



**NOBEL  
PRIZE  
ECONOMICS**



## Finanční nobelisti

*Eugene Fama, Lars Hansen a Robert Shiller získali v roku 2013 spoločne Nobelovu cenu za ekonómiu za ich empirickú analýzu cien aktív. Všetci traja sú členovia Americkéj finančnej asociácie (AFA) vzniknutej už v roku 1939, ktorá sa zameriava na výskum finančnej ekonómie, pričom každý z nich (Fama prvý v poradí) získal ocenenie tzv. „Druha asociácie“ (osoba, ktorá priniesla výrazný príspevok v oblasti financií). Je dôležité poznamenať, že títo predstavitelia obdržali významnú cenu venovaním sa v rovnakej oblasti, no nezávislé od seba. Pokúsili sme sa v tejto práci auto-rov predstaviť a znázorniť dôležitosť ich príspevkov pre globálnu ekonomiku.*

Eugene Francis "Gene" Fama je americký ekonóm (prezývaný aj „Otec moderných financií“) známy svojou prácou na teórii portfólia, oceňovania aktív a správania trhov. Eugene Fama sa narodil v Bostone v roku 1939 po tom čo jeho rodičia emigrovali zo Sicílie do USA. V tých časoch boli dôsledky Veľkej hospodárskej krízy ešte výrazne a neboli dostačujúce pracovné príležitosti pre jeho vzdelaných rodičov, preto sa živil ako manuálni pracovníci (Fama bol prvý, ktorý išiel na univerzitu). Navštevoval katolícku základnú a strednú školu v mestách Medford a Malden (štát Massachusetts) a následne nastúpil v roku 1956 na Tuftovu univerzitu v Medforde s cieľom stať sa učiteľom telesnej výchovy na strednej škole. Po dvoch rokoch štúdia sa rozhodol navštíviť kurz ekonómie, kde získal inšpiráciu v jeho budú-

com smerovaní. V poslednom roku bakalárskeho štúdia pracoval pre Harryho Ernsta na prognózovaní trhu. Od roku 1960 začal pôsobiť na známej Chicagskej univerzite, kde sa viac začal venovať ekonometrii pod Mertonom Millerom (známy nositeľ Nobelovej ceny za ekonómiu v roku 1990 so Sharpom a Markowitzom), pričom na tejto škole pôsobil celý svoj život.

Fama vypracoval tzv. teóriu efektívneho trhu na základe ktorej ceny finančných aktív v sebe obsahujú všetky dostupné informácie a teda nie je možné kúpiť podhodnotenú a naopak predat' nadhodnotenú aktívum (najmä v krátkodobom horizonte). Trh je efektívny v zmysle, že dostupné informácie o súčasnosti a budúcnosti sú automaticky zakomponované v cenách, nie že tieto informácie sú skutočne

## V tomto čísle:

*Spotrebné úvery vo Veľkej Británii rastú v menšej miere ako dopad rastu úrokovej sadzby a stále obavy z Brexitu*

*Saudská Arábia investuje do nových projektov miliardy dolárov aby diverzifikovala svoje hospodárstvo od ropy*

*Kuba vytvára špeciálnu zónu pre investorov z čoho očakáva hospodársky stimul*

*Platy v Maďarsku potiahlo rozhodnutie navýšenia minimálnej mzdy a platov vo verejnom sektore*

*Inflácia v eurozóne za november dosiahla 1,5 %*

relevantné a zobrazujú objektívnu úroveň trhu s maximálnou efektívnosťou. Ak by za takýchto okolností prišla na trh nová dôležitá informácia napríklad o novom inovatívnom projekte firmy Microsoft, účastníci by reagovali nasledujúcim spôsobom. Trh by spočiatku precenil alebo nedocenil túto informáciu, keďže nemožno hneď exaktne vypočítať vplyv danej informácie okamžite po jej uverejnení. Povedzme, že by trh reagoval okamžite vplyvom na rast ceny akcie zo 100 dolárov na akciu na úroveň 105. Keďže ale pravdepodobnosť toho, že je informácia nedocenená je štatisticky rovnaká ako to že je precenená, tak prípadný kupca akcie Microsoft v hodnote 105 dolárov by v konečnom dôsledku na nej následne mohol zarobiť ďalším prípadným rastom na 107 dolárov ako aj prerobiť korekciou na 103 dolá-

rov. Samotný pohyb ceny môže častokrát dokonca nastať pred uverejnením informácie (ak sú veľké očakávania investorov). Ak všetky informácie sú pretavené v aktuálnych cenách, tak každá zmena ceny nastáva náhodne/nezavisle na základe tzv. „náhodnej prechádzky“ (model náhodnej prechádzky prideluje rovnakú pravdepodobnosť tomu, že trhu vzrastie alebo poklesne a teda nemožno predikovať jeho zmenu). V takom prípade je irelevantné či investor kúpi cenu akcie s cieľom držať ju v portfóliu alebo obchoduje s ňou so sofistikovanými modelmi a celkový zárobok je len kumulácia náhodných čísel. Myšlienka efektívneho trhu vyvracia jednak technické analýzy aj čiastočne tie fundamentálne. Základná myšlienka technickej analýzy totiž je skutočnosť, že trendy a podobnosti z histórie pohybu cien sa budú opakovat napríklad kvôli určitej psychológii účastníkov trhu, zatiaľ čo fundamentálna analýza (či už makroekonomická alebo podniková) sa opiera o porovnanie trhovej hodnoty napríklad podniku s jeho vnútornou hodnotou, ktorú sa účastníci trhu snažia determinovať pomocou analýzy ukazovateľov daného podniku. Z toho vyplýva, že technická analýza naznačuje práve opačný

pohľad, zatiaľ čo fundamentálna analýza môže byť čiastočne úspešná pokiaľ je analytik mimoriadne zbehlý oproti zvyšku trhu. Tým, že v súčasnosti sú ale finančné trhy výrazne automatizované (napr. v priebehu milisekúnd reagujú na vyhlásenie centrálnych bánk, firemných, makroekonomických a iných štatistík) a spoločnosti nútené deklarovať informácie všetkým investorom (napr. na základe regulácie FD v USA musia verejne obchodovateľné spoločnosti deklarovať informácie všetkým investorom súčasne), teória znevažuje aj fundamentálnu analýzu. Teória (podporovaná viacerými štúdiami) sa stala kontroverznou práve kvôli tomu, že jej dokázanie mohlo ohroziť pozíciu profesionálnych obchodníkov a finančných analytikov. Fama preto navrhol aby analytici porovnali svoje obchodné stratégie s modelom, ktorý v rovnakom okamihu uzatvorí obchod s náhodným pokynom (predaj/nákup) pri rizikovo obdobných inštrumentoch/portfóliách a pokiaľ jeho úspešnosť presahuje 50% + jeho náklady tak sa môže považovať za úspešného. Najmä vďaka tejto myšlienke sa do popredia investovania postupne dostávali indexové fondy, ktoré nie je potrebné aktívne spravovať.

Pre porovnanie výkonnosti aktívne a pasívne spravovaných fondov uvádzame výsledky polročných štatistík investičnej spoločnosti Morningstar, ktorá v rámci svojej štatistiky zastrešuje zhruba 3 500 amerických podielových fondov s aktívami vo výške zhruba 10 biliónov dolárov (60% trhu s americkými fondmi). Uvedená tabuľka rozdeľuje americké fondy do viacerých kategórií jednak na základe veľkosti (L, M, S) a typu portfóliá (rastové, hodnotové alebo zmiešané). Hodnoty v predmetnej tabuľke predstavujú mieru úspešnosti aktívne spravovaných fondov vo forme podielu počtu aktívne spravovaných fondov, ktorých výkonnosť (očistená o náklady) za sledované časové obdobie (1 až 20 rokov) od ich vzniku presiahla výkonnosť obdobných pasívne spravovaných fondov. Pre znázornenie len 13,3% Amerických Hodnotových fondov strednej veľkosti dokázalo za posledných 5 rokov prekonať výkon tých pasívne spravovaných spomedzi všetkých aktívne spravovaných fondov, ktoré v tom čase existovali. Čím dlhší časový horizont sledujeme, tým boli aktívne spravované fondy menej úspešné v porovnaní s vývojom trhu. Rozdiel možno vidieť v poslednom roku kde sa aktívne spravovaným

Porovnanie výkonnosti aktívne a pasívne spravovaných fondov

| Miera úspešnosti (%)           | 1 rok | 3 roky | 5 rokov | 10 rokov | 15 rokov | 20 rokov | 10 rokov<br>(nízke<br>náklady) | 10 rokov<br>(vysoké<br>náklady) |
|--------------------------------|-------|--------|---------|----------|----------|----------|--------------------------------|---------------------------------|
| Americké Zmiešané (L)          | 48.8  | 18.7   | 20.4    | 13.8     | 14.6     | 16.7     | 22.1                           | 4.1                             |
| Americké Hodnotové (L)         | 58.2  | 10.4   | 24.1    | 18.3     | 21.4     |          | 23.6                           | 11.2                            |
| Americké Rastové (L)           | 42.4  | 25.7   | 16.5    | 11.7     | 7.1      |          | 18.4                           | 10.6                            |
| Americké Zmiešané (M)          | 39.7  | 24.3   | 20      | 12.5     | 9.1      | 10.5     | 13.9                           | 5.6                             |
| Americké Hodnotové (M)         | 56.1  | 24.3   | 13.3    | 21.4     |          |          | 32.1                           | 10.7                            |
| Americké Rastové (M)           | 55.4  | 41     | 27.8    | 27.6     | 21.7     |          | 36.1                           | 16.7                            |
| Americké Zmiešané (S)          | 31.5  | 25     | 28      | 26.1     | 19.6     | 31.3     | 42.6                           | 19.1                            |
| Americké Hodnotové (S)         | 55.9  | 40.7   | 42.5    | 30.2     | 38.3     |          | 18.2                           | 31                              |
| Americké Rastové (S)           | 60.8  | 37.5   | 32.1    | 18       | 8.6      |          | 18.8                           | 9.4                             |
| Zahraničné zmiešané (L)        | 53.8  | 46     | 39.4    | 31.8     | 36.2     | 39.3     | 38.6                           | 18.2                            |
| Diverzifikované rozvojové trhy | 61.8  | 67.4   | 70      | 33.7     |          |          | 50                             | 18.2                            |
| Strednodobé dlhopisy           | 85.1  | 54.1   | 66.1    | 44.4     | 38.7     | 22.2     | 59.5                           | 32.9                            |

fondom darilo a hlavne pri dlhopi-soch (čo len možno potvrdzuje, že aktívne spravované fondy dokážu v priemere len krátkodobu so šťastím „poraziť“ trh). Posledné dva stĺpce znázorňujú či sa oplatilo za posledných 10 rokov investovať do vyššie nákladových aktívnych fondov (s cieľom dosiahnutia vyššej výnosnosti), pričom takmer vo všetkých prípadoch je evidentné, že vysoké poplatky negarantovali vyššiu úspešnosť.

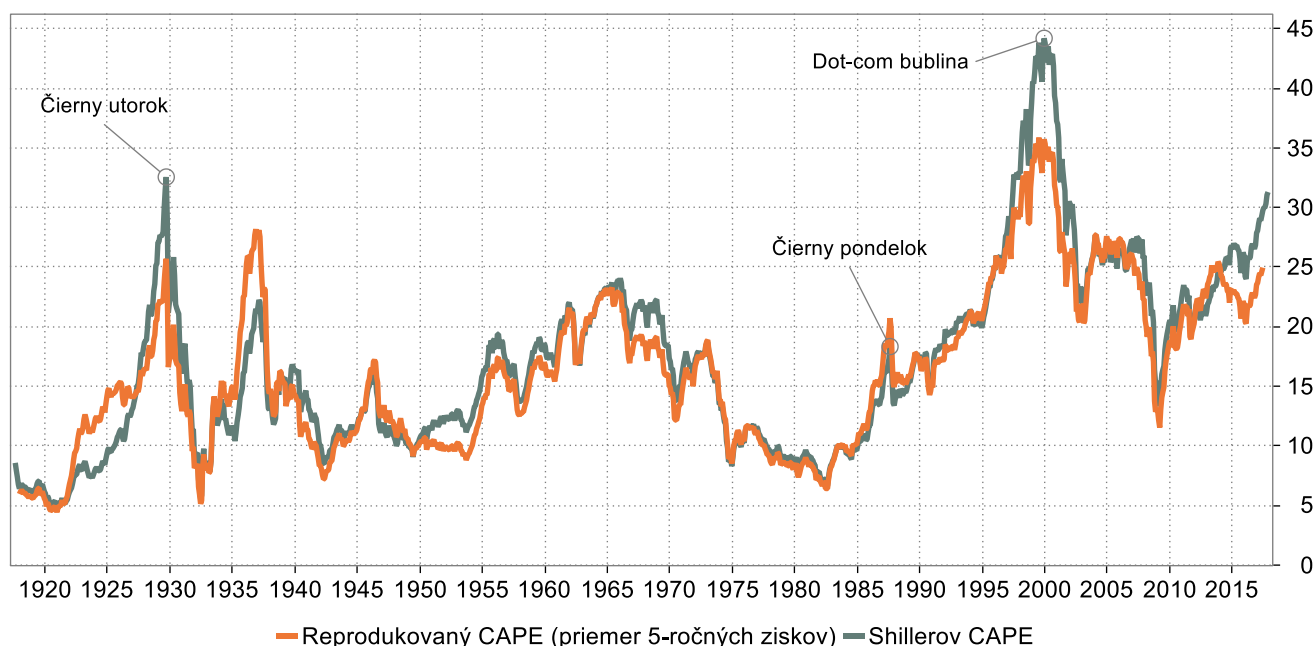
Napriek tomu, že aktívne spravované fondy tvoria väčšinu časť fondového trhu (zhruba dve tretiny), ich podiel sa kontinuálne desaťročia znižuje na úkor tých indexových. V konečnom dôsledku na základe Fomovej teórie a súčasnej dostupnosti informácií možno dedukovať, že ak aktívne spravujúci manažéri dokážu sústavne porážať trh, tak buď to z veľkej väčšiny dokážu na úkor neznalosti iných účastníkov (neznalosť bežného obyvateľstva), disponujú exkluzívnymi informáciami (tzv. insider trading) alebo nástrojmi, pomocou ktorých dokážu oveľa rýchlejšie reagovať na signály v porovnaní s konkurenciou (súčasné vysokofrekvenčné obchodovanie).

Robert J. Shiller je americký ekonóm, ktorý taktiež v roku 2013 získal Nobelovu cenu za ekonómiu v oblasti empirickej analýzy cien aktív. Narodil sa v roku 1946 v meste Detroit (štát Michigan), pričom jeho starí rodičia boli pôvodom prisťahovalci z Litvy. Základné vzdelanie získal na Edisonovej škole v Detrote, kde neskôr nastúpil aj na strednú školu. Napriek tomu, že nebol excelentným študentom, výrazne inklinoval k prírodným vedám. Neskôr ho inšpirovala známa publikácia „Ekonomía“ od Samuelsona, ktorý dokázal materializovať reálne ekonomické procesy do jednoduchých modelov. Bakalársky stupeň štúdia absolvoval na Michigenskej univerzite. Ešte v poslednom ročníku štúdia sa rozhodol medzi ekonómiou, fyzikou a medicínou. Na koniec si vybral známe MIT, kde študoval priamo pod Samuelsonom. Na univerzite taktiež spolupracoval s Francom Modigliani (laureát Nobelovej ceny za ekonómiu), u ktorého vypracoval dizertačnú prácu.

Shiller je v súčasnosti jedným z najprestížnejších ekonómov najmä vďaka skutočnosti, že predvídal dot-com bublinu aj bublinu na realitnom trhu v jeho edíciách bestsel-

leru „Irrational Exuberance“. Využil k tomu aj známy Case-Shillerov Index a ukazovateľ CAPE. Ukazovateľ CAPE (z angl. cyclically-adjusted price-earnings) alebo Shillerove P/E je ukazovateľ, ktorý dáva do pomeru úroveň akciového indexu S&P500 k priemernému EPS (zisk na akciu) za posledných 10 rokov (všetko očistené o infláciu). Využitelnosť tohto indexu je viacrozmer-ná. Umožňuje porovnanie či investor kupuje nadhodnotenú alebo podhodnotenú akciu v porovnaní s trhom. Obráteným prepočtom znázorňuje priemernú výnosnosť na akciovom trhu. Napríklad súčasná úroveň 31,3 napovedá, že priemerná výnosnosť na akciovom trhu je zhruba 3,2% ročne ( $100/31,3$ ). Najdôležitejšie makroekonomické využitie je jeho zmena v čase. Rast indexu naznačuje, že trh sa predra-žuje keďže rast cien akcií nie je kompenzovaný obdobným rastom ziskov firiem, ktoré zastrešujú tieto akcie. Táto skutočnosť nemusí byť nevyhnutne negatívna. Totiž ak investori racionálne očakávajú zvýšenie ziskov v budúcnosti, tak indiká-tor sa spätne následne skoriguje a má tvar určitého cyklu. Shiller ale touto myšlienkou čiastočne vyvrátil teóriu efektívneho trhu Famy, keďže zdôvodnil, že trhy sa častokrát

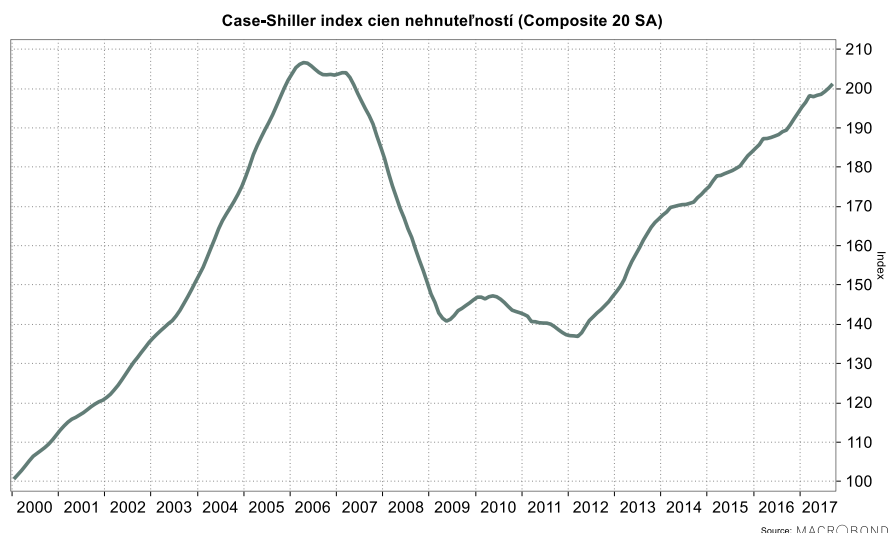
CAPE



Source: MACROBOND

nesprávajú racionálne na základe objektívnej hodnoty inštrumentov (napr. na základe očakávaných budúcich dividend podľa súčasných ziskov), ale na základe emócií pretavených do finančných bublín. Indikátor (graf) napríklad odzrkadlil Čierny utorok počas Veľkej hospodárskej krízy v októbri roku 1929, Čierny pondelok v októbri roku 1987 alebo vrchol Dot-com bubliny. Finančná kríza pred desaťročia sa týkala primárne realitného trhu preto ju indikátor nezobrazuje. Ak sa pozrieme do súčasnosti tak evidentne sa indikátor blíži úrovniám Veľkej hospodárskej krízy. Treba ale zdôrazniť, že v čase finančnej krízy boli zárobky na historickom minime a teda v súčasnosti výrazne znižujú 10-ročný priemer v menovateli indikátora. Pokúsili sme sa preto indikátor reprodukovat', no na rozdiel od Shillera sme použili 5-ročný priemer EPS, kde je zrejmé, že indikátor síce ešte nedosahuje krízové úrovne, no pravdepodobne v nasledujúcich mesiacoch presiahne všetky úrovne za posledné desaťročie.

Shiller taktiež spoločne s Karlom Casom vypracovali Case-Shillerov index cien nehnuteľností v USA, keďže USA v tom čase ešte žiadny nefiguroval. Index sa im podarilo skonštruovať na dátach od roku 1890 na kvartálnej báze (jedná sa o jeden z najobšírnejších indexov realitného trhu na svete), pričom spoločnosť Standard & Poor's publikuje v súčasnosti tento index na mesačnej báze a CME group obchoduje futurity znejúce na tento index. Aj vďaka nemu sa Shillerovi podarilo identifikovať realitnú bublinu posledného desaťročia a varovať finančný trh už 2 roky pred prasknutím tejto bubliny. Index má rôzne variácie – celonárodný, pre 20 najväčších miest, 10 najväčších miest alebo pre individuálne mestá. V nasledujúcom grafe sme sa pokúsili znázorniť sezónne očistený kompozitný index pre 20 najväčších miest (100 = 2000), kto-



ry už publikuje na mesačnej báze spoločnosť S&P. Pre porovnanie sa momentálna cenová hladina pohybuje na úrovni tesne pred finančnej krízy, čo v spojení s predchádzajúcim grafom začína vzbudzovať domnienku tvorby bublín vplyvom uvoľnenej peňažnej politiky v krajine. Je potrebné zdôrazniť dôležitosť indexu kvôli skutočnosti, že do štatistiky autori zahrňujú domy, ktoré sa opätovne predávajú aby teda sledovali vývoj trhu rovnakých nehnuteľností (metodologicky sa tieto údaje samozrejme upravujú aj o kvalitu nehnuteľností a iné faktory).

Na základe jeho odhadov sa Shiller považuje za jedného z najlepších pozorovateľov finančných bublín, pričom pre zaujímavosť v súčasnosti množstvo okolností podľa neho nasvedčuje, že bitcoin reprezentuje ukážkový príklad finančnej bubliny.

Lars Peter Hansen je americký ekonóm, ktorý taktiež získal v roku 2013 Nobelovu cenu za ekonómiu. Hansen sa narodil v meste Urbana (štát Illinois) v roku 1952. V roku 1970 nastúpil na Štátnu vysokú školu v štáte Utah (odbor matematika/politická ekonómia), pričom neskôr nastúpil na doktorandské štúdium na Minnesotskej univerzite, kde sa primárne venoval ekonometrii. Po ukončení štúdia v roku 1978 nastúpil ako asistujúci profesor na Carnegie Mellon univerzitu v Pittsburghu

a nainstaloval sa presunul na Chicagskú univerzitu, kde pôsobí doteraz. Počas svojho pôsobenia sa stal členom (ako jediný z tejto trojice) známej výskumnej inštitúcie National Academy of Sciences (z jej 2 350 členov je 200 držiteľov Nobelových cien v rôznych odboroch). Hanse- nov inovatívny príspevok bol primárne v ekonometrickom modelovaní a to konkrétne v tvorbe tzv. Generalizovanej metódy momentov (z angl. Generalized method of moments) v skratke GMM. Jedná sa v jednoduchosti o ekonometrickú metódu, ktorá zjednodušovala testovanie komplexných modelov na empirických dátach. Vďaka tejto metóde sa zlepšili modely v makroekonómii, na trhu práce, vo financiách a v iných oblastiach. V súčinnosti s ostatnými autormi sa napríklad tieto modely použili práve na testovanie „rationality“ trhu. Kvôli náročnosti a špecializácii jeho príspevku sme upustili od jeho aplikácie.

V konečnom dôsledku skúmaní nobelisti významne prispeli v oblasti finančných trhov. Shiller a Fama najmä vďaka skutočnosti, že ich teórie o správaní sa účastníkov trhu ovplyvnili prístup investorov na finančnom trhu (Teória efektívneho trhu, CAPE), zatiaľ čo Hansen dokázal zjednodušiť prácu ekonometrického modelovania. (mn)

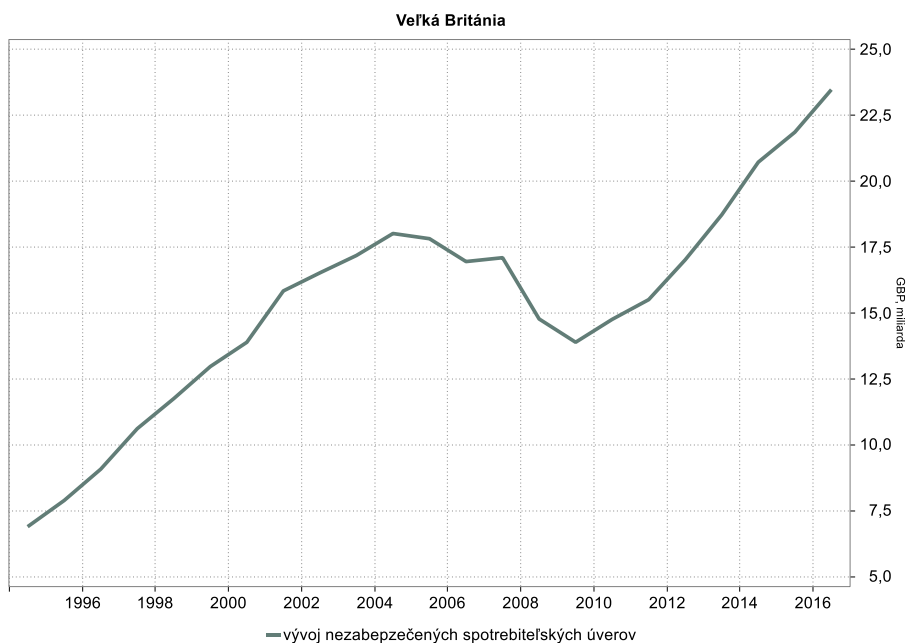


## Spomalený rast spotrebiteľských úverov v Británii

Tempo rastu nezabezpečených spotrebiteľských úverov sa spomalilo na 9,6 %, teda sa dostalo na 18 mesačné minimum, čo je najpomalší nárast od apríla 2016. Počet hypoték schválených na bývanie klesol v októbri na 64 575, čo je najnižšia úroveň od septembra minulého roka. Britský trh s bývaním od júla 2016 spomalil z dôvodu Brexitu, čo prispelo k poklesu dôvery medzi spotrebiteľmi, ktorí sú tiež postihnutí vysokou infláciou a nízkym rastom miezd. Čisté spotrebiteľské úvery vzrástli minulý mesiac o 1,451 mld. libier. BoE zvýšila úrokové sadzby tento mesiac prvýkrát po 10 rokoch. Minulý mesiac banka uviedla, že britskí poskytovatelia úverov potrebujú dodatočný kapitál vo výške 11 mld. libier na ochranu spotrebiteľských úverov kvôli obavám, že banky preceňovali bonitu svojich dlžníkov. BoE tiež vyzvala komerčné banky, aby za-

bezpečili, že nebudú prijímať príliš veľké riziko pri poskytovaní úverov spotrebiteľom, z dôvodu, že by mohlo vzniknúť riziko nesplácaných úverov, čo by malo veľmi negatívny

dopad na britskú ekonomiku (priemerný dlh Spojeného kráľovstva je vo výške 8 000 libier na osobu (bez hypotéky). (mr)



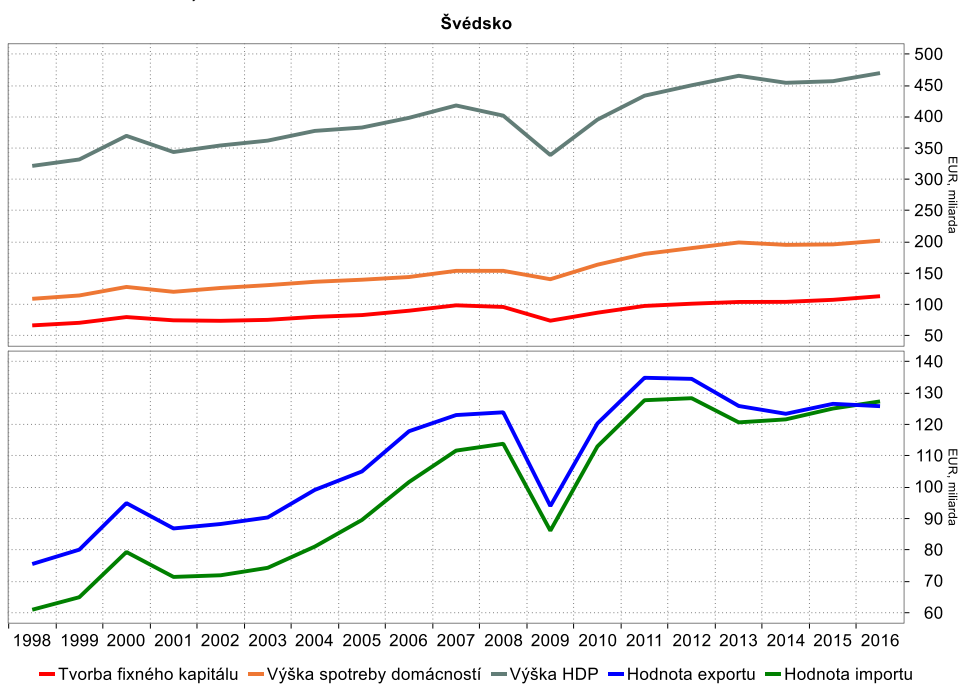
Source: MACROBOND

## Vývoj HDP Švédska

HDP Švédska medziročne vzrástlo o 2,9 % (v roku 2016 bolo HDP Švédska vo výške 472 mld. eur). Rast bol spôsobený fixnými investíciami, zatiaľ čo spotreba domácností sa zvýšila miernejším tempom a čistý zahraničný dopyt prispel rastu najmenej. Tvorba hrubého fixného kapitálu rástla o 3,9 %, vládne výdavky vzrástli o 0,4 % a rast spotreby domácností sa medziročne spomalil na 0,4 %. Čistý zahraničný dopyt ovplyvnil rast negatívne, keď dovoz vzrástol o 1,6 %, zatiaľ čo vývoz vzrástol o 0,7 %. Zamestnanosť meraná ako celkový počet odpracovaných hodín sa zvýšila o 0,5 % a celkový počet zamestnaných osôb vzrástol o 0,4 %. Švédske hospodárstvo teda už momentálne nezažíva rast poháňaný ziskovým a rozširujúcim sa exportným priemys-

lom, ale rozširujúcim sa bankovým sektorom. Tento posun je spôsobený najmä prístupom strednej triedy k úverom s priaznivými úrokovými sadzbami, ktoré sa vo väčších mes-

tách používajú na investície do nehnuteľností a súkromnej spotreby. (mr)



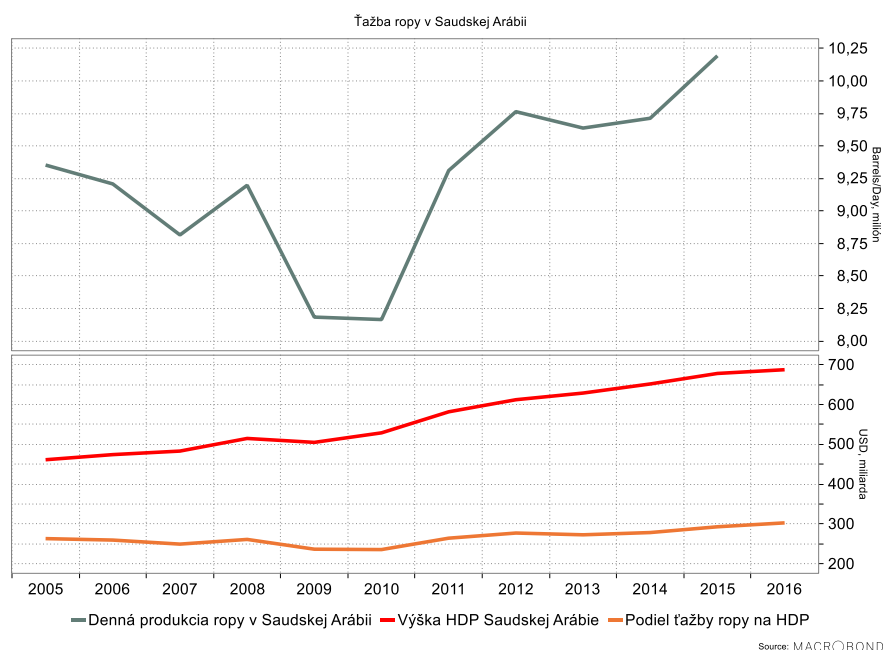
Source: MACROBOND

## Snaha Saudskej Arábie o diverzifikáciu

Štátny ropný gigant Saudi Aramco a petrochemický výrobca Saudi Basic Industries Corp podpísali predbežnú dohodu na vybudovanie komplexu za 20 mld. dolárov na premenu ropy na chemikálie. Projekt, ktorý podpísali partneri, by bol najväčším zariadením na výrobu chemikálií na svete a prvým v kráľovstve a je súčasťou snahy saudskej vlády diverzifikovať ekonomiku po vyvážaní surovej suroviny. Súkromné investície sa v posledných rokoch spomalili v kráľovstve kvôli nízkym cenám ropy a úsporám vlády, takže Rijád chce rozvíjať výrobné odvetvia vrátane chemických látok. Investičné náklady na komplex, ktoré by mohli začať výrobu v roku 2025, by boli rovnomerne rozdelené. Aramco, najväčšia ropná spoločnosť na svete, rozvíja svoju nadväzujúcu činnosť, pretože vláda sa pripravuje predávať až 5 % svojich akcií budúci rok v počiatočnej verejnej ponuke (IPO). Komplex by spracoval surovinu za medzinárodné ceny, aby vyrábala polyetylén, polypropylén, xylén, benzén a iné výrobky. Saudský projekt by spracúval asi

400 000 barelov denne arabskej ľahkej ropy, aby ročne vyrobil približne 9 mil. ton chemikálií a základných olejov. Nový komplex by priamo a nepriamo vytvoril približne 30 000 pracovných miest a do roku 2030 by HDP v Saudskej Arábii vzrástlo o 1,5 %. Tento projekt by SABIC pomohol rozšíriť operácie v kráľovstve a poskytnúť mu viac surovín. SABIC rozširuje svoju krmnu

základňu. V Číne plánuje vyrábať chemikálie z uhlia. V Spojených štátoch plánuje vybudovať závod s Exxon Mobil, ktorý využíva bridlicový plyn. Táto dohoda by pre Saudskú Arábiu, ktorej produkcia ropy v roku 2016 bola vo výške 10,5 mil. barelov denne a export 7,3 mil. barelov znamenala významný krok k diverzifikácii priemyselného odvetvia. (mr)



## Kuba láka investorov daňovými úľavami

Zástupcovia Kuby a švajčiarskeho potravinárskeho koncernu Nestlé sa dohodli na vytvorení spoločného podniku na výrobu kávy a sušenok. Nová továreň v hodnote 46,26 mil. eur bude stáť v špeciálnej rozvojovej zóne Mariel a je prvou veľkou zahraničnou investíciou na komunistickom ostrove. Tento krok Kuby odzrkadľuje snahu prezidenta Raúla Castra o prilákanie medzinárodného kapitálu, ktorý by pomohol zmodernizovať ostrovnú ekonomiku sovietskeho typu a podporil jej rast. Kuba každoročne potrebuje min. 2 mld. dolárov na zvýšenie stagnujúceho hospodárstva v rámci série reforiem. Krajina vytvorila pred štyrmi rokmi špeciálnu zónu okolo prístavu Mariel, ktorý sa nachádza západne od Havany. Firmám ponúka výrazné daňové a colné úľavy.

Jej cieľom je nahradiť dovoz tovarom vyrobeným na Kube. Import sa pre karibský ostrov stáva čoraz väčším problémom, keďže sa už nemôže spoliehať na pomoc socialistického spojenca Venezuely. Výdavky na import redukujú devízové rezervy aj celkovú hotovosť Kuby. Produkty nového podniku Nescor budú primárne pre kubánsky trh a turistov, ktorí navštívia ostrov, ale kubánska káva by sa eventuálne mohla vyvážať. Ale na to, aby Nestlé mohlo vyvážať kávu z Kuby, bude jej najprv musieť pomôcť zvýšiť úrodu, ktorá od revolúcie v roku 1959 neustále klesala. Kuba doteraz schválila 31 projektov pre zónu Mariel vrátane deviatich, na ktorých sa podieľajú nadnárodné spoločnosti. Zóna Mariel je pritom na zozname kubánskych subjektov, s ktorými ne-

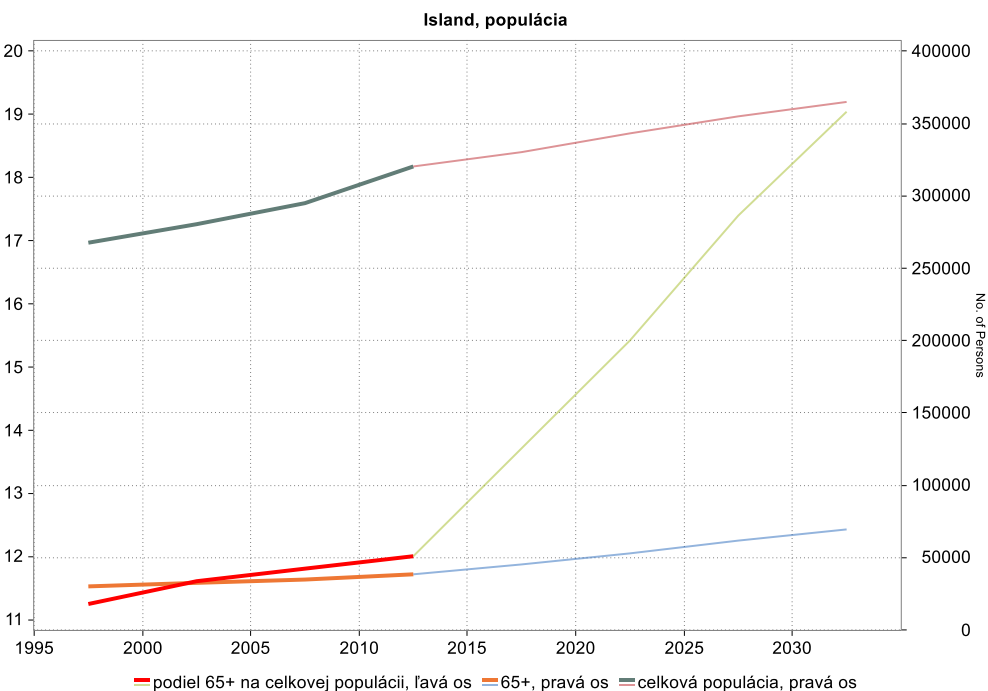
smú americké firmy podnikáť. Zakázala im to administratíva prezidenta Donalda Trumpa. Pôsobí tam preto len jedna americká spoločnosť Rimco, ktorá podpísala dohodu s Marielom ešte pred vyhlásením nových amerických regulácií začiatkom novembra. Daňový systém v zóne Mariel je nasledovný: Oslobodenie od daní z príjmu platí po dobu 10 rokov. V prípadoch, ktoré sú pre krajinu zaujímavé, môže minister financií a cien túto lehotu predĺžiť. Potom sa uplatňuje daňová sadzba vo výške 12 %. Dane z predaja a služieb sú počas prvého roka nulové, neskôr sa zdaňujú 1 %. Podobnú cestu voľnej zóny pre zahraničných investorov a obchod zvolila pred desaťročiami aj komunistická Čína. (mr)

## Island rieši nedostatok pracovnej sily

Island má v súčasnosti cez 330 tisíc obyvateľov, z toho pracovnú silu tvorí približne 200 tisíc obyvateľov. Island v nasledujúcich rokoch potrápi nedostatočná pracovná sila. Predpovede na rok 2018 hovoria, že bude potrebné obsadiť približne 4 tisíc, ktoré sú spojené hlavne s oblasťou cestovného ruchu, ktorý sa v krajine každoročne rozvíja. Jeho podiel na HDP v roku 2016 značil 8,4 %, teda od roku 2009 narástol o 5 %. V treťom kvartáli bol počet voľných pracovných miest na Islande takmer 700, počet nezamestnaných cez 4 tisíc. Jedným z faktorov, ktorý vplýva na zamestnanosť je aj starnutie populácie. Na Islande sa každým rokom zvyšuje počet obyvateľov, ktorí majú 65 a viac rokov a zároveň sa

zvyšuje podiel pracujúcich vo veku 55-75 rokov na celkovom počte zamestnaných osôb. Nedostatok pracovnej sily môže pomôcť vyrie-

šiť migrácia. Čistá migrácia predstavovala v roku 2016 vyše 4 tisíc osôb, počet imigrantov v štáte je cez 30 tisíc osôb. (sj)



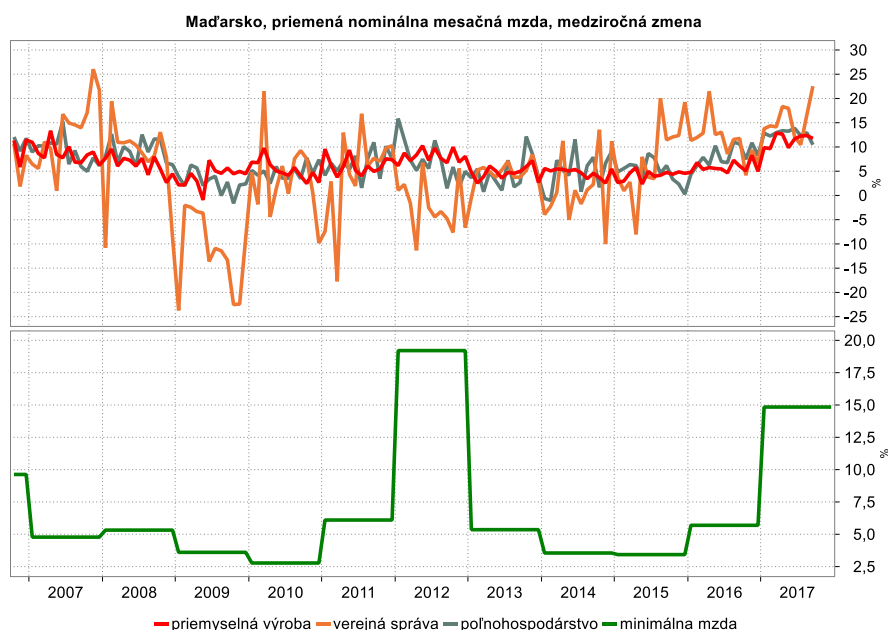
Source: MACROBOND

## Rast miezd v Maďarsku

V Maďarsku sa v septembri medziročne zvyšovala priemerná nominálna mzda o 13,6 % na 292 900 forintov. Oproti zvýšeniu miezd sa produktivita práce zvyšovala približne len o 2 %. O produktivite práce hovorí aj ďalší ukazovateľ - HDP na odpracovanú hodinu v stálych cenách prepočítané cez paritu kúpnej sily. V porovnaní so Slovenskom a Českom je HDP na odpracovanú hodinu v Maďarsku nižšie ako v týchto ekonomikách. Pri HDP na obyvateľa nastalo v roku 2017 dokonca mierne medziročné zníženie o 1 %. Zvyšovaniu miezd nezodpovedá zvýšená produktivita za tento kvartál. Túto zmenu má na svedomí vláda, ktorá medziročne zvýšila minimálnu mzdu na 14,8 %, a na základe toho došlo k zvyšovaniu priemernej mzdy. Mzda sa zvyšuje hlavne vo verejnom sektore, ktorý ovplyvňuje zvyšovanie miezd aj u súkromníkov. Tí, aby nestratili

pracovníkov pri súčasnej nízkej miere nezamestnanosti (september 4,1 %), sú nútení upraviť mzdové podmienky pre zamestnancov. Aj nízka nezamestnanosť podporuje boj zamestnávateľov

o pracovníkov. Maďarsko má síce porovnateľné hrubé mzdy so Slovenskom, no ich čisté mzdy sú nižšie, nakoľko sú obyvatelia zaťaženi vysokým zdanením. (sj)



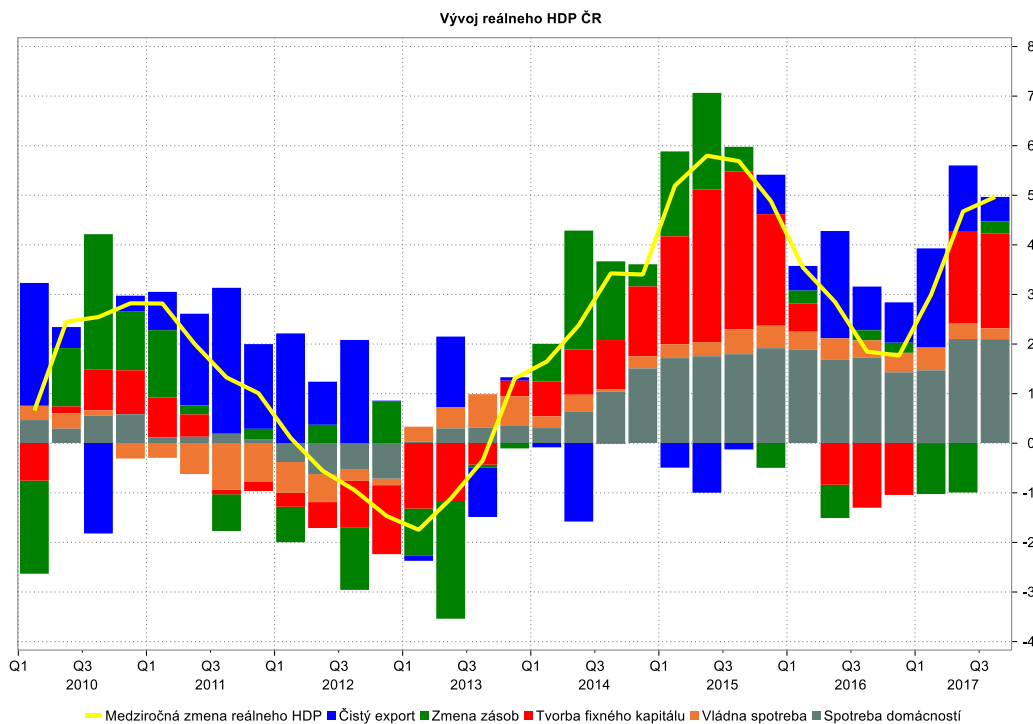
Source: MACROBOND

## HDP v Česku rástlo medziročne o 5 %

Česká ekonomika rástla v treťom kvartáli medziročne o 5 %. Štruktúru rastu HDP tvorila z najväčšej časti domáca spotreba (medziročný rast o 2 %), ktorú poháňa nízka nezamestnanosť (v septembri 3,8 %). Výraznou zložkou HDP je taktiež tvorba fixného kapitálu (medziročný rast o 1,9 %), ktorá svedčí o pokračujúcich investíciách firiem. Medziročne rástol čistý export 0,5 %. Vývoz medziročne rástol rýchlejšie (o 7,2 %) ako dovoz (o 7,1 %). Dovozy zaostávajú za vyšším vývozom, ktorý súvisí aj so silnou českou korunou, ktorá ho podporuje. Export sa v treťom kvartáli 2017 orientoval hlavne na vývoz dopravných prostriedkov

a elektronických prístrojov, čo sa týka importu, ten bol orientovaný hlavne na komponenty pre automobilový priemysel. Rast HDP má

silné základy a je spojený hlavne s rastom zamestnanosti, ktorý podporuje domácu spotrebu ako najväčšiu zložku HDP. (sj)



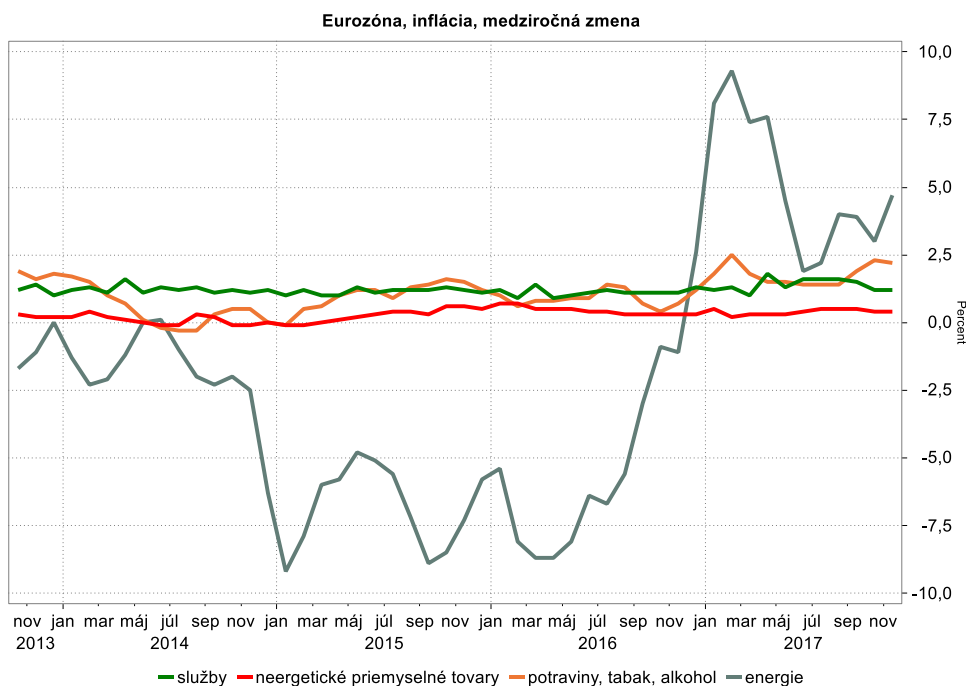
Source: MACROBOND

## Inflácia v novembri na úrovni 1,5 %

Zo zložiek inflácie najvýraznejšie v novembri v eurozóne stúpali ceny energií, medziročne o 4,7 %, medzimesačne stúpili o 1,7 %. Napriek výraznému rastu, majú energie 9,5 % váhu na inflácii. Najvyššiu váhu (44,5 %) na výpočte inflácie majú služby, ktorých ceny medziročne rástli o 1,2 %. Potraviny medziročne stúpili o 2,2 %, medzimesačne sa znižovali o 0,1 %. Neenergetické priemyselné tovary s 26 % váhou na inflácii rástli medziročne o 0,4 %. Vzhľadom na svoju váhu rast inflácie ťahali hlavne služby. Inflácia sa drží pod 2 %, čo znamená, že sa na základe inflácie nepredpokladá ďalšie zvýšenie úrokových sadzieb ECB. Nezamestnanosť v eurozóne v októbri 2017 medzimesačne v eurozóne klesla o 0,1 % na 8,8 %. Ne-

zamestnanosť mladých bola na úrovni 18,6 %. EU pre vyššiu nezamestnanosť mladých vyčlenila prostriedky na podporu zamestnanosti

mladých. Podpora spočíva vo vzdelávaní, uskutočnení stáží a praxe. (sj)



Source: MACROBOND

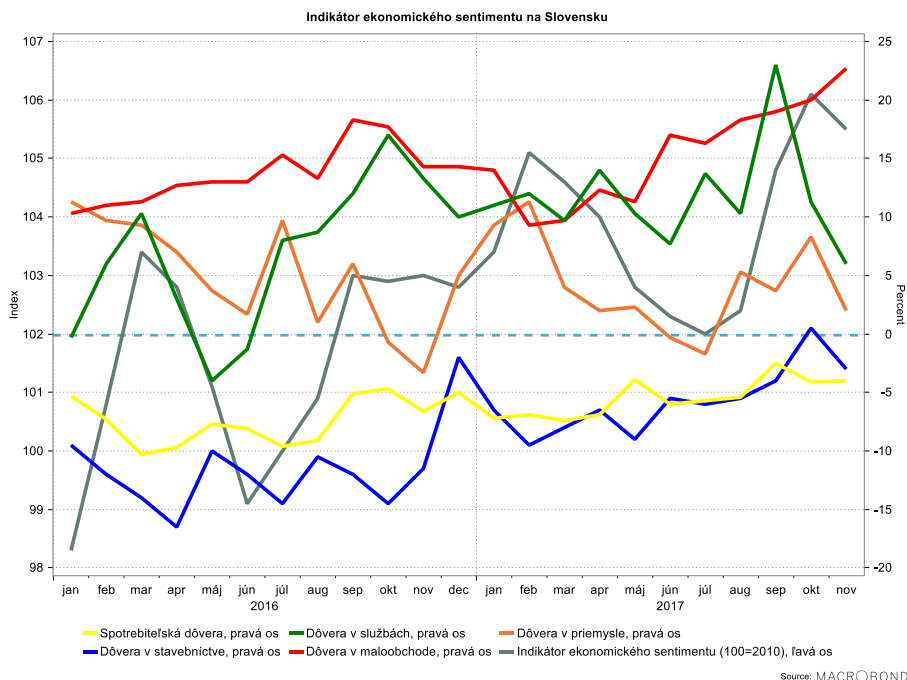


## Ekonomický sentiment sa medzimesačne v novembri znížil

Indikátor ekonomického sentimentu sa v novembri 2017 na Slovensku medzimesačne poklesol o 0,6 bodu a zároveň zaznamenal medziročný nárast o 2,5 bodu na 105,5 bodu. Z jeho zložiek najvýraznejšie poklesla dôvera v priemysle. Výrobné kapacity sú využívané na 84 %, medzimesačne to predstavuje malú zmenu, tak ako aj export produktov. V priemysle prudko klesli nové objednávky, ktoré mali najväčší vplyv na zníženie tohto indikátora. Indikátor dôvery v stavebníctve sa taktiež znižoval hlavne vplyvom poklesu súčasného stavu objednávok. Zlepšila sa očakávaná zamestnanosť a očakávané objednávky v budúcnosti. Indikátor dôvery v obchode rástol. Vyšší dopyt a tržby sa očakávajú aj kvôli príchodu vianočných sviatkov a nového roka. Dôvera v službách klesla, z dôvodu zníženia súčasného a očakávaného budúceho dopytu, ktorý súvisí aj s očakávanými zvýšenými cenami služieb. Napriek zníže-

niu vo všetkých indikátoroch okrem indikátora dôvery v obchode, spotrebiteľská atmosféra ostáva takmer na rovnakej úrovni, mierne stúpila, o 0,1 bodu. Oproti mesiacu október spotrebiteľia očakávajú zlepšenie situácie na trhu práce

a vyššie úspory domácností. Indikátor ekonomického sentimentu prevažuje hodnotu dlhodobého priemeru, a teda možno povedať, že situácia medzi subjektmi je vnímaná pozitívnejšie ako v minulosti. (sj)



## Zmrazovanie platov ústavných činiteľov SR

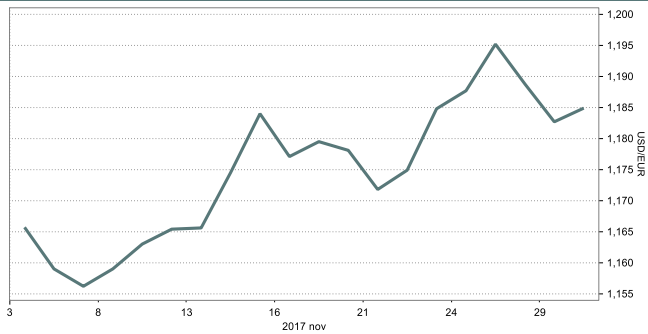
Poslanci NR SR chcú zrušenie zmrazovania ich platov a chcú si navýšiť plat o tisíc eur. Poslanci NR SR majú od roku 2011 nezmenené hrubé mesačné nominálne mzdy – a to vo výške 1961 eur. K tejto mzde dostávajú všetci poslanci paušálne náhrady, ktoré sa od roku 2011 taktiež nezmenili – pre poslancov žijúcich v Bratislavskom kraji sú určené vo výške 1385 eur, a pre poslancov žijúcich mimo Bratislavského kraja sú vo výške 1615 eur. Bratislavskí poslanci tak majú celkový mesačný plat vo výške 3346 eur, mimobratislavskí 3576 eur. Mzdy sú od roku 2011 zmrazené z dôvodu spomalenia ekonomiky a stavu verejných financií. Medziročný rast HDP v stálych cenách sa spomalil, v roku 2011 na 3,1 % a v roku 2012 na 0,4 %, rast miezd bol v roku 2011 na úrovni 0,5 %. V roku 2010 štátny

rozpočet vykazoval výraznejší deficit ako v predchádzajúcich rokoch, 4,43 miliárd eur. Podľa Zákona o platových pomeroch niektorých ústavných činiteľov poslancom NR SR patrí plat vo výške trojnásobku priemernej nominálnej mesačnej mzdy zamestnanca v hospodárstve SR za predchádzajúci rok znížený podľa schodku štátneho rozpočtu a HDP za apríl predchádzajúceho roka. Ak by sa mzda pre poslancov na rok 2017 stanovala podľa priemernej mzdy z roku 2016 (912 eur), tak by poslanci NR SR dostávali vzhľadom na zníženie platu podľa schodku a HDP mesačne 2599 eur. Paušálne náhrady sú vo výške 1,8-násobku priemernej mzdy zamestnanca v hospodárstve SR za predchádzajúci rok, ak má poslanec trvalé bydlisko v Bratislavskom kraji. Podľa priemernej mzdy by v roku

2017 dostali títo poslanci 1642 eur. Poslanci žijúci mimo Bratislavského kraja by dostali príplatky vo výške 2,1 – násobku, teda 1916 eur. Výdavky štátneho rozpočtu na mzdy 150 poslancov bez paušálnych náhrad predstavujú na rok 2017 približne 2,907 miliónov eur. Z dôvodu práceneschopnosti či neospravedlnenej neúčasti môže byť toto číslo o niečo nižšie. Ak by platy neboli zmrazené, tak sú tieto nominálne mzdy pre všetkých poslancov vo výške 5,319 miliónov eur ročne. Ekonomická situácia sa od roku 2011 zlepšila a nastalo aj zvýšenie priemernej mzdy, od ktorej sa odvíjajú platy poslancov. Zvýšenie platov pre ústavných činiteľov bude pre nich viac motivujúce a zároveň sa môže znížiť riziko korupcie. (sj)

# AKTUÁLNÝ VÝVOJ NA TRHOCH

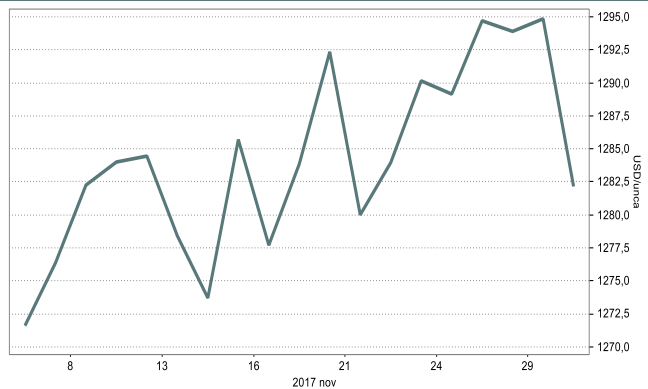
## EUR/USD



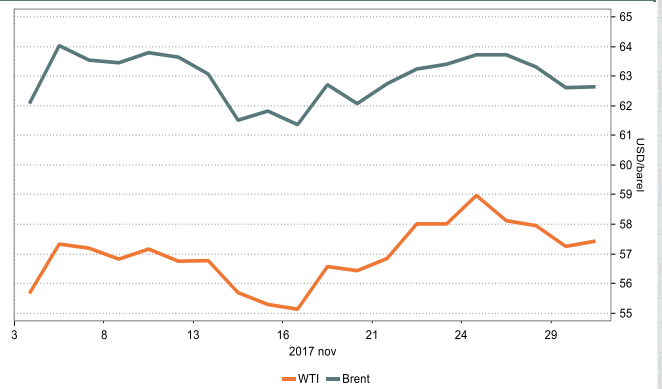
## EUR/CZK



## ZLATO



## ROPA



## SLOVENSKO



## ČESKÁ REPUBLIKA



## MAĎARSKO



## POL'SKO



## SPRÁVY Z FINANČNÝCH TRHOV

- Firma Heineken Slovensko oznámila, že zvýši ceny až o 3,5 %. Na pollitrovú fľašu piva to vychádza dva až 3 centy navyše. Ako dôvod uviedla, že sa jej výrazne zvýšili náklady na výrobu, najmä suroviny, obaly, ale aj cena práce či energií. O 70 % zdraželi aj ovocné šťavy, ktoré sú dôležitou súčasťou ciderov. To sú popri nepretržitom náraste cien energií a práce hlavné dôvody, ktoré nútili spoločnosť premietnuť toto zvyšovanie do predajných cien. Heineken Slovensko vyrába Zlatý Bažant, Zlatý Bažant Radler, Corgoň, Kelt, Krušovice, Starobrno, Martiner, Desperados či rôzne ovocné cidery.
- Spoločnosť Tesla pripojila k austrálskej sieti najväčšiu lítium-iónovú batériu na svete. Batéria s kapacitou 100 megawattov má uskladniť dostatok energie pre spotrebu 30 tisíc domácností po dobu jednej hodiny. Koľko Austrália za projekt zaplatí zatiaľ zverejnené nebolo. Batéria má pomôcť stabilizovať situáciu s elektrickou energiou v štáte.
- Štáty OPECu sa s Ruskom dohodli na predĺžení obmedzenia ťažby ropy od roku 2017 dohromady o 1,8 miliónov barelov denne. Pôvodne malo obmedzenie trvať len šesť mesiacov, OPEC ju predĺžil do konca roka 2018. Kvóty na ťažbu v roku 2017 sú 32,5 miliónov barelov denne. Obmedzenie má podporiť zvýšenie cien a využitie nadbytočných zásob ropy.

**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  
Medvecová Mirka  
Jánošíková Slávka  
Repa Matúš

**Vajnorská 100/A**  
**831 04 Bratislava**  
**www.bencont.sk**



BENCONT INVESTMENTS



BENCONT GROUP



BENCONT DEVELOPMENT