvalitu úrody a ceny energií, ktoré zase reagujú na globálne pohyby ceny ropy. Jadrová inflácia sa ďalej skladá z cien tovarov a cien služieb. **Rast cien tovarov sa dlhodobo udržuje na nízkych úrovniach** a aj pred krízou dosahoval prakticky nulovú zmenu (priemer za roky 2006-2008 bol -0,04%). Preto sú **podstatnejšie ceny služieb, ktoré citlivejšie reagujú na výkyvy v dopyte domácností.**

## Ceny služieb, medziročne v %



Zdroj: Eurostat, Tatra banka RESEARCH

**Od začiatku roku 2016 vidíme určitý postupný rast cien služieb, no stále len v hodnotách, ktoré zodpovedajú pokrízovému dnu. O hodnotách na úrovni z roku 2008 nemožno hovoriť.** Preto pri pohľade na ceny služieb sme opatrni hodnotiť prehrievanie ekonomiky ako viditeľné.

## Vieme s tým niečo robiť?

Do určitej miery áno a do určitej nie. **V oblasti trhu práce potrebujeme znižovať mieru nezamestnanosti preškoľovaním pracovníkov na profesie, po ktorých je dopyt.** Zároveň by firmy mali zvážiť ponuku rôznych typov úväzkov a foriem práce, nie len klasické 8,5 hodinové úväzky.

**Národná banka Slovenska sa snaží rôznymi opatreniami obmedziť rast úverov na bývanie,** no obávame sa, že to bude mať len čiastočný úspech. Preto očakávame pretrvávanie či dokonca

prehľbovanie nerovnováhy v niektorých častiach ekonomiky a je možné, že vzniknú problémy aj v nových sektoroch.

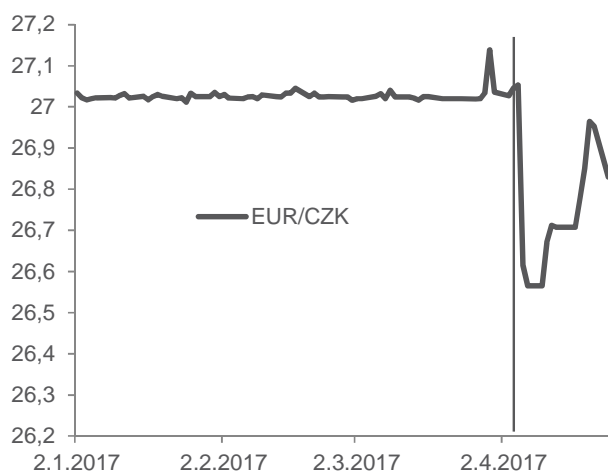
Autor: Juraj Valachy  
Editor: Róbert Prega

## Česká koruna opäť pláva

Netrvalo dlho a prišlo na slová guvernéra ČNB, ktorý avizoval, že po 1. apríli môže kedykoľvek prísť k ukončeniu záväzku nedovoliť posinenie českej koruny pod 27 EUR/CZK. S infláciou približujúcou sa k hornej hranici cieľného pásma (2 % r/r, +/-1) a výrazne narastajúcim tlakom v podobe prílevu špekulatívneho kapitálu sa rozhodla centrálna banka konať. **Na mimoriadnom zasadnutí bankovej rady vo štvrtok 6. apríla sa ČNB rozhodla vrátiť k režimu riadeného plávajúceho kurzu.** Teda do režimu, v ktorom fungoval menový kanál českej centrálnej banky aj pred zavedením záväzku v novembri 2013.

Práve rastúci tlak špekulatívneho kapitálu považujú niektorí analytici za dôvod rýchleho opustenia záväzku. **Očakávané posilnenie koruny by malo opäť prispieť k dezinflačnému tlaku - spomaleniu tempa inflácie.** Naši českí kolegovia z tímu ekonomického výskumu Raiffeisen bank predpokladajú, že inflácia by sa v priebehu roka vďaka silnejšej korune mala opäť vzdialiť od 2%-ného cieľa smerom k jednému percentu.

### Vývoj kurzu CZK



Zdroj: Macrobond, Tatra banka RESEARCH

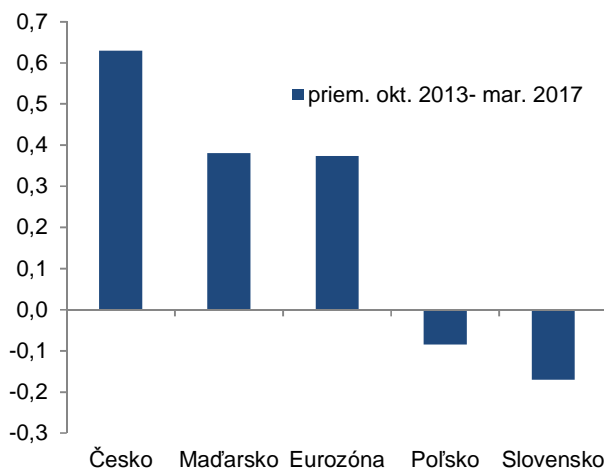
Doterajší vývoj však akékoľvek výrazné posilnenie ani len nenaznačil. V prvých hodinách po uvoľnení záväzku sa koruna len pozvoľna vybrala smerom ku 26,5 EUR/CZK. Napokon túto hodnotu ani neotestovala a vybrala sa späť smerom ku 26,65. Okolo tejto hodnoty sa pohybovala väčšinu času. Iba pred niekoľkými dňami **po dvoch týždňoch uvoľneného režimu sa koruna opäť dostala ku hladine 27 EUR/CZK.**

Návrat k riadenému plávajúcemu režimu znamená možnosť v prípade potreby opäť zasiahnuť do vývoja menového kurzu. ČNB vyjadrila svoju pripravenosť zasiahnuť v prípade prehnane odchylenia sa kurzu akýmkoľvek smerom. Guvernér Rusnok sa vyhol priamej odpovedi na otázku čo konkrétne znamená prehnane odchylenie. Opísal ho iba ako veľmi široký koridor, v ktorom

nechajú českú korunu plávať. Preto naši kolegovia predpokladajú, že to bude až pri zmenách väčších ako +/- 5 %.

Práve zvýšená volatilita je vývoj, ktorý v najbližšom období očakáva väčšina analytikov. Doterajší vývoj je až prekvapivo kľudný, no môže sa hodnotiť aj ako ticho pred búrkou. Príležitosti na jej spustenie bude v najbližších týždňoch a mesiacoch určite niekoľko. Jedným zo spúšťačov mohli a stále môžu byť francúzske voľby. Práve im sa pripisuje oslabenie koruny naspäť k hranici 27 EUR/CZK. **Riziko, že by voľby vyhrala proti-európsky ladená Marine Le Pen by znamenalo odliv kapitálu z Európy.** Po prvom kole volieb toto riziko stále existuje a odpoveď sa dozvieme až po druhom kole volieb 7. mája. Najvýraznejšie by takýto negatívny sentiment pocítili najmä menšie krajiny s vlastnou menou akou je aj Česko. Má navyše natlačené a v zahraničí uložené významné objemy českej koruny. Za normálnych okolností bude tento špekulatívny kapitál čakať na zhodnotenie CZK a postupne si vyberať svoje zisky. **No pod tlakom negatívneho sentimentu a minimalizovania potenciálnych strát by sa koruny mohli začali vracaf a ešte viac oslabif českú menu.** O „prekúpenosti“ českej koruny svedčí aj pomer odhadovaného špekulatívneho kapitálu okolo 25-45 mld. EUR a reálnej potreby vznikajúcej pri exporte z Česka v objeme 2 mld. EUR. Podľa prepočtov je koruna podhodnotená o 8-12 %. Konvergencia kurzu k svojej fundamentálnej hodnote bude prebiehať len postupne a českí kolegovia očakávajú jej hodnotu ku koncu roka blízko 26 CZK/EUR.

### Inflácia v strednej Európe a eurozóne



Zdroj: Eurostat, Tatra banka RESEARCH

Cieľom zavedenia menového záväzku bolo zvýšenie dynamiky inflácie a vyhnutie sa škodlivým vplyvom deflácie. Polemika by sa samozrejme dala viesť už o samotnom zámere ČNB a rôznorodé názory panujú aj v hodnotení úspešnosti tejto politiky. **Technicky vzaté sa ČNB v porovnaní s eurozónou a krajinami strednej a východnej Európy podarilo infláciu zvýšiť.** No ako ukazuje samotné porovnanie v priloženej tabuľke rozdiely nie sú až tak významné. Pochopiteľne tento menový režim mal aj iné pozitívne či negatívne dopady. Ako príklad sa dá uviesť krátkodobý rýchlejší rast ekonomiky spolu s vyšším exportom a vyššou zamestnanosťou. Na druhej strane však vďaka tomuto režimu prežili menej konkurencieschopné subjekty a súčasný tlak na rast miezd s posilňujúcou korunou im narobí problémy. No na



	26.04.2017				
<b>Eurozóna</b>	15:05	06/2017	09/2017	12/2017	03/2018
ECB kľúčová sadzba	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euribor 1M	-0,37	-0,40	-0,40	-0,40	-0,35
Euribor 3M	-0,33	-0,35	-0,35	-0,35	-0,30
Euribor 6M	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,20
Euribor 12M	-0,12	-0,15	-0,15	-0,10	-0,05
Nemecký bund 2Y	-0,68	-0,80	-0,70	-0,70	-0,60
Nemecký bund 5Y	-0,33	-0,40	-0,20	0,00	0,20
Nemecký bund 10Y	0,37	0,40	0,60	0,80	0,90

	26.04.2017				
<b>USA</b>	15:05	06/2017	09/2017	12/2017	03/2018
Fed funds	1,00	1,25	1,50	1,75	1,75
Libor 3M	1,17	1,60	1,85	2,10	2,10
T-Notes 5Y	1,84	2,10	2,25	2,35	N/A
T-Notes 10Y	2,31	2,60	2,85	2,95	3,00

	26.04.2017				
<b>Kľúčové sadzby centrálnych bánk</b>	15:05	06/2017	09/2017	12/2017	03/2018
Česká republika	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Poľsko	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Maďarsko	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90

	26.04.2017				
<b>Devízové kurzy</b>	15:05	06/2017	09/2017	12/2017	03/2018
EUR/USD	1,09	1,03	1,02	1,02	1,05
EUR/CHF	1,08	1,05	1,05	1,03	N/A
EUR/CNY	7,50	7,21	7,19	7,24	N/A
USD/CNY	6,88	7,00	7,05	7,10	N/A
EUR/CZK	26,82	26,00	26,50	25,90	25,60
EUR/HUF	312	315	310	315	315
EUR/PLN	4,22	4,35	4,30	4,25	4,25
EUR/RON	4,52	4,50	4,45	4,45	4,50

<b>Ekonomika SR</b>	2015	2016	2017f	2018f	2019f
HDP, reálne ceny, % r/r	3,8	3,3	3,3	4,0	3,5
HDP, nominálne v mld. EUR	78,7	81,0	84,2	89,3	94,2
Spotreba domácností, reál. ceny, % r/r	2,2	2,9	3,0	3,5	3,0
Investície, reál. ceny, % r/r	16,9	-9,3	4,5	4,0	3,0
Priemyselná produkcia, % r/r	5,9	4,0	4,0	8,0	5,0
Zamestnanosť, ESA <sup>1</sup> % r/r	2,0	2,5	1,5	1,5	1,0
Nezamestnanosť, VZPS <sup>2</sup> , %	11,5	9,7	8,3	6,9	5,9
Nominálne mzdy, % r/r	2,9	3,3	4,0	4,5	4,0
Inflácia, priemer, % r/r	-0,3	-0,5	1,1	2,0	2,2
Inflácia, koniec obdobia, % r/r	-0,5	0,2	1,4	2,2	2,2
Ceny priemyselných výrobcov, % r/r	-4,2	-4,3	0,0	2,0	2,0
Deficit verejných financií, % HDP	-2,7	-1,7	-2,0	-2,0	-2,0
Verejný dlh, % HDP	52,5	52,6	52,5	52,2	52,1

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 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 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.