

obsah

Aké sú aktuálne hlavné trendy slovenskej ekonomiky?

2

Aktuálny ekonomický vývoj na Slovensku či v okolitých krajinách je veľmi zaujímavý. Na jednej strane máme už dlhšiu dobu svižný rast ekonomiky, no na druhej strane investície firiem sú stále vo vleku eurofondov. A o investíciách vlády ani nehovoriac. Trh práce prechádza postupnou zmenou od pokrízového stavu „trhu firiem“ k súčasnému stavu „trhu pracovníkov“. Dnes začínajú byť zamestnanci schopní otvárať otázku platov či veľkosti úväzku. Pohľad do okolitých krajín nám hovorí, že tento prerod bude pokračovať a naberať na intenzite. Firmy tak budú musieť čeliť dileme či pridať zamestnancom, alebo investovať do automatizácie.

Fed začína „kvantitatívne uťahovanie“

3

Americká centrálna banka síce priamo na tomto zasadnutí sadzbu nezvýšila, ale podľa názoru niektorých analytikov bola až prekvapivo jastrabia. Ostro sledované boli najmä prognózy vývoja kľúčovej úrokovej sadzby jednotlivých členov Fed- u, tzv. „dot plots“. Podľa nich až 12 zo 16 členov menového výboru považuje zvýšenie sadzby už do konca tohto roka za primerané. Objem zmaturovaných cenných papierov a výnosov z nich sa už nebude reinvestovať, čím sa bude bilancia postupne zmenšovať. Bude sa to však diať iba postupne a počnúc októbrom sa objem reinvestovaných maturujúcich dlhopisov zníži o 10 mld. USD mesačne. Objem sa bude každý kvartál znižovať o ďalších 10 mld. až na úroveň 50 mld. USD. Týmto tempom sa bilancia dostane zhruba na jej polovičnú úroveň do konca roka 2021. Popri znižovaní bilancie by malo aj naďalej pokračovať zvyšovanie základnej úrokovej sadzby. V budúcom roku by sa podľa prognózy členov menového výboru Fed-u malo pásmo kľúčovej sadzby posúvať vyššie tri krát. V roku 2019 by to mali byť dve až tri zvýšenia a jedno v roku 2020.

Kontakty:

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

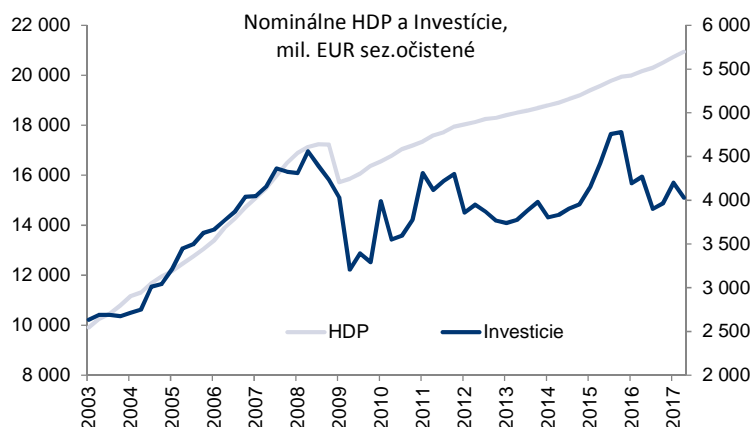
Firmy sú stále príliš opatrné v investovaní

Rast investícií podnikov, domácností a vlády je na Slovensku stále veľmi slabý. Napriek dobrému rastu tržieb, miezd či zamestnanosti, ktorý pretrváva už niekoľko rokov, podniky stále nenabrali odvahu na väčšie investičné projekty

Zdroj: Eurostat

Uzavierka dát: 29.9.2017

Zverejnené na internetovej stránke www.tatrabanka.sk a zaslané klientom: 29.9.2017



Aké sú aktuálne hlavné trendy v slovenskej ekonomike?

Štatistické úrady naprieč štátmi EÚ zverejnili podrobné výsledky jednotlivých svojich ekonomík za Q2 2017. **V krátkosti Vám prinášame najzaujímavejšie zistenia o slovenskej ekonomike a ekonomike našich susedov.**

Ekonomika SR meraná reálnym HDP medziročne vzrástla o 3,3%. V podstate je to veľmi podobné číslo ako za ostatných roka a pol a teda naša ekonomika si stále drží celkom slušné tempo rastu – ani nezrýchľuje ani nespomaľuje.

Jasným dôkazom, že ekonomike sa darí je pohľad na príjmy a spotrebu domácností.

- **Spotreba domácností rastie robustne a nemá zmysel o tom pochybovať.** Z jedného typu štatistík vidíme silný rast miezd a zamestnanosti (k tomu sa vrátíme neskôr podrobnejšie) a z iných typov štatistík zas vidíme, že domácnosti začali smelo utrácať v obchodoch a v službách určených domácnostiam. Rast maloobchodných tržieb dosahuje priemernú úroveň 7,5% medziročne, tržby v reštauráciách o 9,7% a v hotelierstve o 3% (hotelierstvo má svoj hlavný pokrízový boom za sebou).
- **Domácnosti v sebe konečne zlomili obavy o budúcnosť a miera úspor mierne poklesla.** Počas ostatných 5 rokov v podstate len stále rástla, no v druhom polroku 2016 sa zastabilizovala a v Q2 2017 už vidieť mierny pokles. Očakávame, že miera úspor bude ďalej klesať a budeme tak vidieť pokračovanie rýchleho rastu maloobchodu a služieb.
- **Zdanenie domácností potichu rastie.** Pri celkovom raste príjmov domácností (vrátane soc. dávok a príjmov živnostníkov) o 5,5% rástol objemu odvedených daní a odvodov až o 7,7%. K takémuto nesúladu dochádza vtedy, keď odpočítateľné položky rastú pomalšie ako mzda a to sa deje práve teraz. Takto získané peniaze by sa mali odložiť na horšie časy.

Sklamaním je medziročný nominálny pokles investícií o 5,5% (reálne o 6,7%). Na jednej strane rastie výroba, zamestnanosť, tržby v maloobchode či v iných odvetviach, no na druhej strane firmy akoby sa báli investovať.

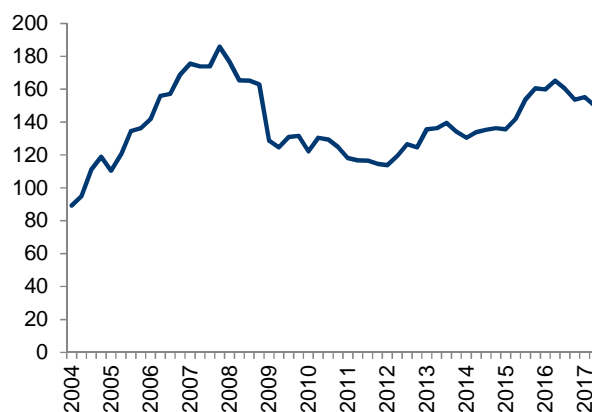
- **Investície súkromných podnikov vzrástli medziročne o slabé 2%.** Pri dlhodobom raste ekonomiky nad 3% a ultra nízkych úrokových sadzbách by sme čakali podstatne väčšie číslo. **Malá odvaha ísť do nových projektov je však u našich podnikateľov prítomná už niekoľko rokov.** Jediná výnimka bol EU fondový rok 2015, čo len podčiarkuje opatrnosť pri rozhodovaní s vlastnými financiami.
- **Zvlášť zarážajúci je pokles investičnej aktivity vo verejnej správe - medziročne o 35%.** Jej vývoj stojí a padá na do veľkej miery na EU fondoch a schopnosti realizovať infraštruktúrne projekty. Pokiaľ sme schopní čerpať eurofondy, tak vládne investície idú hore, ak nie, tak idú zase nadol. Štát veľmi málo investuje tak povediac „zo svojho“ a to

nie je ideálne. EU fondy nemajú nahrádzať našu základnú starostlivosť o štátne budovy či cesty, ale mali by ju len dopĺňať.

Rast zamestnanosti je stále rýchly. Medziročne vzrástol počet pracujúcich o 2,3% čo je vzhľadom na aktuálny rast ekonomiky veľké číslo. Pri raste HDP na úrovni 3,3% by sme čakali rast zamestnanosti skôr okolo 1-1,5%. **Na trhu práce vidíme tri silné trendy,** ktoré budú formovať trh práce aj v ďalšom období:

- Počet odpracovaných hodín na zamestnanca mierne klesá čo znamená, že časť zo vzniknutých pracovných miest môžu byť čiastočne úväzky resp. **časť pracujúcich si skracuje úväzky** (či dobrovoľne nevieme). Je zároveň možné, že dochádza k redukcii nadčasov, ktoré by mali byť používané len výnimočne.
- **Slováci pracujúci krátkodobo v zahraničí sa začínajú vracaj a nachádzajú prácu doma na Slovensku.** V Q2 2017 pracovalo v zahraničí na krátkodobé dochádzanie asi 150 tisíc Slovákov. Od Q4 2016 sa tento počet medziročne znižuje a pokles sa dokonca zrýchľuje. Očakávame, že tento trend návratu pracovať na Slovensko sa bude ďalej pokračovať.

Počet Slovákov pracujúcich v zahraničí do 1 roka, tis. osôb



Zdroj: Eurostat, Tatra banka RESEARCH

- **Počet zahraničných pracovníkov u nás ďalej každomesačne narastá.** Počas Q2 2017 ich počet narástol o 3 295 čo je v priemere nárast 1 098 ľudí mesačne. Dá sa povedať, že **štvrtina novovytvorených vytvorených miest v slovenskej ekonomike bola obsadená ľuďmi zo zahraničia.**

Súhrnné údaje o mzdách za Q2 2017 boli svojim spôsobom prelomové. Priebežne zverejňované mesačné údaje o mzdách za vybrané sektory a podniky naznačovali viditeľné zrýchlenie rastu nominálnych miezd a podobnú správu hovorili aj priebežné čísla o odvedených daniach a odvodoch.

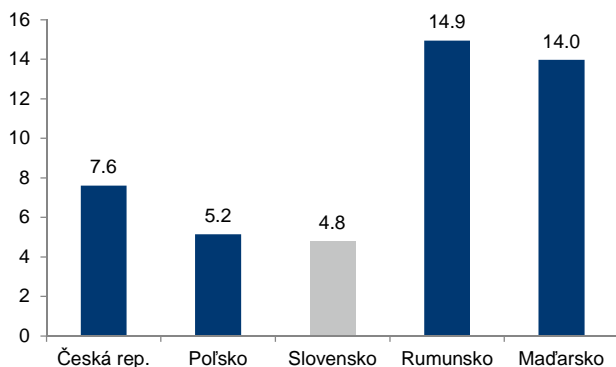
- Priemerný rast nominálnych miezd dosiahol v Q2 2017 rast 4,8 % čo je výrazne viac ako 3,5%, čo bol rast pozorovaný v Q1 2017. **Rast miezd v podnikov s 20 a viac zamestnancami bol dokonca až 5,7%** čo je pri nízkej inflácii veľmi solídny reálny rast. Myslím, že na Slovensku nenájdeme

podnik, ktorý by ostatných mesiacoch nečelil nutnosti upravovať mzdy. Vzhľadom na aktuálny nedostatok pracovníkov, neutichajúcu rýchlosť vytvárania nových pracovných miest a demografický pokles počtu ľudí v produktívnom veku tak **možno očakávať pokračovanie či dokonca zintenzívnenie mzdových tlakov.**

Naším susedom sa darí tiež a dokonca viac než nám

- **Ekonomika Českej republiky dosiahla medziročný rast na úrovni 3,4%.** V médiách bol publikovaný rast na úrovni 4,7% no ide o medziročný rast sezónne očisteného HDP, čo je metodologicky neporovnateľné číslo s našim 3,3% rastom. V Q2 2017 bolo v Čechách o 4 pracovné dni menej ako pred rokom, a preto vznikol tento rozdiel medzi sezónne očisteným a neočisteným rastom. **V Poľsku a Maďarsku bol rast na úrovni až 4,4% resp. 3,2%.** čo je podobné tempo ako u nás. **Zdá sa, že z prebiehajúceho ekonomického oživenia vieme vyťažiť podobne ako susedia.**
- **V oblasti rastu miezd vidieť v okolitých krajinách citeľne rýchlejší rast.** V Poľsku bol rast miezd v súkromnom sektore na úrovni 5,2%, Maďarsku je rast nominálnych miezd dvojciferný na úrovni 14%, v Českej republike bol 7,6 %. Mzdové tlaky sú v týchto krajinách o úroveň vyššie ako u nás, no Slovensko k tomu stavu nezadržateľne blíži.

Rast nominálnych miezd (v lokálnej mene), medziročne v %



Zdroj: Macrobond, Tatra banka RESEARCH

Čo čakať v ďalšom období?

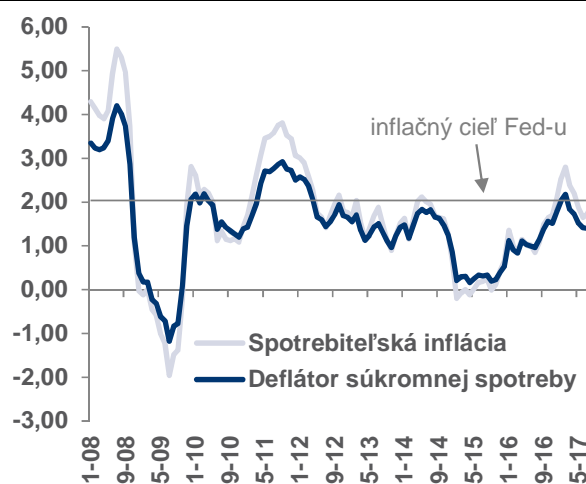
Predstihové indikátory zo západnej Európy nenaznačujú príchod žiadnej recesie v blízkej dobe. Ekonomike by sa malo teda v najbližších štvrtrokoch dariť, čo pocítia najmä domácnosti. **Vyjednávania o mzdách sa bude možno diať častejšie ako raz za rok.** Dobré tržby a svetlý výhľad do budúcnosti by mohli firmám vliať optimizmu a stať sa tak odvážnejšími v investovaní do nových technológií.

Autor: Juraj Valachy, senior analytik, Tatra banka, a.s.
Editor: Róbert Prega, hlavný ekonóm, Tatra banka, a.s.

Fed začína „kvantitatívne uťahovanie“

Vývoj inflácie v USA počas letných mesiacov výrazne naklonil náladu trhu v neprospech ďalšieho zvýšenia sadzieb v tomto roku. Pokles dynamiky rastu cien v USA bol pomerne značný. **Kým ešte vo februári boli spotrebiteľské ceny o 2,8 % medziročne vyššie, v júni to už bolo len niečo cez 1,6 %.** Tento vývoj spolu so silným dolárom a nepriaznivými dopadmi hurikánov zapríčinil, že drvivá väčšina trhu už opustila svoje pôvodné očakávanie o zvýšení základnej úrokovej sadzby ku koncu roka. Avšak spolu s opätovným nárastom inflácie v ostatných dvoch mesiacoch sa začala zvyšovať aj pravdepodobnosť zvýšenia hlavnej úrokovej sadzby FED-u.

Vývoj inflácie v USA, %, yoy



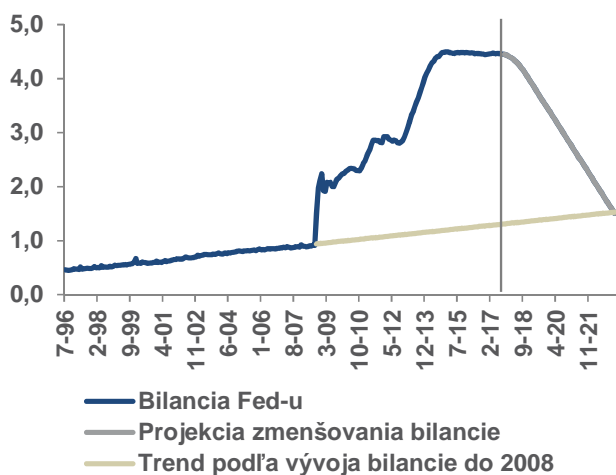
Zdroj: Macrobond, Tatra banka RESEARCH

Najmä pre túto zmenu nálad na trhu bolo septembrové zasadnutie Fed-u očakávané viac ako niektoré iné. Očakávania sa nakoniec ukázali viac ako oprávnené. **Americká centrálna banka síce priamo na tomto zasadnutí sadzbu nezvýšila, ale podľa názoru niektorých analytikov bola až prekvapivo jastrabia.** Okrem potvrdenia už v júni avizovaného znižovania objemu bilancie sa v príhovore Janet Yellen objavil signál zvýšenia sadzieb. Veta so slovami, že makroekonomické riziká sú zhruba vyrovnané, slúžila v tomto cykle uťahovania menovej politiky doteraz ako fráza signalizujúca blížiac sa zvýšenie sadzieb. Ostro sledované boli najmä prognózy vývoja kľúčovej úrokovej sadzby jednotlivých členov Fed-u, tzv. „dot plots“. Podľa nich **až 12 zo 16 členov menového výboru považuje zvýšenie sadzby už do konca roka za primerané.** Odhliadnuc od vplyvu hurikánov vyznelo pozitívne aj hodnotenie stavu ekonomiky a rovnako pozitívna je aj prognóza rastu americkej ekonomiky na tento rok - silných 2,4 % (rovnaký odhad má aj Raiffeisen RESEARCH). Kladne bola vnímaná aj jasná zmienka o dočasnom zrýchľovaní inflácie v najbližšom období. Očakáva sa, že ropa sa bude stabilne pohybovať nad hodnotou 50 dolárov za barel. V posledných dňoch sa jej cena priblížila dokonca k 60 dolárom. Preto by tento faktor nemal byť brzdou ďalšieho rastu cien.

Vráťme sa k samotnému znižovaniu objemu bilancie. Debaty ohľadne samotného prístupu a následkov „kvantitatívneho uťahovania“ sa vedú už dlhšie obdobie. Okrem zvoleného prístupu

sa diskutovala aj možnosť aktívneho vypredávania cenných papierov z portfólia Fed-u. Aplikovať sa však bude viac pasívna stratégia. **Objem zmaturovaných cenných papierov a výnosov z nich sa už nebude reinvestovať, čím sa bude bilancia postupne znižovať.** Bude sa to však diať iba postupne a počnúc októbrom sa objem reinvestovaných maturovujúcich dlhopisov zníži o 10 mld. USD mesačne. Objem sa bude každý kvartál znižovať o ďalších 10 mld. až na úroveň 50 mld. USD. Týmto tempom sa bilancia dostane zhruba na jej polovičnú úroveň do konca roka 2021. Aj to je však ďaleko od toho, kde bola pred rokom 2009, no to určite ani nebude cieľom Fed-u. Konkrétnejší termín ohľadom doby trvania znižovania bilancie známy nie je. Istá miera neistoty panuje aj z dôvodu reakcie trhov na moment, keď Fed reálne prestane v plnej miere reinvestovať maturojúce dlhopisy. Panuje však názor, že hlavná časť reakcie by už mala byť na trhu zapracovaná hneď od oznámenia tohto kroku v júni.

Predikcia vývoja bilancie Fed-u



Zdroj: Macrobond, Tatra banka RESEARCH

Popri znižovaní bilancie by malo aj naďalej pokračovať zvyšovanie základnej úrokovej sadzby. **V budúcom roku by sa podľa prognózy členov menového výboru Fed-u malo pásmo kľúčovej sadzby posúvať vyššie tri krát. V roku 2019 by to mali byť dve až tri zvýšenia a jedno v roku 2020.** Zaujímavý je aj pokles dlhodobej prognózy tzv. neutrálnej úrokovej sadzby, ktorá klesla na 2,8 % z júnových 3.0%. Toto je podľa Fed-u momentálne optimálna úroveň základnej úrokovej sadzby pri vyváženom vývoji ekonomiky. Mierne znížený bol aj odhad dlhodobej neutrálnej nezamestnanosti na úroveň 4.6%.

Miera nezamestnanosti, %



Zdroj: Macrobond, Tatra banka RESEARCH

Slabá inflácia znervóznila Fed zjavne výrazne menej ako trh. Rovnako Raiffeisen RESEARCH očakáva, že inflačný cieľ meraný deflátorom súkromnej spotreby bude v strednodobom horizonte dosiahnutý. Miera nezamestnanosti by mala klesnúť pod 4 % v priebehu budúceho roka. Fed vo svojom stanovisku taktiež objasnil, že slabšie ekonomické dáta zapríčinené hurikánmi nebudú brať pri hodnotení vývoja do úvahy. Čiže ani v prípade horších makroekonomických čísel do konca roka by to nemalo vyvolať pochybnosti o zvýšení základnej úrokovej sadzby v decembri. V ďalšom roku vnímajú kolegovia z Raiffeisen RESEARCH ako pozitívne riziko zrealizovanie daňovej reformy. Tá by mala byť takisto dopad na rýchlejšiu rast ekonomiky, čo by taktiež nútilo Fed k rýchlejšej normalizácii menovej politiky, čiže zvyšovaniu základnej sadzby.

Autor: Boris Fojtík, ekonomický analytik, Tatra banka, a.s.
Editor: Róbert Prega, hlavný ekonóm, Tatra banka, a.s.

	29.09.2017				
Eurozóna	12:19	12/2017	03/2018	06/2018	09/2018
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	-0,25
Euribor 6M	-0,27	-0,30	-0,30	-0,30	-0,20
Euribor 12M	-0,17	-0,20	-0,20	-0,15	0,00
Nemecký bund 2Y	-0,70	-0,70	-0,70	-0,65	-0,55
Nemecký bund 5Y	-0,27	-0,20	-0,20	0,00	0,20
Nemecký bund 10Y	0,46	0,50	0,50	0,80	0,80

	29.09.2017				
USA	12:19	12/2017	03/2018	06/2018	09/2018
Fed funds	1,00	1,50	1,75	2,00	2,00
Libor 3M	1,33	1,70	1,90	2,20	2,20
T-Notes 5Y	1,90	2,20	2,20	2,40	2,40
T-Notes 10Y	2,31	2,80	2,80	2,90	2,90

	29.09.2017				
Kľúčové sadzby centrálnych bánk	12:19	12/2017	03/2018	06/2018	09/2018
Česká republika	0,25	0,50	0,75	0,75	N/A
Poľsko	1,50	1,50	1,50	1,50	N/A
Maďarsko	0,90	0,90	0,90	0,90	N/A

	29.09.2017				
Devízové kurzy	12:19	12/2017	03/2018	06/2018	09/2018
EUR/USD	1,18	1,18	1,15	1,20	1,22
EUR/CHF	1,15	1,12	1,12	1,14	1,16
EUR/CNY	7,85	7,79	7,59	7,90	8,11
USD/CNY	6,65	6,60	6,60	6,58	6,65
EUR/CZK	26,01	25,70	25,30	25,40	25,10
EUR/HUF	311	310	310	310	315
EUR/PLN	4,31	4,20	4,15	4,15	4,10
EUR/RON	4,60	4,55	4,50	4,50	4,50

Ekonomika SR	2015	2016	2017f	2018f	2019f	2020f
HDP, reálne ceny, % r/r	3,8	3,3	3,3	4,0	4,0	3,5
HDP, nominálne v mld. EUR	78,7	81,0	84,5	89,5	95,0	100,2
Spotreba domácností, reál. ceny, % r/r	2,2	2,9	3,6	3,5	3,2	3,0
Investície, reál. ceny, % r/r	16,9	-9,3	-1,5	4,0	3,0	3,0
Priemyselná produkcia, % r/r	5,9	4,8	4,0	8,0	8,0	5,0
Zamestnanosť, ESA ¹ % r/r	2,0	2,4	2,0	1,5	1,2	0,7
Nezamestnanosť, VZPS ² , %	11,5	9,7	8,1	7,0	6,2	5,8
Nominálne mzdy, % r/r	2,9	3,3	4,5	4,5	4,5	3,5
Inflácia, priemer, % r/r	-0,3	-0,5	1,1	2,0	2,2	2,0
Inflácia, koniec obdobia, % r/r	-0,5	0,2	1,4	2,2	2,2	2,0
Ceny priemyselných výrobcov, % r/r	-4,2	-4,3	0,0	2,0	2,0	2,0
Deficit verejných financií, % HDP	-2,7	-1,7	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5
Verejný dlh, % HDP	52,5	51,9	52,0	50,9	49,5	47,5

¹⁾ na základe podnikových štatistík

²⁾ výberové zisťovanie pracovných síl

* v revízi

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.