



## ZÁPORNÁ ÚROKOVÁ SADZBA

*Záporná úroková sadzba je fenomén, ktorý sa v ekonomickej teórii vyskytuje veľmi zriedkavo, keďže jeho existencia donedávna nebola ekonómami často skúmaná. V roku 2014 sa však Európska centrálna banka ako prvá centrálna banka tak veľkého menového zoskupenia rozhodla zájsť až do týchto extrémnych opatrení. ECB neskôr v roku 2016 nasledovala Bank of Japan. Dôvodom pre toto rozhodnutie bolo znížiť deflačné tlaky a naštartovať úverovanie. Záporná úroková sadzba so sebou okrem pozitív však prináša aj mnoho negatív. Na nasledujúcich stranách sa pokúsime predstaviť a zhodnotiť politiku záporných sadzieb a jej pozitívne a negatívne stránky.*

Čo vlastne predstavuje záporná úroková sadzba? Záporná úroková sadzba je fenomén, ktorý znamená, že veriteľ za úver platí úroky dlžníkovi. V reálnej ekonomike bol takýto úverový vzťah donedávna nepredstaviteľný, no v posledných rokoch sa s ním stretávame čoraz častejšie. Pred rokom 2014 boli negatívne úrokové sadzby súčasťou menových politík len veľmi zriedkavo, na krátke obdobie a vzťahovali sa len na malú časť vkladov (centrálne banky severovýchodných krajín Európy a Centrálna banka Švajčiarska).

Európska centrálna banka bola prvá veľká centrálna banka, ktorá zaviedla negatívne úrokové sadzby na dlhšiu dobu. Negatívnym úrokovým sadzbám predchádzala rada nekonvenčných opatrení menovej politiky, ktorých úlohou bolo stimulovať

krízou zasiahnuté hospodárstvo eurozóny. „Liekom“ centrálnych bánk na stagnujúcu ekonomiku je cez opatrenia menovej politiky rozprúdiť úverovanie firiem a domácností. O to sa ECB snažila znižovaním úrokových sadzieb a nalievaním likvidity do systému. Po čase začalo byť jasné, že konvenčné (bežne používané) nástroje nestačia a cez radu programov (najmä LTRO) zásobovala banky likviditou. Postupne sa však ECB približovala k takzvanej „pasci likvidity“. Pojem pasca likvidity značí stav, keď menová politika centrálnej banky stráca efektívnosť a dodatočné opatrenia už len vytvárajú prebytky likvidity, namiesto toho aby sa pretavili do „reálnej ekonomiky“ medzi firmy a domácnosti. Podľa ekonomickej teórie takýto stav nastáva vtedy,

### V tomto čísle:

*V eurozóne sledujeme rast inflácie po dlhšej dobe, rovnako rastie aj jadrová inflácia*

*Ceny nehnuteľnosti v EU vykazujú rast, dlhodobý pokles však pokračuje v Taliansku*

*V Českej republike bol schválený zákon o rozpočtovej zodpovednosti*

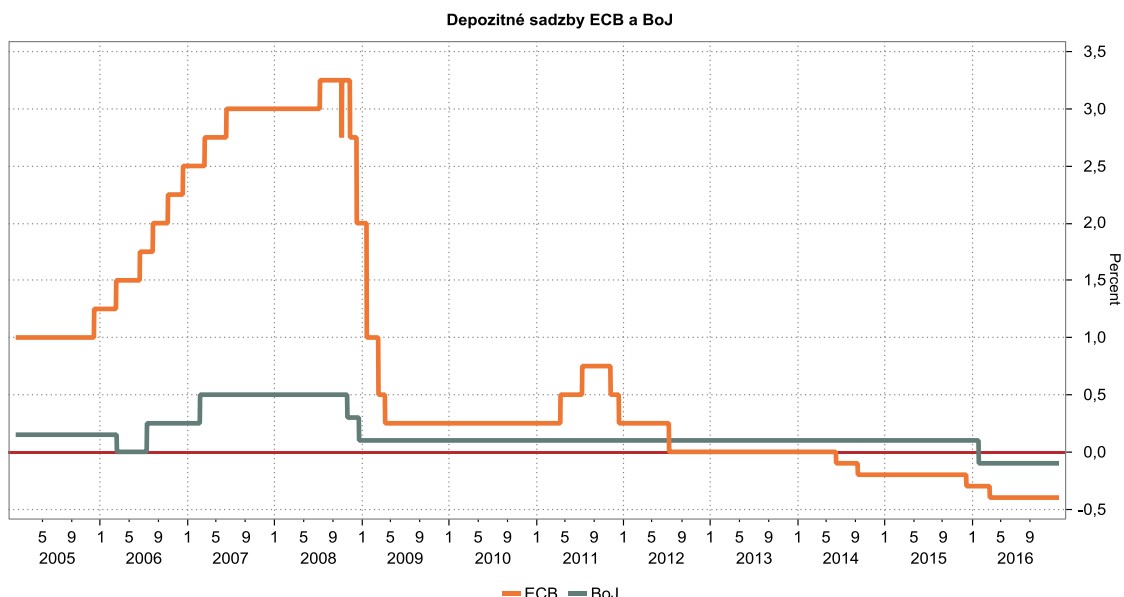
*Nemecko s vysokým kladným prebytkom obchodnej bilancie a na druhej strane Veľká Británia s vysokým záporným saldom obchodnej bilancie*

*Ďalšie investície a pracovné miesta na Slovensko ťahá automobilový a strojársky priemysel*

*Dubaj predstavil odvážny plán zmeny portfólia zdrojov energie*

keď sa sadzby centrálnej banky dostanú na nulu, čím dosiahla ich najnižšiu možnú hranicu. Sadzby nižšie ako nuly by totiž znamenali, že banky budú peniaze radšej hromadiť ako požíčať. Takéto hromadenie bezhotovostných peňazí však nie je možné a banky tak prebytočnú likviditu môžu buď požičať iným bankám, nakúpiť za ne aktíva alebo uložiť na účet v centrálnej banke za sterilizačnú úrokovú sadzbu.

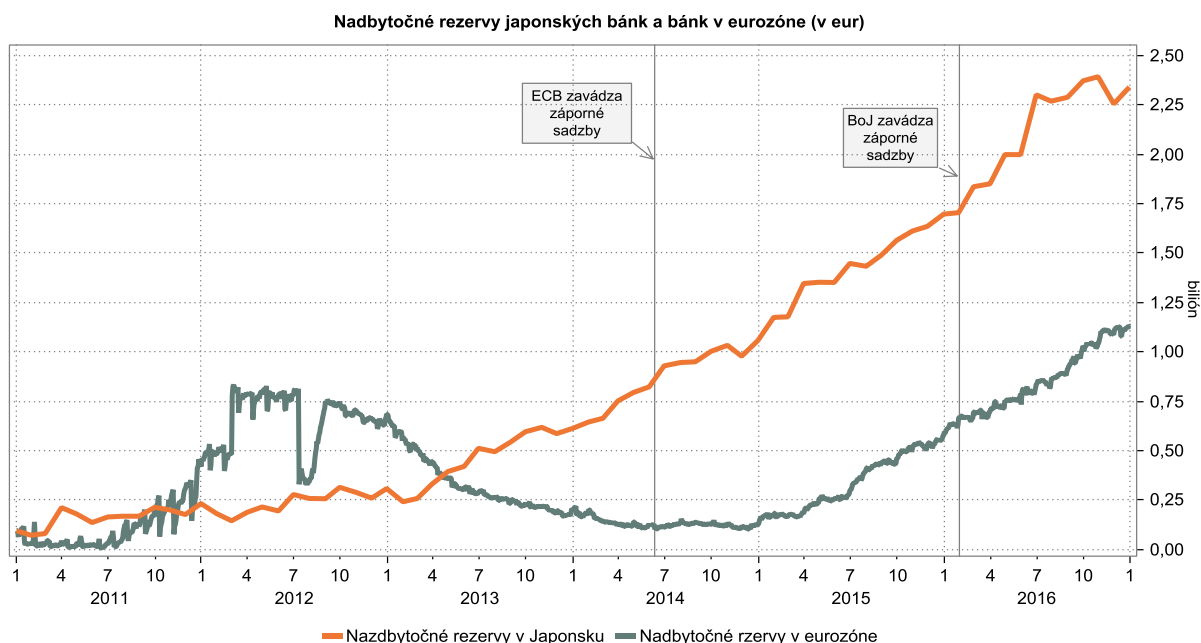
Sadzby ECB sa do záporných čísel dostali 11. júna 2014, keď jednodňovú sterilizačnú sadzbu znížila z nulovej hranice na -0,1%. Jednodňová sterilizačná sadzba je úroková sadza, za ktorú sa denné prebytky likvidity komerčných bánk (resp. rezervy) eurozóny automaticky ukladajú na účet v ECB na jeden deň. Predstavuje teda najnižšie možné úročenie rezerv komerčnej banky,

Source: **Macrobond**

no zároveň aj najbezpečnejšiu a najkratšiu formu vkladu (vklady sú opäť dostupné o 24 hodín). Eurozónu totiž už netrápila len hospodárska stagnácia ale aj pokles inflácie, čím bolo narušené 2%-né inflačné cieľenie ECB. ECB v tomto čase už nemala veľa možností pre uvoľnenie úrokových sadzieb, keďže sa sadzba pre sterilizačné operácie už od júla 2012 nachádzala na nule. Odštartovala teda experiment záporných sadzieb, ktoré sa postupne znižovali ešte viac, pričom sa od marca 2016 nachádzajú na úrovni -0,4%.

Okrem ECB sa do tohto „experimentu“ pridala aj Bank of Japan, keďže ekonomika Japonska má podobné problémy ako eurozóna. BoJ vo februári 2016 takisto znížili depozitnú sadzbu, a to z 0,1% na -0,1%. Na rozdiel od ECB musela však BoJ postupovať trochu inak. BoJ je známa tým, že ako prvá centrálna banka zaviedla politiku kvantitatívneho uvoľňovania. Cez nákup vládnych dlhopisov tak japonské banky zásobovala obrovským množstvom likvidity, čím na trhu vytvorila veľké prebytky. ECB s kvantitatívnym uvoľňovaním zača-

la až v marci 2015, a preto v čase zavedenia záporných sadzieb nedisponovali banky v eurozóne takými výraznými rezervami. Japonské banky mali v čase zavedenia zápornej depozitnej sadzby teda veľké prebytky likvidity a náhla zmena ich úročenia by tak mohla bankový systém poškodiť (japonské rezervy boli v čase zavedenia záporných sadzieb vo výške 254 miliárd jenov, čo v zhruba 2,1 bilióna eur. Objem rezerv v eurosystéme bol 120 miliárd eur).

Source: **Macrobond**

Rezervy preto boli úročené tromi sadzbami: 0,1%, 0% a -0,1%. V čase zavedenia ostalo 82% rezerv úročených 0,1%-nou sadzbou. 0%-ná sadzba sa vzťahovala na povinné minimálne rezervy a časť prebytočných rezerv (spolu mali 9%-ný podiel). -0,1%-nou sadzbou boli úročené len 9% rezerv. Od zavedenia záporných sadzieb stúpol objem záporne úročených rezerv len o 5 mld. jenov na 27 mld., čo je vzhľadom na to, že sa celkové rezervy zvýšili o 64 mld. jenov na 321 mld. len malý objem. Takmer všetky nové rezervy sa úročia nulovou sadzbou, pričom objem záporne úročených rezerv pribúda len pomaly, aby v bankovom systéme nespôsobili negatívny šok. Záporné sadzby môžu pre banky teda znamenať prudký nárast nákladov a ich zavedenie nie je jednoduché. Aký je teda význam záporných sadzieb a čo majú v ekonomike docieľať?

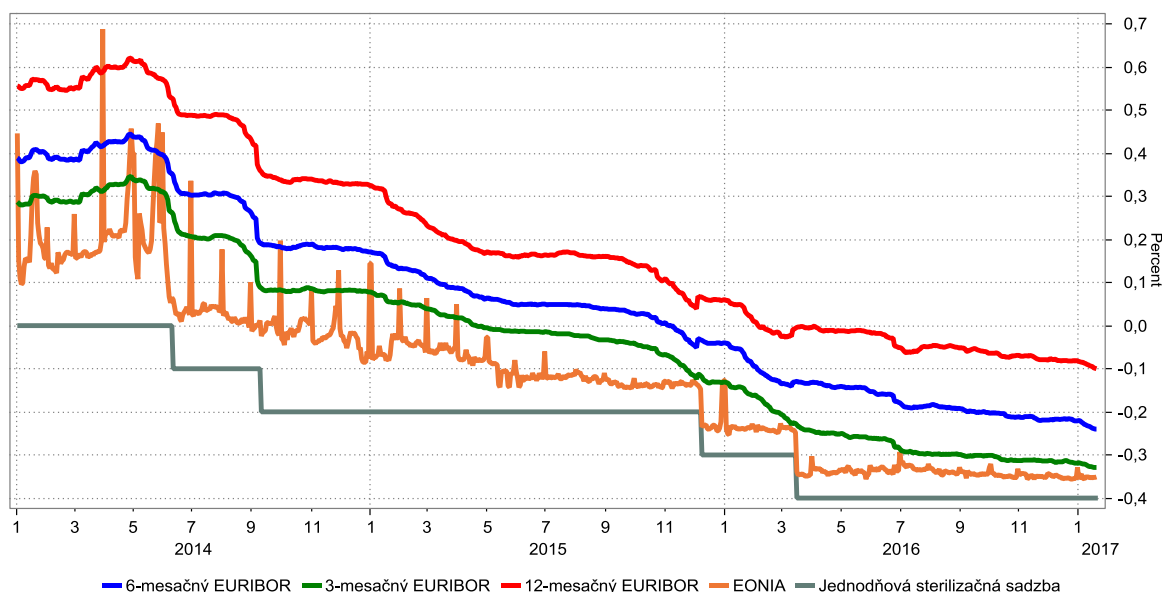
Monetárna politika centrálnych bánk sa do ekonomiky prenáša cez transmisný mechanizmus. Transmisný mechanizmus teda predstavuje formu prenosu opatrenia monetárnej politiky cez rôzne kanály. Najväčší dopad má na subjekty na začiatku kanálu (teda banky) a čím ďalej sa efekt prenáša do reálnej ekonomiky (medzi firmy a domácnosti), tým slabne. Posun

sterilizačnej sadzby pod nulu mal na finančný trh okamžitý efekt. Ako sme už spomínali, bezhotovostné prebytočné rezervy nemôžu banky skladovať (okrem premeny na obeživo) a preto sú nútené tieto rezervy buď požičať iným bankám na medzibankovom trhu alebo ich vložiť do ECB. V momente, keď za uloženie v ECB banky musia platiť (t.j. aplikuje sa negatívna sadzba) získavajú motiváciu peniaze uložiť do iných bánk. Na medzibankovom trhu tak vznikne prebytok likvidity a banky s prebytkom sa snažia likviditu umiestniť do iných bánk. V dôsledku zvýšenej ponuky instantne klesne cena peňazí na krátkodobých medzibankových obchodoch veľmi blízko ku sadzbe ECB no nikdy nie pod túto úroveň (keďže na medzibankovom trhu stále existuje mierne (aj keď len minimálne) riziko). Overnight obchody úročené sadzbou EONIA sú momentálne na úrovni -0,35% zatiaľ čo sterilizačná sadzba je -0,4%. Keďže takéto krátkodobé obchody bankám spôsobujú stratu, tak sú pre jej minimalizáciu ochotné požičať aj rizikovejším bankám a na dlhšiu dobu, čo takisto tlačí nadol aj cenu dlhodobějších zdrojov financovania. Dochádza teda k presunu likvidity z bánk s prebytkom k bankám s nedostatkom likvidity. Toto

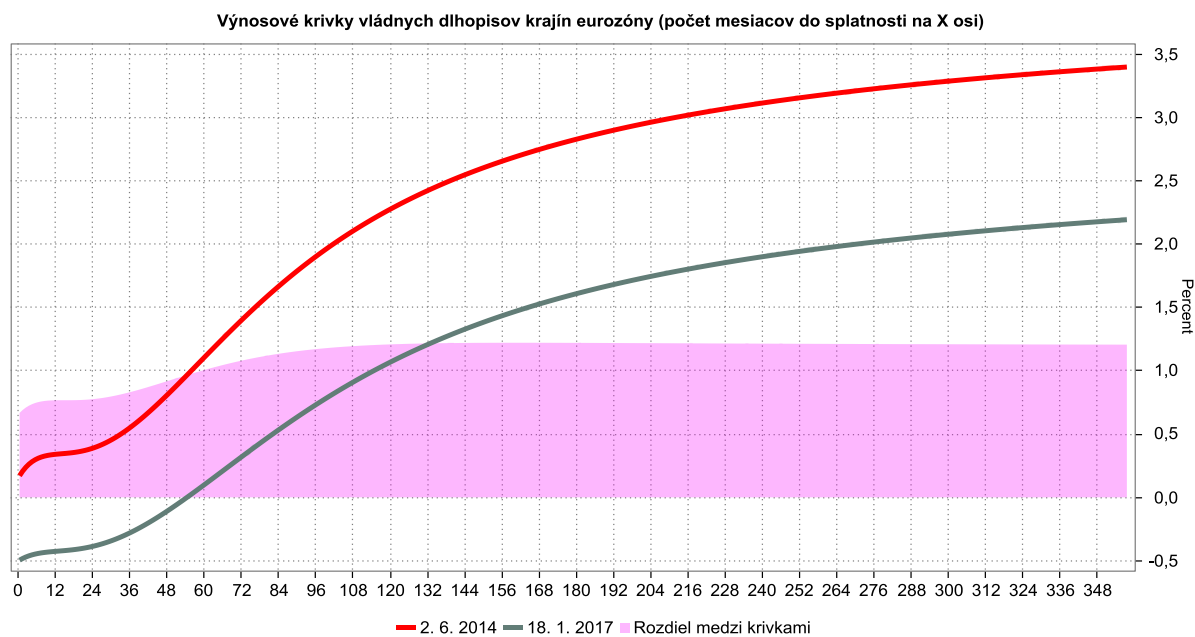
v konečnom dôsledku vedie ku zníženiu úrokov, ktoré banky poskytujú svojim klientom. Znižujúce sa úroky na vkladoch a aj úveroch zároveň znamená, že domácnosti aj firmy budú mať stále menšie preferenciu peniaze ukladať a zároveň stále väčšie preferencie peniaze si požičiavať. Dosiahnutie tohto efektu cez úverový kanál monetárnej politiky je práve cieľom ECB a umocňovaní je negatívnymi sadzbami a emisiou likvidity zároveň.

Ďalšou možnosťou ako zamedziť negatívne úročenie prostriedkov na účte v ECB je nákup aktív. Prvotný efekt sa prejaví na štátnych pokladničných poukážkach, ktoré sú nízko-rizikovým substitútom rezerv. Dopyt po nich prudko vzrástol, čo ich cenu (výnos) stlačilo na historické minimum (až do záporných čísel). Vládam tak centrálna banka cez fiškálny kanál monetárnej politiky zabezpečila najvýhodnejšie financovanie deficitov v histórii. Za ŠPP Slovenska tak investor pri emisii zaplatí viac, ako mu po uplynutí splatnosti štát vráti. Po ŠPP prichádzajú na rad aj dlhodobější aktíva ako dlhopisy, ktorých výnos je takisto tlačný nadol. Pri dlhopisoch sa však banky zriekajú likvidity na dlhšiu dobu (v prípade držby do splatnosti aj na 30 rokov), za čo

Porovnanie vývoja medzibankových úrokových sadzieb s jednodňovou sterilizačnou sadzbou ECB



Source: **Macrobond**



vyžadujú termínovú prémii. Výnosová krivka vládných cenných papierov je teda rastúca, pričom krátky koniec do 4 rokov je v prípade priemeru dlhopisov všetkých krajín eurozóny v záporných číslach, zatiaľ čo dlhý koniec (30 rokov) sa nachádza na 2,2%. Okrem úrokových sadzieb na výnosovú krivku samozrejme vplýva aj dodávanie likvidity cez program kvantitatívneho uvoľňovania a vo všeobecnosti sa dá tvrdiť, že dodávanie dodatočnej likvidity má skôr vplyv na splošťovanie tejto výnosovej krivky (banky sa kvôli prebytku ochotne odriekajú likvidity aj na dlhšie obdobie) zatiaľ čo záporné sadzby spôsobujú posun celej krivky smerom nadol. Veľký záujem bánk o vládne aktíva sa prejavil aj vo vyrovnávaní rozdielu úročenia ŠPP a dlhopisov medzi krajinami periférie eurozóny a krajinami s najbezpečnejšími dlhopismi.

Okrem spomínaného fiškálneho a úverového kanálu monetárnej politiky by sa podľa ekonomickej teórie opatrenia ECB mali prejať napríklad aj cez kurzový alebo portfóliový kanál. Kurzový kanál hovorí o znížení kurzu eura, keď investori budú mať menší záujem o aktíva denominované v eurách, čo zvýši konkurencieschopnosť európskych exportérov a prispeje ku

zvýšeniu zamestnanosti a celkovému zotaveniu ekonomiky. Portfóliový kanál by zas mal znamenať zvýšenú ochotu bánk investovať do rizikovejších aktív (a aj krajín), ktorým by sa za normálnych okolností radšej vyhýbali. Celkový želaný efekt monetárnej politiky by sa teda mal prejať na zotavení hospodárstva krajín eurozóny (pričom záporná úroková miera zvýhodňuje najmä krajiny periférie) a udržanie stabilného rastu cenovej hladiny na úrovni 2%. Záporné sadzby teda podľa teórie majú množstvo pozitívnych stránok, no pozrieť sa treba aj na tie negatívne.

Príkladom je hneď podpora expanzívnej fiškálnej politiky. Zadlžovanie sa vychádza krajiny momentálne rekordne lacno, čo však môže viesť až ku nezodpovednému deficitnému hospodáreniu. Znižovanie sadzieb ECB na účelom zníženia sadzieb pre domácnosti a firmy môže byť taktiež kontraproduktívne. Banky totiž znižujú aj úroky na vkladoch aj úveroch, pričom v prípade vkladov však narážajú na nulovú hranicu (klienti by pri záporne úročených vkladoch vyberali hotovosť z banky). Toto znižuje úrokovú maržu bánk, čo banky musia riešiť buď zvyšovaním poplatkov alebo (v prípade ďalšieho poklesu referenč-

ných sadzieb) dokonca až zvyšovaním sadzieb na úveroch (čo je presný opak snahy ECB).

Problém pre banky môže predstavovať aj štruktúra financovania. Nízke úrokové sadzby na termínovaných vkladoch znižujú ochotu tu investovať a klienti tak preferujú skôr krátkodobé vklady a bežné účty. Dopyt klientov sa zas presunul skôr do dlhodobějších úverov, na ktorých sa pri nízkych sadzbách výrazne znížili finančné náklady. Banky tak majú problém získať dlhodobé zdroje na financovanie dlhodobých aktív, čo znamená zvýšené úrokové riziko. Znižovanie sadzieb nespôsobuje ťažkosti len bankám ale napríklad aj penzijným fondom a podobným inštitúciám, ktoré tak majú problém splniť zmluvne dohodnuté fixné výnosy. Spolu s bankami a inými investormi sa tak budú uchýľovať ku rizikovejším investíciám (napr. akciám), čo na trhu môže viesť až ku vzniku špekulatívnych bublín.

Záporná úroková sadzba by podľa ekonomickej teórie mala napomôcť ku obnoveniu hospodárstva no zároveň so sebou pre hospodárstvo prináša aj isté hrozby. Medzi banky prináša netrhové správanie, čo by podľa niektorých ekonómov mohlo viesť ku nárastu rizika na finanč-

ných trhoch, vzniku bublín, deficitnému hospodáreniu vlád a nesprávnemu oceňovaniu aktív. V extrémnom prípade by dokonca došlo až k zastaveniu používania danej meny, na to by však bola potrebná ďaleko nižšia a dlhotrvajúca záporná sadzba. V súčasnosti prevažujú pozitívna nad negatívnymi no to by sa v prípade ďalšieho poklesu sadzieb mohlo zmeniť. Keď si trhy zvyknú na negatívnu sadzbu tak bude ťažké dostať sadzby opäť na normálne úrovne bez toho aby to vyviedlo trhy z miery a aby nedošlo ku zlyhaniu úverov. Otázne je

ako dlho budú negatívne sadzby ešte pretrvávať a kam až môžu klesnúť. Vzhľadom na posledný vývoj na trhoch (rastúca inflácia, rozprúdenie úverovania domácností) nie je pravdepodobné, že úroková sadzba bude ešte naďalej klesať. Efektívna hranica sa odhaduje zhruba na -0,5%, čo predstavuje bod, do ktorého sú ľudia ochotní ukladať peniaze do banky (t.j. ľudia takúto sadzbu ešte stále vnímajú za výhodu vo výmene za úschovu peňazí, platobný styk atď.). Čo sa týka doby trvania, tu môžeme len špekulovať. Závisieť to bude od vývoja inflácie

(najmä jadrovej) obnovenie úverovej aktivity na trhu eurozóny (ku čomu sa súčasný stav zatiaľ veľmi nepribližuje). Centrálna banka tak bude musieť pozorne sledovať ekonomiku, aby čo najviac obmedzila zápory negatívnych sadzieb a naopak využila jej pozitíva. (rb)

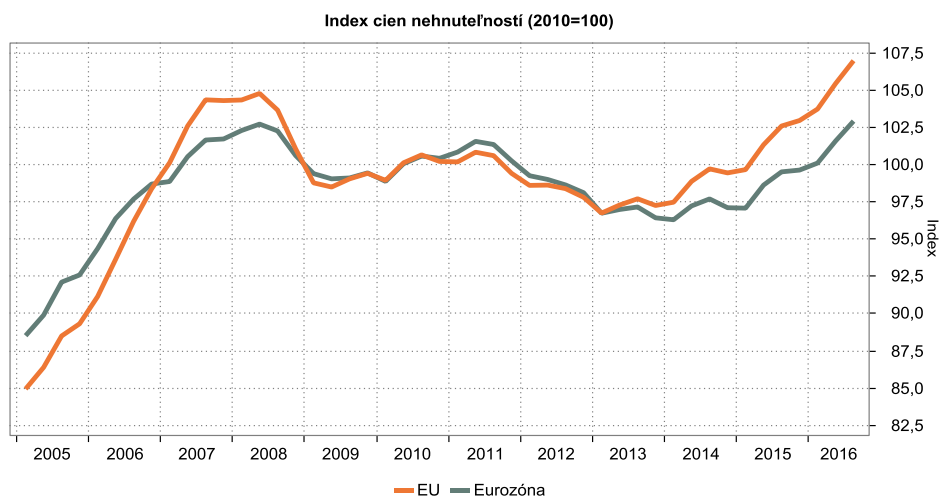
## Ceny nehnuteľností v Európe rastú

Index cien nehnuteľností meria cenové rozdiely všetkých rezidenčných nehnuteľností či už sú to byty alebo domy, novopostavené, ale aj existujúce. Za tretí kvartál minulého roka sa medziročne zvýšili ceny nehnuteľností o 3,4% v Eurozóne a 4,3% v Európe. Rastúci trend pretrváva od roku 2012 a pomaly sa dostáva na úroveň pred krízy.

Čo sa týka jednotlivých krajín najväčšie nárasty cien boli zaznamenané v Maďarsku (11,6%), Lotyšsku (10,8%) a v Bulharsku (8,8%). Veľký rast v Maďarsku je spôsobený situáciou, ktorá prebiehala ešte pred krízou. Obyvatelia si vzali pôžičky vo švajčiarskych frankoch a keď počas krízy, forint devalvoval, ich dlhy sa stali „väčšími“ čo spôsobilo, že na určitý čas bola v realitnom trhu v Maďarsku stagnácia. Ľudia nemali prostriedky na kúpu ne-

hnuteľností, čo spôsobilo pokles cien, v súčasnosti ale nastáva oživenie a obyvatelia sa snažia kúpiť nehnuteľnosti za pomerne prijateľné ceny. I napriek celkovému rastu cien sú krajiny, kde ceny nehnuteľností klesajú, ako napríklad Cyprus alebo Taliansko, kde klesajú už 5. rok. Taliani majú opačný stav. Situ-

ácia je krízová, klesá dopyt po nehnuteľnostiach a teda aj ich ceny. V rámci Európy sa však očakáva, že aj naďalej budú ceny rásť, nakoľko pretrváva silný dopyt, ktorý zatiaľ ponukou nie je uspokojený. (sd)

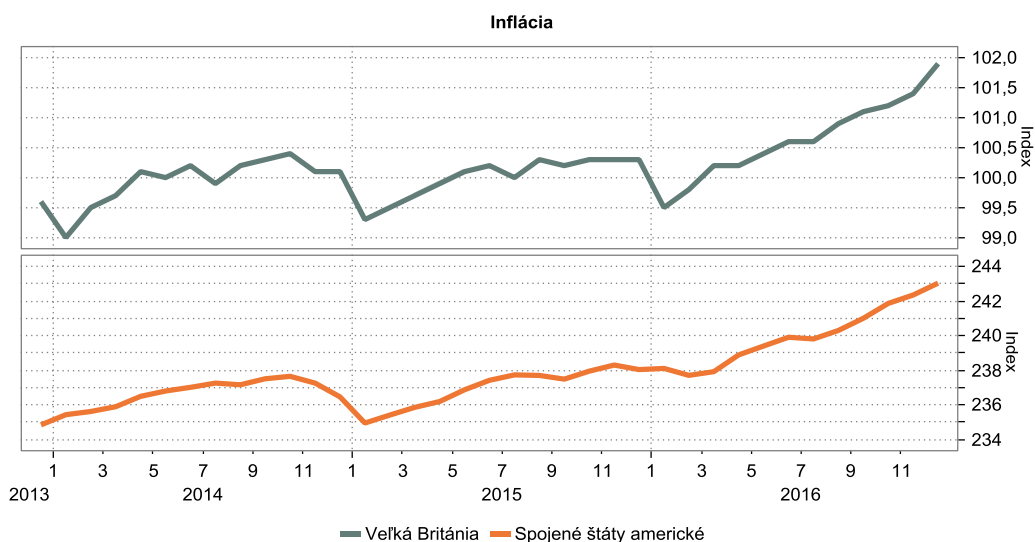


## Inflácia rastie

Zdá sa, že metóda kvantitatívneho uvoľňovania, ktorá je celosvetovo podporovaná, bola úspešná. Ceny spotrebiteľského koša rastú. Vo Veľkej Británii treba však podotknúť, že za 1,6% infláciou stojí aj slabšia libra. Čistá inflácia dosiahla tiež 1,6% čo je spôsobené tým, že vyššie ceny elektriny prekryli nižšie ceny potravín. Inflácia v USA vzrástla o 2,1%. Očistená o potraviny a energie vzrástla o 2,2%. Inflácia v Nemecku je najvyššia od roku 2013 a to na úrovni 1,7%, jadrová na úrovni 1,5%. Slovensko sa takisto dostalo z obdobia deflácie a po štyroch rokoch konečne dosiahla infláciu na úrovni 0,1%. To ako sa vyvíjajú ceny v danej krajine ovplyvňuje celú

ekonomiku. Cieľom je dosiahnuť aspoň akú takú infláciu, nakoľko deflácia je negatívnym ekonomickým javom. Ľudia očakávajú, že ceny budú klesať, preto nemínajú ale šetria. Taký istý postoj zaujmu aj investori, ktorí v období deflácie nebudú chcieť investovať. Inflácia

totiž tvorí dôležitá aspekt pri hospodárskom plánovaní. Ak by totiž investovali, a ich projekty by defláciou strácali na hodnote, boli by v strate. Deflácia teda brzdí celkový rozvoj ekonomiky. (sd)

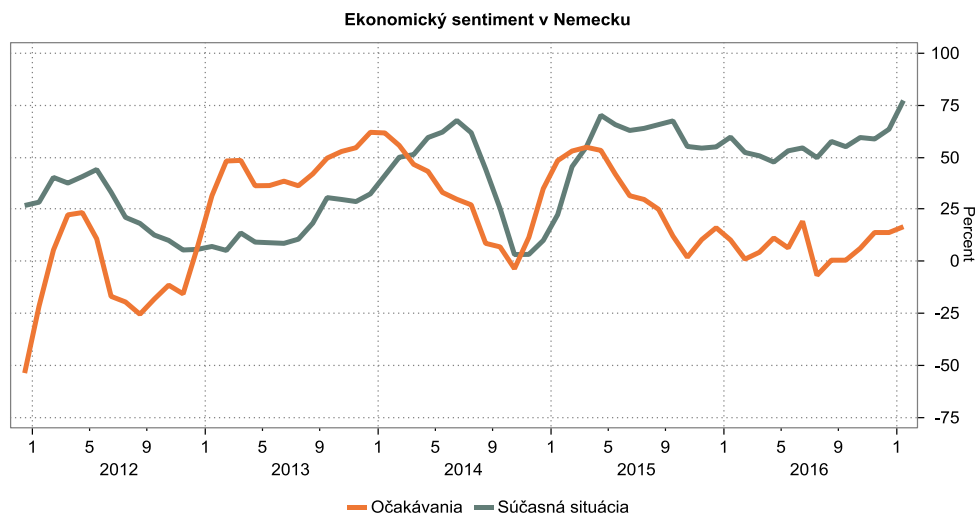


## Situácia v Nemecku najlepšia za posledných 5 rokov

Vyplyva to z ekonomického indikátora nemeckého centra ZEW, kde ekonómovia a analytici vyjadrujú svoje názory na ekonomickú situáciu v Nemecku. Berú do úvahy infláciu, úrokové sadzby, zásoby podnikov, výmenné kurzy a vôbec všetky aspekty ekonomiky. Hodnota 100 predstavuje maximálnu spokojnosť s ekonomikou a hodnota -100 maximálnu nespokojnosť. Aktuálna januárová hodnota indexu dosiahla 77,3 čo je takmer o 30% lepšie hodnotenie ako minulý rok. Je to spôsobené vyššou infláciou, ktorá koncom roka dosiahla rast 1,7% čím sa blíži k „ideálnym“ 2%.

Ale aj stabilným rastom hrubého domáceho produktu. K pozitívnym očakávaniam tiež prispeli klesajúca nezamestnanosť (na úrovni 6%) a aj

vyššia obchodná bilancia v porovnaní s minulým rokom. (sd)



Source: **Macrobond**

## Nové pravidlá zadlžovania verejných rozpočtov

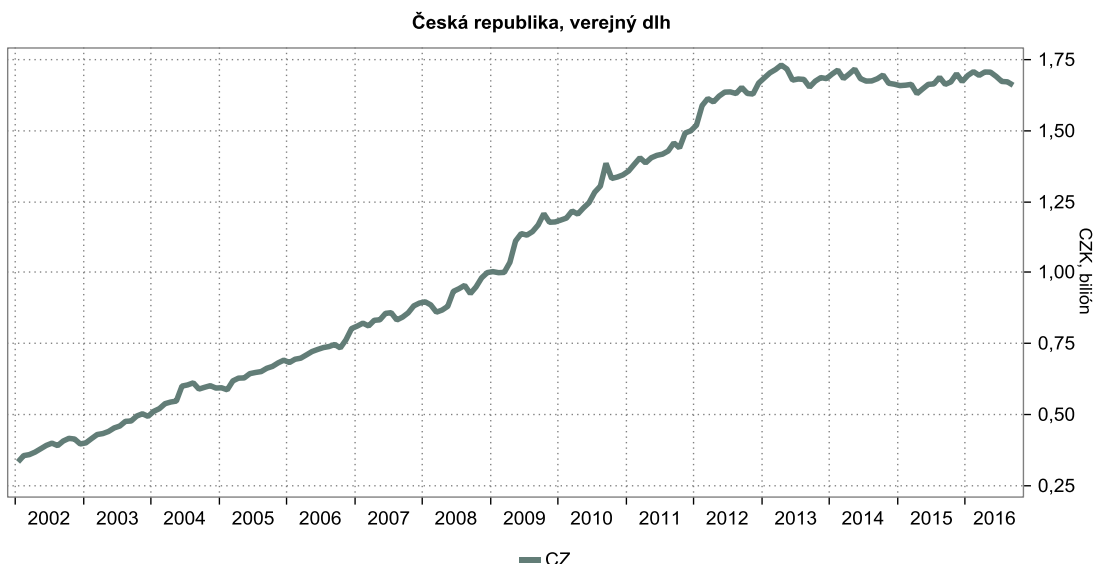
V Českej republike bol schválený zákon o rozpočtovej zodpovednosti. Obsahom daného zákona je, že ak zadlženie verejných rozpočtov prekročí 55 % HDP, budú prijaté opatrenia na nápravu existujúceho stavu. Je to teda zákon proti zadlžovaniu verejných rozpočtov. Nové pravidlá schválila Snemovňa po prehlasovaní veta Senátu. Schvaľovanie zákonov v Českej republike uskutočňuje snemovňa a následne

sa zákon posúva do senátu.

V prípade zamietnutia senátom, čo sa stalo aj v danom prípade, môže snemovňa nesúhlas so zákonom prehlasovať. Na jednej strane má zákon pozitíva v tom zmysle, že jednotlivé časti verejnej správy by sa nemohli veľmi zadlžovať a rozpočty by boli skôr vyrovnané,

resp. prebytkové ako schodkové. Na druhej strane to môže pôsobiť negatívne na menšie obce, pretože sa nebudú môcť viac zadlžiť a viac investovať, napríklad do rozvoja obce. Taktiež to znamená menšie investície aj na štátnej úrovni. V roku 2016 bol štátny rozpočet ČR v prebytku okolo 60 mld. Kč, čo znamená, že štátny rozpočet daný zákon výrazne nezasiahne. Dopad bude mať skôr na rozpočty obcí.

Prebytkový rozpočet bol dosiahnutý aj preto, že už v minulom roku bol na štátnej úrovni rozsah investícií v menšom množstve. Zákon o dlhovej brzde je dôležitý pre dodržiavanie disciplíny zadlžovania sa čo je jedným z hlavných faktorov vzniku a priebehu krízy v EU. (mm)



Source: **Macrobond**

## „Tvrдый brexit“

Referendum o odchode Veľkej Británie z Európskej únie, čiže o brexite sa konalo v minulom roku v júni. Samotné referendum neznamená hneď aj odchod z EÚ. Predchádza tomu dlhodobý dvojročný proces, ktorý začína otvorením článku 50 zo Zmluvy o fungovaní EÚ. Otvorenie tohto článku chce Mayová (britská premiérka) uskutočniť už v marci 2017. Malo by ísť o „tvrдый brexit“, čiže vystúpenie Veľkej Británie z jednotného trhu, neprispievanie do rozpočtu EU a taktiež by na ňu neplatili zákony a nariadenia EU. Konečnú dohodu s EU musí odhlasovať ešte parlament VB. Namiesto toho by pre-

miérka chcela dohodu o voľnom obchode, udržanie zóny voľného pohybu a colnú dohodu. Pokiaľ sa VB a EU nedohodnú, najväčšie dopady to bude mať na obyvateľov krajín. Môže to spôsobiť vysoké zavedenie ciel z oboch strán, drahšie ceny pre obyvateľov a skomplikovanie cestovania. Odchod VB bude pre EU stratou, keďže je to veľká ekonomika a taktiež do rozpočtu EU prispieva značné množstvo financií (v roku 2014 to bolo 11,34 mld. eur). Znížením rozpočtu by utrpeli všetky členské krajiny, aj Slovensko, ktorému by sa znížili možné finančné prostriedky, ktoré by mohli z EU čerpať. Utrpí aj

VB, keďže Londýn je finančné centrum, kde sídlia mnohé inštitúcie, ktoré sa môžu začať presúvať do iných krajín. Na druhej strane môže Veľká Británia aj získať. Devalvovaním libry, čiže znížením jej hodnoty výrazne vzrástol priemysel. Keďže hodnota meny bola nižšia, ostatné krajiny mohli kupovať za lacnejšie a podporil sa vývoz. Keďže takýto typ dohody EU s nečlenskými krajinami ako chce Veľká Británia ešte nie je, tak je otázne či EU bude súhlasiť. Zaviesť tvrdé opatrenia by neprinieslo úžitok ani jednej strane. (mm)

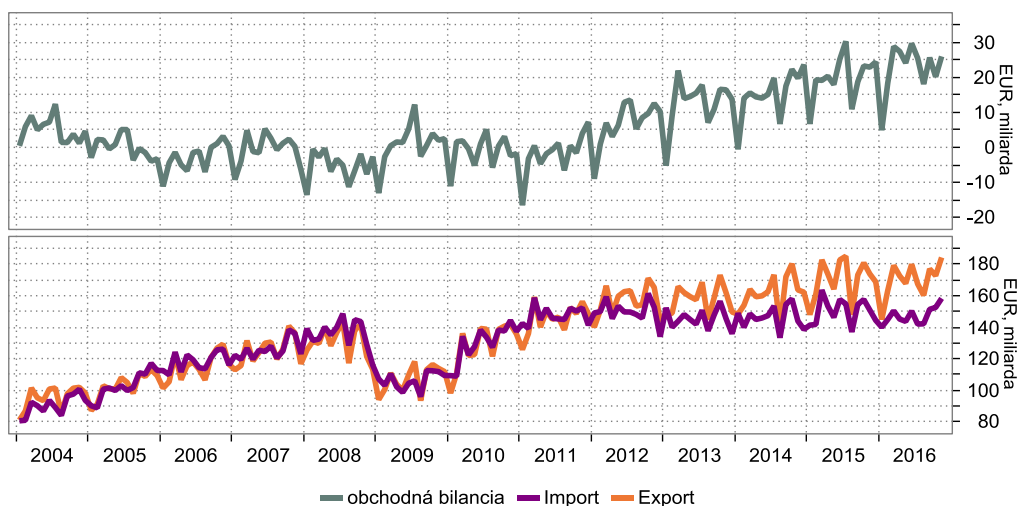
## Obchodná bilancia Eurozóny a EU 28 v novembri

Obchodná bilancia Eurozóny zaznamenala v novembri 2016 hodnotu +25,9 mld. eur, čo je medziročný rast o 3 mld. eur. Daný rast bol dosiahnutý vďaka významnejšiemu rastu exportu. Export v novembri 2016 bol na úrovni 184,2 mld. €, čo v porovnaní s predchádzajúcim rokom 2015 (173,8 mld. eur) je nárast o 10,4 mld. eur. Import bol nižší ako export, na úrovni 158,3 mld. eur. V tomto prípade je obchodná bilancia aktívna, čiže vývoz prevyšuje dovoz. EU 28 ma obchodnú bilanciu za november 2016 na úrovni 6,9 mld. eur, oproti rovnakému obdobiu v roku 2015 je to nárast o 1,2 mld. eur. Export tovarov dosiahol hodnotu 156,8 mld. eur a import 149,9 mld. eur. V prípade exportu je to nárast medziročne o 8,1 mld. eur a pri importe nárast o 6,9 mld. eur. Opäť ako aj v Eurozóne platí, že obchodná bilancia je aktívna. Pre jednotlivé krajiny a aj pre EU je aktívna bilancia pozitívna, pretože krajiny mimo

daného spoločenstva majú záujem o výroby. Pri pasívnej bilancii to značí znížený dopyt a väčší dovoz. Eurozóna má obchodnú bilanciu samozrejme vyššiu ako EU 28, pretože do jej exportu sa môže započítavať aj predaj výrobkov štátom, ktoré patria do EU 28 ale nepatria do Eurozóny a tým sa export, import aj obchodná bilancia zvyšuje. Hlavným obchodným partnerom pre EU 28 je USA, do ktorej sa najviac vyváža a taktiež sa vykazuje aj najvyššia aktívna obchodná bilancia. Aj z tohto dôvodu sú dobre

vzťahy s USA dôležité. Ak nový americký prezident Trump obmedzí výraznejšie dovoz, môže sa to prejavíť aj v pasívnej obchodnej bilancii. Vplyv na vývoz a dovoz bude mať aj prípadný odchod Veľkej Británie z EU. Za január až november 2016 má kladné saldo v objeme 238,3 mld. eur Nemecko kde prevažuje export nad importom a naopak vysoké až 195,4 mld. eur záporné saldo má Veľká Británia. (mm)

Zahraničný obchod s tovarmi - Eurozóna



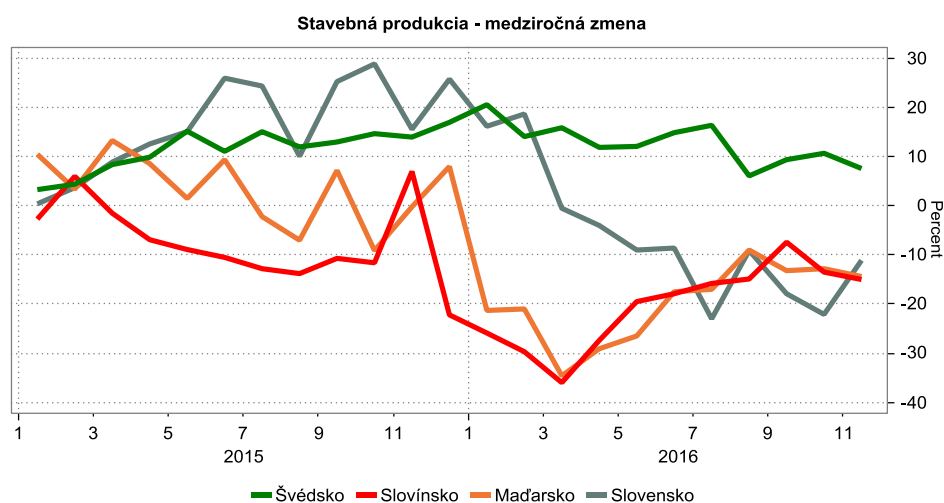
Source: **Macrobond**

## Vývoj stavebníctva v Európe

Stavebná produkcia v Eurozóne sa v novembri 2016 vyvíjala kladným tempom. V porovnaní s októbrom vzrástla o 0,4 %. Udržala si tak rovnaké tempo rastu ako v októbri. V septembri 2016 v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom poklesla, takže daný dvojmesačný rast je pre stavebníctvo pozitívny. „Ťahúňom“ boli inžinierske stavby, do čoho patria napríklad cesty, mosty alebo chodníky. Medzimesačne vzrástli o 1 % a stavby vzrástli o 0,3 %. V rámci EU 28, môžeme vidieť podobný vývoj stavebníctva ako v Eurozóne. V novembri 2016 v porovnaní s októbrom vzrástla stavebná produkcia o 0,4 %, pričom tempo rastu sa zvýšilo o 0,1 %. Aj tu daný rast ťahali inžinierske stavby, medzimesačný rast zaznamenali 1,7 %, stavby dosiahli medzimesačný rast 0,3 % (ako aj v Eurozóne). V rámci porovnania tretieho kvartálu s druhým kvartálom, výraznejší rast dosiahla Eurozóna aj v stavbách (1,3 %) a aj v inžinierskych stavbách (1,8 %). EU 28 v tejto ob-

lasti dosiahla nižšie hodnoty za tretí kvartál. V stavbách medzikvartálny rast 0,8 % a v inžinierskych stavbách rast 0,4 %. V porovnaní novembra 2016 medzioročne stagnujú hlavne stavby v Eurozóne, kde medzioročne poklesli o 0,6 % a inžinierske stavby v EU 28, ktoré poklesli až o 2,1 %. Na druhej strane sa darilo inžinierskym stavbám v Eurozóne, ktoré medzioročne vzrástli o 2,2 %. Spomedzi štátov EU najväčší pokles v stavebníctve z dostupných údajov bol zazname-

naný v Slovinsku (pokles o 15 %) a v Maďarsku (pokles o 14,4 %). Taktiež údaje za Slovensko vykazujú vysoký pokles, o 11,1 %. Údaje sú ale skreslené čerpaním eurofondov. Najvyšší rast dosiahlo Švédsko, medzioročne o 7,6 %. Za celý tretí kvartál dosiahlo rekordný rast Grécke stavebníctvo a to o 77,3 %. Takýto rekordný rast však skôr odráža ako hlboko sa tento sektor v Grécku prepadol. (mm)

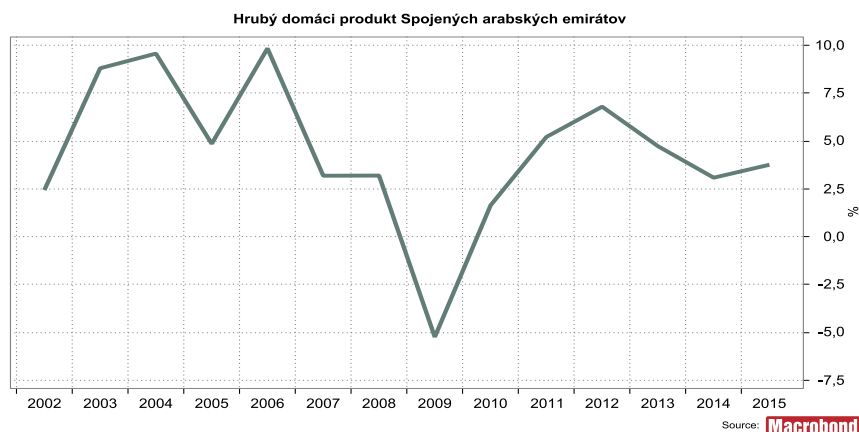


## Nové vízie v Spojených arabských emirátoch

Vývoj situácie s ropou je v poslednej dobe premenlivý. Ceny sa pohybovali na rekordných minimách, momentálne sú viac menej ustálené vďaka zmrazeniu ťažby. Spojené arabské emiráty si uvedomili, že mať iba jediný zdroj príjmov, teda ropu, je riskantné. Preto sa rozhodli investovať energetického sektora a nových technológií. Cieľom na najbližšie 3 desaťročia v Dubaji je zvýšiť podiel energie z obnoviteľných zdrojov až na 44%. Celkové investície na tento projekt sú vyčíslené na 163 mld. USD (čo predstavuje 44% z HDP). Zvýšiť energetickú efektívnosť sa snažia naprieč celými emirátmi a veria, že v tom budú úspešnejší ako Západ. To ale koľko elektrickej energie na výstavbu spotrebujú vyčíslené ne-

majú. Výhodou je, že majú lepšie podnebné podmienky a až dvakrát viac slnečných dní ako napríklad v Nemecku, čiže by sa u nich mohla ujať práve slnečná energia. Ďalšie investície sa plánujú v doprave. Jedná sa o vysokorýchlostný vlak Hyperloop navrhnutý šéfom Tesly. 123 kilometrová vzdialenosť medzi

hlavným mestom Abú Zabí a Dubajom by mal zvládnuť za 12 minút. Projekt by mal zefektívniť dynamiku prepravy tovarov aj ľudí. Novými inováciami chcú zvýšiť podiel priemyslu na HDP, ktoré tvorí v súčasnosti asi 40%, ale aj zvýšiť turizmus, ktorý tvorí 15% z HDP. (sd)



## Štátna pomoc pre automobilový a strojársky priemysel

Automobilový a strojársky priemysel na Slovensku sa opäť rozvinie vďaka štátnej pomoci zo strany vlády SR. Štátna pomoc bude vo výške 9,68 mil. eur a pôjde až šiestim firmám, ktoré by mali vytvoriť dokopy 400 pracovných miest. Tieto firmy by na Slovensku mali investovať 28,6 milióna eur. Spoločnosti plánujú vyrábať v mestách Rimavská Sobota, Hnúšťa, Krásno nad Kysucou, Trenčín, Sučany a Kechec.

Pomôže to hlavne okresu Rimavská Sobota, v ktorom bola nezamestnanosť v novembri 2016 až 24,77 %. Keďže nezamestnaných v danom okrese v novembri bolo 11 465 a nové spoločnosti majú dokopy vytvoriť 400 pracovných miest, výrazné zníženie nezamestnanosti to nespôsobí. Je to ale dobrý základ do budúcnosti, čo môže do daných oblastí prilákať ďalšie firmy, prípadne sa dané firmy môžu rozrásť

o ďalších zamestnancov. Pôjde o firmy ako Yanfeng Slovakia Automotive Interior Systems, Versaco, VAW, Hyunnam SK, Kuenz – SK a firma Hycal. Štátna pomoc je povolená len v prípade, že nenaruša hospodársku súťaž a nezvýhodňuje určité firmy. V tomto prípade by mala podporiť hospodársky rozvoj regiónov, keďže v daných oblastiach je vysoká nezamestnanosť. (mm)

## Ako si udržujeme talenty?

Svetový index konkurencieschopnosti podáva už štvrtý rok správu o hodnotení 118 krajín sveta z hľadiska schopnosti súťažiť o talent. To znamená, že čím lepšie podmienky daná krajina má, tým je vyššia pravdepodobnosť, že mladí šikovní talentovaní ľudia zostanú v krajine a neodcestujú za kvalitnejším životom do zahraničia. Slovensko sa na celkovom hodnotení umiestilo na 37. mieste. Pre porovnanie krajín V4, lepšie sa umiestnila iba Česká republika 23. miesto, Poľsko tesne za nami na 38. mieste a Maďarsko

na 41. Na prvých troch priečkach skončilo Veľká Británia, Singapur a za najatraktívnejšiu krajinu sa považuje Švajčiarsko. Hodnotilo sa viacero oblastí, napríklad v oblasti trhu, podnikania a politiky na Slovensku nám boli vytknuté neuspokojivé vzťahy medzi vládou a podnikateľským sektorom, ale aj medzi trhom práce a zamestnávateľmi. Čo sa týka celkovej atraktivity krajiny, nie sme veľmi otvorenou spoločnosťou a v porovnaní s ostatnými krajinami zaostávame s podielom zahraničné-

ho vlastníctva podnikov. Taktiež sa potýkame s problémom tzv. odlivu mozgov. Naopak umiestnili sme sa v top 20 čo sa týka vzdelania, technických zručností a vedomostí. Z toho nám vyplýva, že na Slovensku talenty sú avšak prostredie, ktoré ich obklopuje nie je naklonené ich rozvoju a tak častokrát odchádzajú do iných krajín. (sd)

# AKTUÁLNÝ VÝVOJ NA TRHOCH

## EUR/USD



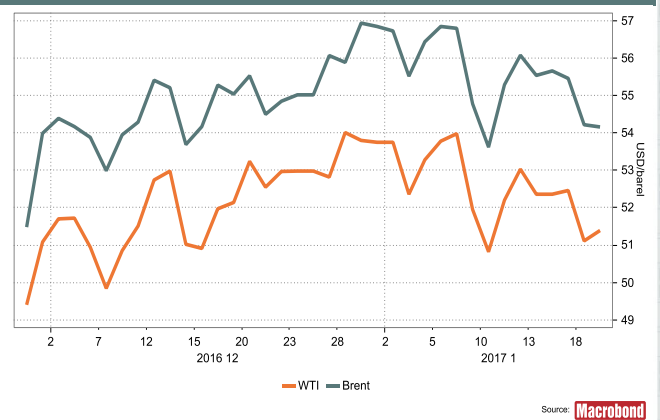
## EUR/CZK



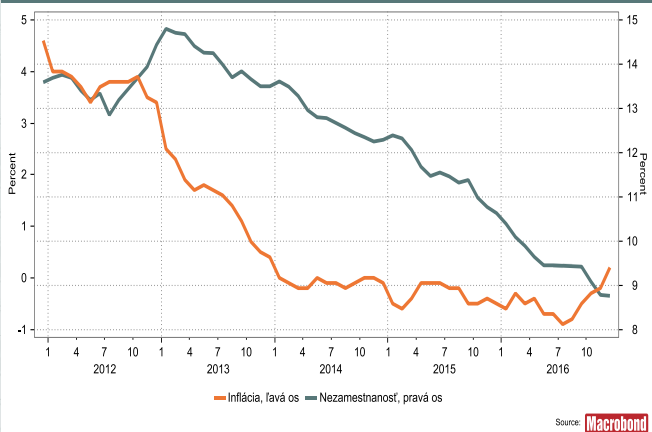
## ZLATO



## ROPA



## SLOVENSKO



## ČESKÁ REPUBLIKA



## MAĎARSKO



## POLSKO



## SPRÁVY Z FINANČNÝCH TRHOV

- Spoločnosť APS Holding (patriaca Martinovi Machoňovi) rozbieha spoločný podnik APS Recovery Cyprus s treťou najväčšou bankou na Cypre - Hellenic Bank. APS Holding bude mať 51 % podiel a bude mať na starosti správu nevymožiteľných pohľadávok, ktoré tam dodá práve partnerská banka. Nominálna hodnota týchto pohľadávok sa odhaduje na 2,5 miliardy eur.
- CPI Property Group kupuje od spoločnosti CBRE Global Investors 10 obchodných centier v ČR, Maďarsku a Poľsku v hodnote cca 650 mil. eur (odhad MS.com). Celkovo sa tak portfólio CPI rozšíri na 6,3 miliardy eur. Ide tak zrejme o najväčšiu transakciu v tomto roku.
- Český start-up Apiary (poskytujúci program pre programátorov na spoločné rozhranie medzi viacerými softwarmi od rôznych výrobcov) kúpila jedna z najväčších IT firiem vo svete - Oracle. Hodnota kúpi sa pohybuje v 10 miliónov dolárov. Tento start-up, resp. jeho zakladatelia, dostali na starosť celú divíziu programov zameraných na rozhranie API. Celková hodnota Oracle sa pohybuje na úrovni 160 miliárd dolárov.

**Tento dokument je publikovaný pre spoločnosti skupiny BENCONT , a môže byť reprodukováný a ďalej šírený len s jej písomným súhlasom. Informácie v tomto dokumente boli získané z externých zdrojov, ktoré boli spoločnosťou považované za spoľahlivé.**

**Matúš Jančura**

Hlavný analytik, Bencont INVESTMENTS  
jancura@bencont.sk

**Jozef Prozbík**

Analytik, Bencont INVESTMENTS  
prozbik@bencont.sk

**Analytici:**

Nebesník Martin, Bruchánik Rudolf  
Csatári Erik, Demová Simona  
Medvecová Miroslava  
Tirpáková Zuzana

Vajnorská 100/A  
831 04 Bratislava  
[www.bencont.sk](http://www.bencont.sk)



BENCONT INVESTMENTS



BENCONT GROUP



BENCONT DEVELOPMENT