

## obsah

### Čo majú spoločné maslo, ropa a letenky?

2

Spotrebiteľská inflácia na Slovensku rastie z mesiaca na mesiac. Každý mesiac prekvapí niečo iné a v analytických komentároch sa následne podrobne rozoberajú dopady toho ktorého rastu. V apríli to boli letenky, v máji to bude cena motorových palív a v júni pravdepodobne cena masla. No pohľad na infláciu z vtáčej perspektívy nám dá pomerne jasný obraz – ekonomika Slovenska rastie, napätie na trhu práce zdvíha mzdy a následne aj spotrebiteľskú infláciu. Na tomto fakte sa do najbližšej recesie málo zmení. Keďže ju v diaľke ešte nevidíme, inflácia by sa mal udržať blízko 3% ešte dlhšiu dobu.

### Kto ukradol infláciu?

3

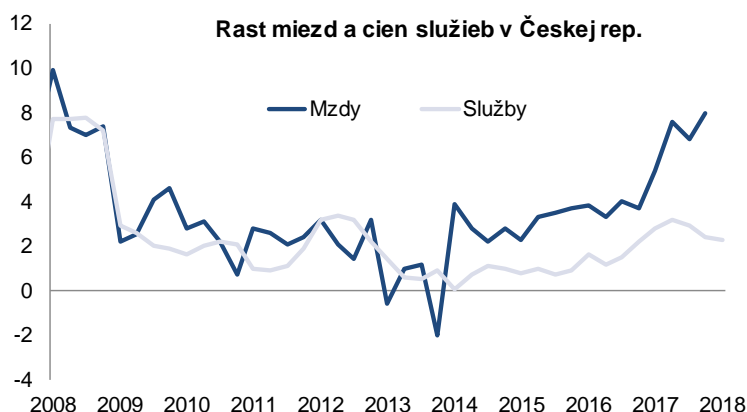
V Európskej únii začíname vidieť v dátach, že niektoré krajiny už majú krízu jednoznačne za sebou. Naopak, podľa niektorých ukazovateľov im začína hroziť prehrievanie. Napriek tomu je však dosiahnutie inflačného cieľa v nedohľadne. Pozreli sme sa preto detailnejšie na to, čo sa deje v Nemecku a Českej republike, ako dvoch príkladoch potenciálne prehrievajúcich sa krajín. Trh práce v oboch vyzerá byť veľmi napätý, rast miezd akceleruje. Napriek tomu obe odolávajú inflácii, a dokonca nás niečím aj prekvapili. To, že ak ani takéto ekonomiky nedokážu vygenerovať infláciu, určite nenechá centrálnych bankárov chladných.

#### Kontakty:

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

**Rast cien služieb nevidíme ani v Českej rep., kde mzdy rastú naozaj rýchlo.**

**Ak je toto trvalý stav – nový normál – centrálnych bankárov čakajú naozaj krušné časy.**



## Čo majú spoločné maslo, ropa a letenky?

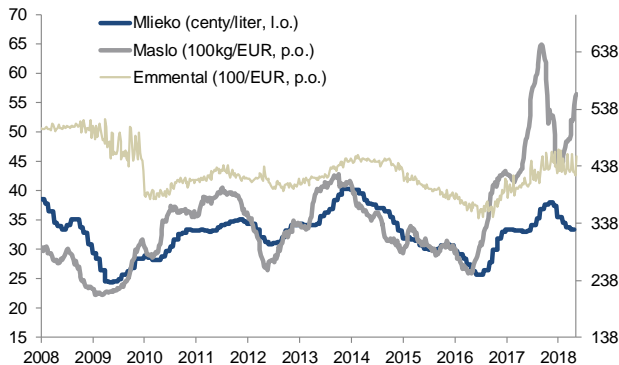
Spotrebiteľská inflácia na Slovensku rastie z mesiaca na mesiac. Každý mesiac prekvapí niečo iné a v analytických komentároch sa následne podrobne rozoberajú dopady toho ktorého rastu. V apríli to boli letenky, v máji to bude cena motorových palív a v júni pravdepodobne cena masla. Pozreli sme sa bližšie na uvedené faktory, ktoré hýbali a budú hýbať infláciou.

### Ceny masla začínajú znova rásť

**K viditeľnému zdynamizovaniu cien masla došlo náhle v lete roku 2017.** Vo verejnosti vzbudil veľkú pozornosť a v médiách boli prezentované rôzne názory, čo spôsobilo tento rast, no väčšina z nich nebola správna. V januárovom mesačníku sme podrobnejšie rozoberali možné príčiny, no **nepodarilo sa nám potvrdiť ani jednu z možných príčin – cena mlieka či väčší export mimo krajín EÚ.**

**Cena masla vtedy výrazne prevýšila cenu, ktorá by mu zodpovedala pri danej cene mlieka.** Cena mlieka síce vzrástla, no nie mimo štandardného pásma, ktoré sme už videli v minulosti. Podľa historických údajov, cena mlieka na úrovni 40 EUR/100kg by zodpovedala cene masla 420EUR/100kg a nie 640EUR, kde sme ju videli. Zaujímavé na celej situácii bolo, že cena syrov, ako klasického produktu vyrábaného z mlieka, sa vôbec nezmenila resp. narástla len veľmi mierne.

### Cena mlieka, masla a syru Emmentál, v EUR/100kg



Zdroj: DG AGRI<sup>1</sup>, Tatra banka RESEARCH

Ku koncu roka 2017 sa cena masla priblížila svojej rovnovážnej cene a zdalo sa byť po probléme. **No začiatkom februára 2018 cena masla začala znova výrazne rásť a znovu bez toho aby došlo k rastu cien mlieka.** Došlo síce k miernemu nárastu exportu, no nie natoľko, aby mohol vysvetliť taký výrazný rast cien masla. Eidam ako komodita tiež vyrábaná z mlieka opäť nerastie.

Napriek uvedenému vývoju cien masla, celkovo možno očakávať pozvoľné zmiernovanie rastu cien potravín. Ceny prakticky všetkých potravinových skupín naďalej budú rásť aj po zbytok roka 2018. Aprílový medziročný rast cien potravín na úrovni 6% by sa mal postupne zmiernovať na 3%.

### Medziročný rast cien potravín na Slovensku, medziročne v %



Zdroj: Eurostat (HICP metodika), Tatra banka RESEARCH

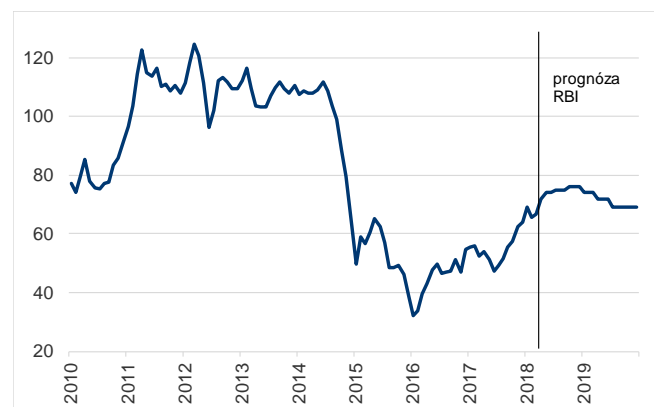
### Ceny ropy citlivo reagujú na problémy s ťažbou

Napriek tomu, že ťažba bridlicovej ropy v USA dosahuje rekordných úrovní v povojnovom období, tak je **ropy na svetovom trhu relatívne málo.** Treba povedať, že ťažiarci v USA by vedeli dodať ešte viac ropy, no bráni im v tom nedostatok prepravných kapacít. **V polovici roku 2019 by mal byť do prevádzky spustený nový ropovod a tak by skokovo malo dôjsť k nárastu objemu ťažby ropy.** To je však asi jediný dôvod byť optimistický ohľadne poklesu ceny ropy.

Je však viac dôvodov sa obávať ďalšieho nedostatku ropy. Dlhodobo sú **problémy s ťažbou vo Venezuele**, kde sa dlho neinvestovalo do ťažobných zariadení. **Otázny je aj objem ťažby v Iráne**, keďže tá závisí o platnosti či neplatnosti zmluvy o ukončení nukleárneho programu zo strany USA a ďalších krajín.

Zároveň tu máme **krajiny združené v OPEC-u.** Tie dlho neboli schopné nájsť spoločnú reč v otázke dodržiavania dohodnutých kvót. No už dlhšiu dobu sa im darí menej ťažiť ako by boli technicky schopné a **dohoda, o nižšej ťažbe, ktorá skončí na konci tohto roka bude asi predĺžená.**

### Cena ropy, USD/barrel



Zdroj: Macrobond, Raiffeisen RESEARCH

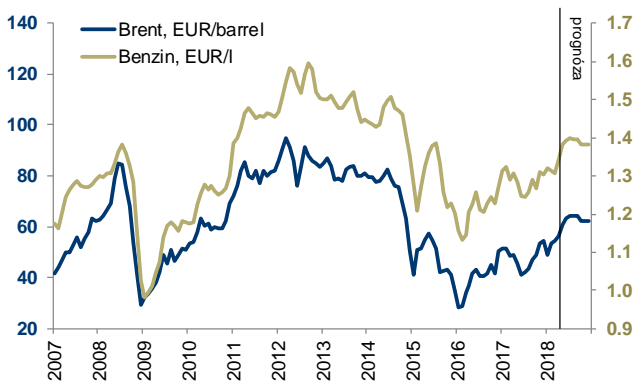
<sup>1</sup> [https://ec.europa.eu/agriculture/sites/agriculture/files/market-observatory/milk/pdf/eu-dairy-commodity-prices\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/agriculture/sites/agriculture/files/market-observatory/milk/pdf/eu-dairy-commodity-prices_en.pdf)

## Ropa ženia nahor palivá a letenky

Spolu s rastom ceny ropy idú hore aj ceny motorových palív. Tak to vždy bolo a nie je dôvod aby to neplatilo aj teraz.

Vzhľadom na stabilizované ceny ropy na vyšších úrovniach a mierne slabšiemu kurzu euro voči USD, **možno očakávať ďalší rast cien palív**. V prípade cien benzínu k hodnote cez 1,40 EUR/liter. Vyššie by už nemalo ísť pokiaľ sú naše prognózy cien ropy správne ☺.

## Cena ropy a benzínu na pumpách



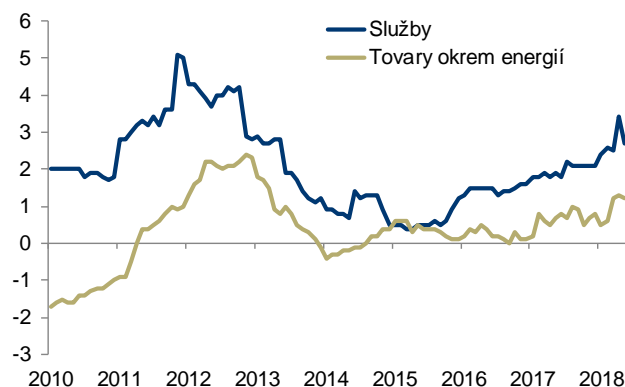
Zdroj: Macrobond, Raiffeisen RESEARCH

Zaujímavé je, že **tentokrát spolu s rastom cien ropy idú hore výrazne aj letenky**. ŠÚ SR zvýšil váhu leteniek v spotrebnom koši a tak aj ceny leteniek začali byť dôležitou položkou pri spotrebiteľskej inflácii. V apríli medzimesačne skokovito vyrástli o 45% čo na celkovej inflácii spôsobilo rast o 0,2 p.b. Ako reprezentant tejto kategórie bol vybraná letenka Bratislava – Londýn, ktorá veľmi podlieha cenovým výkyvom. Preto aj do budúcnosti môže vývoj leteniek do Londýna zahýbať s celkovou infláciou. Kľudne sa môže stať, že už ďalší mesiac budú ceny leteniek korigovať svoj rast z apríla.

## Big picture

Big picture slovenskej inflácie je úplne jasný – **ekonomika sa od konca roku 2017 začína prehrievať a inflácia ide pomaly ale iste nahor**. V analytických komentároch sa každý mesiac budú rozoberať rôzne mikrofaktory ako maslo, jablká, letenky či zájazdy, ale celkový rast cien služieb a tovarov ide nahor.

## Ceny služieb indikujú prehrievajúcu ekonomiku



Zdroj: Eurostat, Raiffeisen RESEARCH

Autor: Juraj Valachy, senior ekonomický analytik, Tatra banka, a.s.

Editor: Róbert Prega, hlavný ekonóm, Tatra banka, a.s.

## Kto ukradol infláciu?

Pred približne rokom sme v mesačníku (č. 4/2017) písali o potenciálnom prehrievaní slovenskej ekonomiky. Pozerali sme sa na viaceré ukazovatele, napr. rast HDP, úverov, nezamestnanosť, rast miezd a infláciu, pričom inflácia bola jediným ukazovateľom, ktorý prehrievanie nevykazoval. **V roku 2018 je už aj inflácia nad 2%, a teda momentálne nemáme ukazovateľ, ktorý by nenaznačoval prehrievanie slovenskej ekonomiky.**

V prípade prehrievania ekonomiky spravidla centrálna banka takpovediac šliapne na brzdy zvýšením úrokových sadzieb. Keďže však Slovensko patrí do eurozóny, a teda menovú politiku určuje ECB, na odpoveď, kedy budú rásť sadzby, je potrebné sa pozrieť za hranice. Tento pohľad naskytá varovné signály.

**Eurozóna ako celok zaznamenala infláciu blízko 2% cieľa ECB (Core HICP, teda HICP bez energií, jedla, alkoholu a tabaku) naposledy v roku 2008.** Prečo je inflácia dôležitá? Preto, lebo je akýmsi teplomerom ekonomiky: mierna kladná inflácia značí, že ekonomika je v blízkosti hraníc svojej kapacit ponuky aj dopytu. Ak hovoríme o prehrievaní ekonomiky, jedným z hlavných indikátorov je práve rastúca inflácia. Kým v krajinách, ktoré stále zápasia s dôsledkami krízy, ako napr. Taliansko, Grécko, alebo Španielsko, infláciu neočakávame, **v EU máme krajiny, ktoré sa podľa viacerých ukazovateľov prehrievajú, napríklad Českú republiku a Nemecko, napriek tomu sa inflácia nie a nie zjaviť. Kde teda je?**

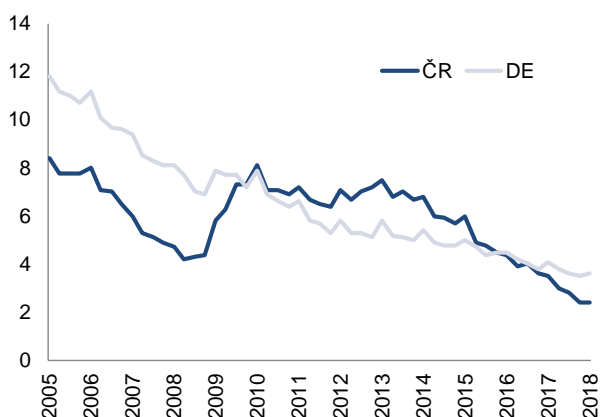
## Prečo práve ČR a Nemecko?

Z troch dôvodov. Jednak ide o krajiny EÚ, ktoré nemajú žiadne štrukturálne problémy, ktoré by im bránili v raste a zároveň sa zdá, že obe sú definitívne z krízy von. Druhý dôvod je, že kým Nemecko má euro, ČR má stále vlastnú menu a vieme teda zhodnotiť, či tento fakt má nejaký vplyv. Tretím dôvodom je, že Nemecko je veľká ekonomika, ktorá má materiálny vplyv na celkové výsledky EÚ, kým ČR ako menšia ekonomika má vplyv podstatne menší. Môže to znamenať, že prehrievanie ekonomiky vyzerá inak v závislosti od veľkosti ekonomiky.

## Nezamestnanosť

Najjednoduchšia odpoveď je tautologická: keďže nevidíme infláciu, ekonomika sa neprehrieva. Kým však v prípade 7% nezamestnanosti na Slovensku to môže byť odôvodnený argument, pri pohľade do okolitých krajín neobstojí.

## Nezamestnanosť DE a ČR, v %

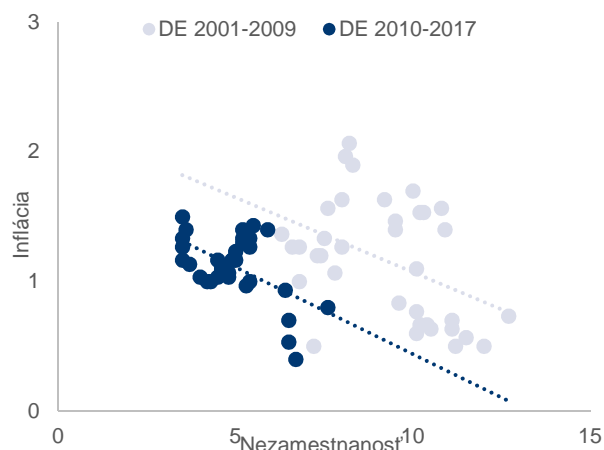
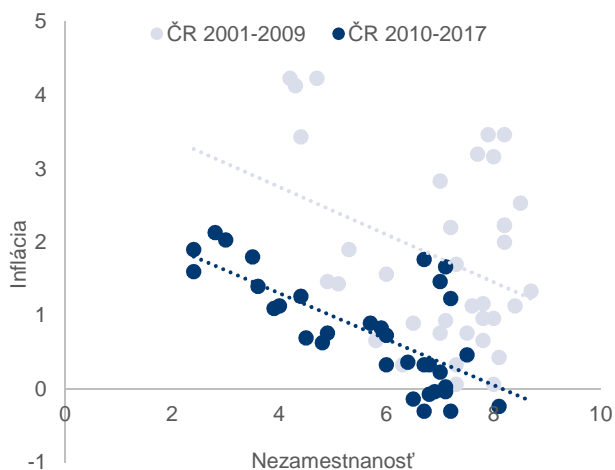


Zdroj: Macrobond, Tatra banka RESEARCH

Nemecká nezamestnanosť sa momentálne nachádza v okolí 3,5% v porovnaní so 6,4% pred krízou. Nezamestnanosť v ČR dokonca hrozí, že podlezie úroveň 2%, čo je mimo akýchkoľvek odhadov udržateľnej miery nezamestnanosti (najoptimistickejšie odhady minimálnej nezamestnanosti v akejkoľvek ekonomike sa hýbu v okolí 4%).

Podľa historických skúseností (a Philipsovej krivky) by obe krajiny mali pri takýchto úrovniach nezamestnanosti zápasiť s akcelerujúcou infláciou. Napriek tomu to vyzera, akoby svet pred krízou a po kríze boli úplne rozdielne, ako možno vidieť na grafoch zobrazujúcich Philipsovú krivku (vzťah medzi nezamestnanosťou – os X – a infláciou – os Y) pre ČR a Nemecko.

## Philipsova krivka pre ČR a DE



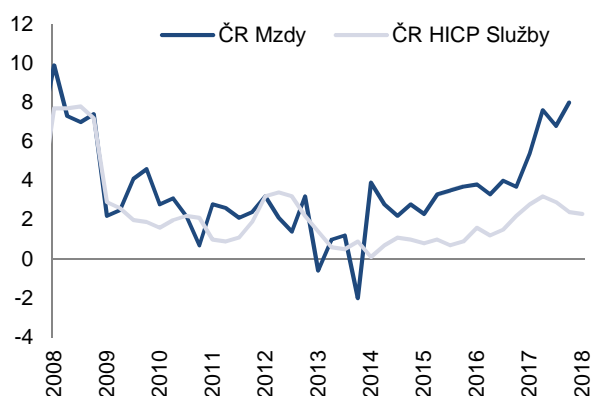
Zdroj: Macrobond, Tatra banka RESEARCH

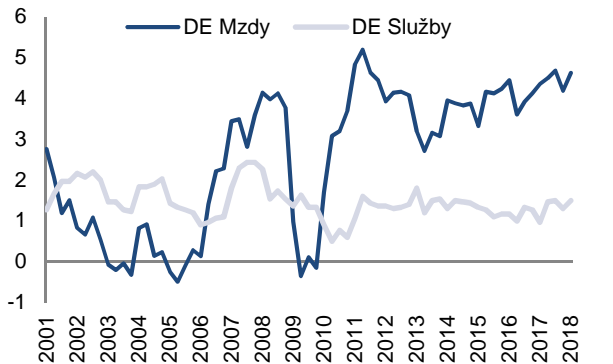
Dôvod, prečo sa inflácia neprejavuje, nepoznáme. Táto otázka momentálne nedáva spať centrálnym bankárom, ktorí stimulovali ekonomiku práve s cieľom vyvolať infláciu. Ak infláciu nedokáže pritiahnúť ani rekordne nízka nezamestnanosť, máme problém.

## Rast miezd

Druhým faktorom, ktorý naznačuje prehrievanie ekonomík Česka a Nemecka, je rast miezd. Ak by totiž nezamestnanosť klesala bez neho, mohlo by to znamenať, že ekonomika iba využíva voľné kapacity a inflácia poskočí až neskôr. Avšak rast miezd je už tu. V Nemecku rastú mzdy už od roku 2011 tempom približne 4% medziročne (kým pred krízou to bolo približne 1,5%), v ČR rástli mzdy v roku 2017 7% r/r. **Čo je prekvapujúce, je, že mzdy sú nákladom firiem, a teda ich rast by sa mal prejavíť v raste cien, obzvlášť v prípade služieb (tzv. ponuková inflácia).** Žiaľ, ani v tomto prípade to tak nie je. Na grafoch môžeme vidieť, že vzťah medzi infláciou v službách a mzdami je relatívne slabý.

## Inflácia miezd a služieb v ČR a DE, r/r v %

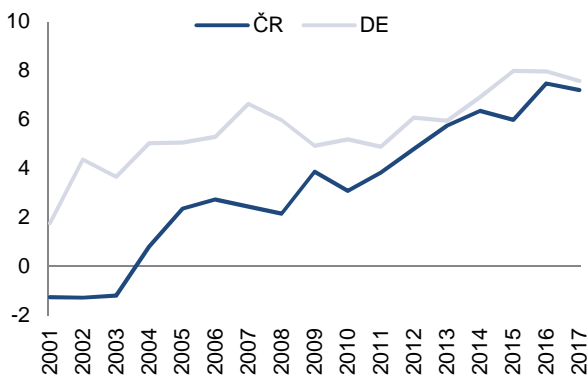




Zdroj: Macrobond, Tatra banka RESEARCH

Sledujeme teda zaujímavý vývoj: vstupné náklady firiem rastú, ale ceny, za ktoré predávajú, nie. Je možné, že Nemecko a Česko infláciu vyvážajú, teda, že zvyšujú ceny produktov na export a domáce ostávajú rovnaké? Možno to je, ale nie je to tak. Práve naopak, a toto je možno ten najšokujúcejší fakt, **obe krajiny zvýšili podiel čistého exportu na HDP napriek rastúcim mzdovým nákladom**, čo je v priamom rozpore s teóriou. Rastúce mzdové náklady by totiž mali zvýšiť ceny produktov na export, a zároveň posilniť dopyt Čechov a Nemcov po zahraničných produktoch, teda zvýšiť dovoz. Spoločne by tieto dva vplyvy mali viesť k poklesu čistého exportu.

### Podiel čistého vývozu na HDP, v %



Zdroj: Macrobond, Tatra banka RESEARCH

### Summa summarum

Firmy na českom aj nemeckom trhu zvädzajú tvrdý boj o zamestnancov, ktorý vedie k rastu miezd, ale firmy napriek rastúcim nákladom nedvíhajú koncové ceny a sú na medzinárodnom trhu konkurencieschopnejšie ako predtým.

**Zaujímavé je, že napriek rôznym menovým režimom nie sú medzi krajinami veľké rozdiely**, či už ide o trh práce alebo infláciu (rozdiely sú dané skôr štrukturálnymi rozdielmi). To je ale prekvapivé vo viacerých rovinách. Po prvé, pri poklese nezamestnanosti (a súčasnom raste miezd), by mali rásť aj ceny. Zároveň by rast miezd a domáceho dopytu mal tlačiť na pokles čistého exportu. A rovnako by mal byť rozdiel v tom, či je krajina v eurozóne, alebo nie. **Obe ekonomiky šlapú naplno, ale inflácia je napriek tomu v nedohľadne.**

**Ak je toto trvalý stav – nový normál – centrálnych bankárov čakajú krušné časy.** Ak totiž inflačný cieľ nedokážu dosiahnuť ani ekonomiky v takom stave, ako ČR a Nemecko, je otázne, či ho vôbec je možné dosiahnuť, a či obdobie stabilnej inflácie pred krízou nebolo iba náhodou.

Autor: Tibor Lörincz, ekonomický analytik, Tatra banka, a.s.  
Editor: Róbert Prega, hlavný ekonóm, Tatra banka, a.s.

Eurozóna	1.6.2018				
	12:59	06/2018	09/2018	12/2018	03/2019
ECB kľúčová sadzba	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25
Euribor 1M	-0.37	-0.40	-0.40	-0.35	-0.10
Euribor 3M	-0.32	-0.35	-0.35	-0.30	-0.05
Euribor 6M	-0.27	-0.30	-0.30	-0.20	0.05
Euribor 12M	-0.18	-0.20	-0.15	0.00	0.20
Nemecký bund 2Y	-0.65	-0.50	-0.50	-0.40	-0.20
Nemecký bund 5Y	-0.22	0.10	0.20	0.40	0.70
Nemecký bund 10Y	0.39	0.80	0.80	1.00	1.20

USA	1.6.2018				
	12:59	06/2018	09/2018	12/2018	03/2019
Fed funds	1.75	2.00	2.25	2.50	2.75
Libor 3M	2.32	2.50	2.75	3.00	3.20
T-Notes 5Y	2.72	2.90	2.90	3.00	3.30
T-Notes 10Y	2.89	3.20	3.00	3.20	3.40

Kľúčové sadzby centrálnych bánk	1.6.2018				
	12:59	06/2018	09/2018	12/2018	03/2019
Česká republika	0.75	0.75	1.00	1.25	1.25
Poľsko	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75
Maďarsko	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90

Devízové kurzy	1.6.2018				
	12:59	06/2018	09/2018	12/2018	03/2019
EUR/USD	1.17	1.17	1.17	1.22	1.25
EUR/CHF	1.15	1.18	1.20	1.22	1.23
EUR/CNY	7.51	7.37	7.61	8.05	8.25
USD/CNY	6.41	6.30	6.50	6.60	6.60
EUR/CZK	25.80	25.00	24.80	24.70	24.70
EUR/HUF	320	310	315	315	315
EUR/PLN	4.31	4.20	4.15	4.10	4.10
EUR/RON	4.66	4.65	4.70	4.70	4.70

Ekonomika SR	2015	2016	2017	2018f*	2019f*	2020f*
HDP, reálne ceny, % r/r	3.9	3.3	3.4	4.0	4.0	3.0
HDP, nominálne v mld. EUR	78.9	81.2	85.0	90.1	95.6	100.3
Spotreba domácností, reál. ceny, % r/r	2.3	2.6	3.7	3.5	3.2	3.0
Investície, reál. ceny, % r/r	19.8	-8.3	3.2	4.0	3.0	3.0
Priemyselná produkcia, % r/r	6.0	3.7	3.0	9.0	8.0	5.0
Zamestnanosť, ESA <sup>1</sup> % r/r	2.0	2.4	2.2	1.5	1.2	0.7
Nezamestnanosť, VZPS <sup>2</sup> , %	11.5	9.7	8.1	7.0	6.2	5.8
Nominálne mzdy, % r/r	2.9	3.3	4.6	4.5	4.5	3.5
Inflácia, priemer, % r/r	-0.3	-0.5	1.3	2.1	2.0	2.0
Inflácia, koniec obdobia, % r/r	-0.5	0.2	1.9	1.8	2.1	2.0
Ceny priemyselných výrobcov, % r/r	-4.2	-4.3	1.9	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 revízii

**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.