



MESAČNÍK

FINANČNÉ SPRÁVY A ANALÝZY

MAREC 2023

Témy mesiaca v skratke

- Očakávania budúceho vývoja úrokových sadzieb hlavných svetových centrálnych bánk sa v marci výraznejšie znížili po krachu americkej Silicon Valley Bank a záchrane švajčiarskej Credit Suisse, keďže menoví politici popri inflácii musia náhle riešiť aj finančnú stabilitu.
- Situácia v globálnom finančnom sektore sa vďaka rýchlemu a masívnemu uvoľneniu likvidity centrálnymi bankami nateraz zastabilizovala. Neistota je však mimoriadne veľká.
- ECB je vďaka odolnejšiemu bankovému sektoru v komfortnejšej pozícii a zrejme ešte sadzby zvýši
- Naše aktuálne makroekonomické vyhliadky sú založené na myšlienke, že turbulencie pominú bez výraznejších následkov. Nedá sa však vylúčiť ani scenár pretrvávajúceho finančného stresu.
- Ten by viedol v roku 2024 k výraznej recesii v USA a zdĺhavému poklesu HDP v eurozóne. Inflácia by bola výrazne nižšia, keďže takáto úroveň finančnej nestability má deflačné účinky.
- Vývoj umelej inteligencie významne napreduje, môže na trhoch teoreticky nafúknuť „AI bublinu“
- Finančná dostupnosť bývania je podľa NBS vo viacerých krajoch na minime od finančnej krízy

Očakávané udalosti

- Začiatkom apríla zvyknú byť zásobníky zemného plynu v Európe po zimnej sezóne z celého roka naplnené najmenej. Tentoraz by to mohlo byť okolo 55,6%, čo je výrazne viac, ako dlhodobý priemer pre rovnaké obdobie roka (36-37%).
- 21.4. Takzvaná „notifikácia“ Eurostatu ukáže vývoj verejných dlhov a deficitov do záveru vlaňajška. Na Slovensku by mala potvrdiť indíciu, že dlh poklesol pod 60% HDP. K tomuto zníženiu dopomohla aj vysoká inflácia.
- ECB ani Fed v apríli podľa plánu k menovej politike nezasadajú, jej tvorcovia by sa mali znovu stretnúť až začiatkom mája.

Trendy trhu

	aktuálne 3.4.2023	pred mesiacom 2.3.2023	medzimesačná zmena		začiatok roka 31.12.2022	YTD zmena	
EUR/USD	1,084	1,060	2,26%	▲	1,071	1,22%	▲
EUR/CZK	23,48	23,42	0,25%	▲	24,16	-2,83%	▼
EURIBOR 3M	3,038	2,801	0,24 p.b.	▲	2,132	0,91 p.b.	▲
EURIBOR 12M	3,622	3,821	-0,20 p.b.	▼	3,291	0,33 p.b.	▲
SK ŠD 10R VÝNOS	3,610	3,736	-0,13 p.b.	▼	3,699	-0,09 p.b.	▼
DE ŠD 10R VÝNOS	2,356	2,751	-0,40 p.b.	▼	2,571	-0,22 p.b.	▼

Zdroj: Bloomberg

Predikcie

	aktuálne 3.4.2023	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
EUR/USD	1,084	1,10	1,12	1,13	1,14
EUR/CZK	23,48	23,95	24,00	24,15	24,25
EURIBOR 3M	3,038	3,65	4,13	4,12	4,09
EURIBOR 12M	3,622	4,48	4,90	4,73	4,54
SK ŠD 10R výnos	3,610	4,00	4,00	4,00	4,00
DE ŠD 10R výnos	2,357	2,80	2,90	3,00	3,10

Zdroj: Bloomberg, Intesa Sanpaolo, VÚB Research

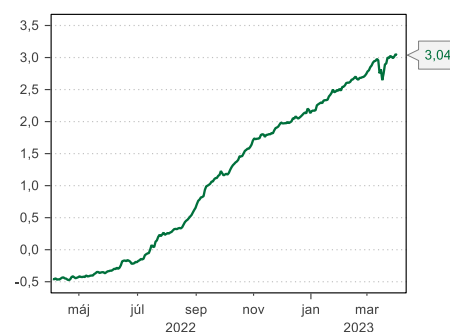
EUR/CZK



EUR/USD



3M EURIBOR



Zdroj: Macrobond, Bloomberg

Centrálne banky riešia popri inflácii nový problém: finančnú stabilitu

Po pandémie, inflácii, vojne a energetickej kríze sa pre svetovú ekonomiku v polovici marca objavil nový globálny problém – hrozba celosvetovej finančnej krízy. Tá bola iniciovaná kolapsom Silicon Valley Bank v USA, no veľmi rýchlo sa prehupla aj do Európy v podobe úpadku Credit Suisse a obáv investorov o zdravie ďalších finančných inštitúcií na oboch stranách Atlantiku.

Tradičná dilema centrálnych bankárov o dávkovaní zvyšovania sadziieb s ohľadom na ich dôsledky pre ekonomiku a pracovný trh sa tak náhle rozvinula do trilemy, ktorá zahŕňa aj zachovanie finančnej stability. V marci sa centrálni bankári držali svojej protiinflačnej rétoriky, pokračovali vo zvyšovaní sadziieb a naznačili ďalšie sprísňovanie menovej politiky. Slovanmi prezidentky ECB, Christine Lagarde, v boji s infláciou neexistuje kompromis medzi cenovou a finančnou stabilitou. Trhy však tejto „nekompromisnej“ rétorike príliš neveria. A namiesto ďalšieho zvyšovania sadziieb počítajú s tým, že oficiálne úrokové sadzby do konca roka výrazne klesnú. A to tak v USA ako aj v Európe.

Ako to teda bude? Budú centrálné banky ďalej zvyšovať úrokové sadzby? Aký to bude mať dopad na finančný sektor? A ako sa s vysokými úrokovými nákladmi popasujú zadlžené domácnosti, firmy a štáty? Týmto a ďalším aktuálnym otázkam ohľadom menovej politiky a jej dopadoch na reálnu ekonomiku sa venujeme v hlavnej téme marcového VÚB mesačníka.

Dilemy centrálnych bankárov sa rozširujú

Pre Európsku centrálnu banku (ECB) je hlavným cieľom zachovanie cenovej stability v eurozóne. Fed sa navyše k cenovej stabilite musí snažiť dosiahnuť aj maximálnu zamestnanosť v USA – tak sú definované mandáty týchto dvoch centrálnych bánk. Na prvý pohľad má tak ECB pri udržiavaní kontroly nad rastom cien, infláciou, voľnejšie ruky. V praxi samozrejme ale musí na dôsledky zvyšovania sadzieb na reálnu ekonomiku veľmi pozorne myslieť.

Pád Silicon Valley Bank (SVB) v USA a následné finančné turbulencie po celom svete však centrálnym bankám pripomenuli aj ich zodpovednosť za finančnú stabilitu. Tá sa väčšinou odohráva mimo kamier tlačových konferencií po menovo-politických zasadnutiach centrálnych bánk. V časoch finančných prnutí je však práve finančná stabilita určujúcou aj pre cenovú stabilitu. Ostatne, nie tak dávno, počas veľkej Finančnej krízy v rokoch 2007-2008 sme sa mohli presvedčiť, že finančná nestabilita dokáže mať veľké deflačné účinky.

V Európe máme iný model bankovníctva ako v USA

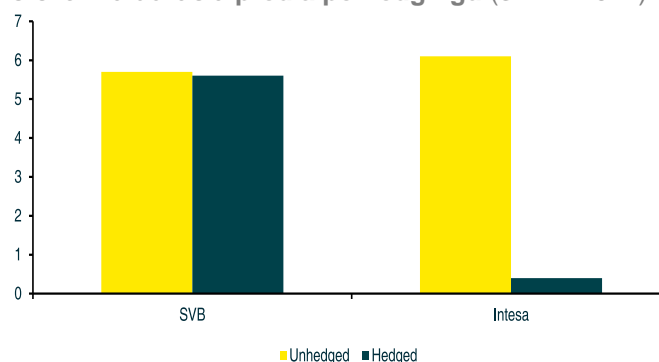
Marcový pád SVB prišiel náhle a centrálnych bankárov aj pozorovateľov trhu prekvapil. Jeho príčiny však boli v pohybe už dlhšie. Ich spúšťačom bol rýchly a masívny nárast úrokových sadzieb, ktorý znížil trhové ceny dlhopisov, v ktorých mala SVB uložené zdroje od klientov. Navyše, veľká väčšina týchto zdrojov boli nepoistné vklady, prevažne z jedného sektora: start-up firm. Rast úrokových sadzieb spôsobil zhoršenie finančnej pozície aj tohto segmentu spoločností, kvôli čomu začali svoje vklady z SVB vo veľkom vyberať. Aby SVB získala hotovosť na výplatu vkladov, bola nútená narýchlo predávať dlhopisy, čo jej spôsobilo neudržateľné straty. Takáto koncentrácia rizika na strane aktív aj pasív sa na prvý pohľad javí možno výnimočnou, no podľa akademickej [štúdie](#) sa v obdobnom riziku nachádza ďalších takmer 190 bánk v USA.

Banky v Európe sú na tom z pohľadu rizika oveľa lepšie. Ich hlavnými aktívami sú diverzifikované portfólio úverov poskytovaných reálnej ekonomike, domácnostiam, malým podnikateľom, firmám. Podiel aktív zainvestovaných do produktov kapitálového trhu je u nás tiež oveľa nižší ako v amerických bankách. Pre porovnanie, dlhové cenné papiere tvoria približne 12% aktív bánk v eurozóne v [porovnaní](#) s viac ako 30% v prípade amerických komerčných bánk. V SVB to bolo dokonca až takmer 60%. Výkyvy na finančných trhoch tak na hodnotu aktív európskych bánk vplyvajú relatívne menej ako v amerických bankách. Rast úrokových sadzieb ziskovosť sektora neznižuje, skôr naopak, lebo po rokoch nulových sadzieb sa ich úrokové marže zvyšujú. Aj preto banky v eurozóne podľa záťažových testov ECB zvládnu nárast úrokových sadzieb pomerne [dobre](#).

Finančné domy v Európe navyše podliehajú prísnej regulácii. A to nielen tej predpísanej regulátormi, ale aj interne nastavenými pravidlami a riadením rizika. Vystavenie sa trhovému riziku, ktoré položilo SVB, je v prípade európskych bánk oveľa nižšie. Aktíva zainvestované v dlhopisoch si napríklad mnohé európske banky ošetrujú proti pohybu úrokových sadzieb. Vďaka tzv. hedging-u tak napríklad reálna splatnosť dlhového portfólia výrazne nižšia ako v prípade amerických bánk. A teda aj potenciálne straty z núteného predaja týchto dlhopisov mimo ich oficiálnu splatnosť sú výrazne nižšie ako v prípade nezaisteného portfólia.

V ilustratívnom príklade, ktorý sme prebrali z analýz nemeckej Commerzbank, bola priemerná durácia zainvestovaných dlhopisov SVB bola pred zaistením porovnateľná s portfóliom talianskych dlhopisov nakúpených našou materskou spoločnosťou, talianskou bankou Intesa Sanpaolo (ISP). No po zaistení je rozdiel v tazkvej durácii týchto portfólií, teda citlivosti na pohyb úrokových sadzieb, priepastný (pozri Graf 1 vpravo). Iste, nie všetky banky musia byť voči pohybu úrokových sadzieb zaistené tak efektívne ako ISP. Aj v eurozóne vystavenie bánk voči úrokovému riziku existuje, no je mierne a od roku 2017 sa [znížilo](#).

Graf 1: Portfólio cenných papierov SVB s pevným výnosom a portfólio BTP* bankovej knihy ISP: efektívna durácia pred a po hedgingu (31.12. 2022)



Zdroj: Commerzbank Research

* talianske štátne dlhopisy

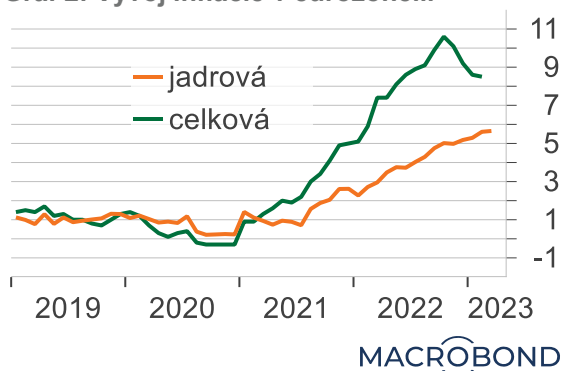
ECB je preto v komfortnejšej pozícii...

Vďaka týmto a ďalším rozdielom medzi európskym a americkým bankovým trhom si tak ECB mohla dovoliť 16. marca zvýšiť úrokové sadzby o ďalšieho pol percentuálneho bodu. A 22. marca príhovorom prezidentky ECB Christine Lagardovej navyše predostrieť [cestu vpred](#), v ktorej nie sú žiadne náznaky kompromisu medzi cieľmi cenovej stability, teda nízkej inflácie, a finančnou stabilitou. Šéf amerického Fed-u Jerome Powell naopak na tlačovej konferencii po marcovom zvýšení sadzieb o štvrt' bodu priznal, že kvôli stresu na bankovom trhu on a jeho kolegovia v FOMC uvažovali aj o [pauze](#) vo zvyšovaní úrokových sadzieb.

...a má čo dobiehať aj v boji s infláciou

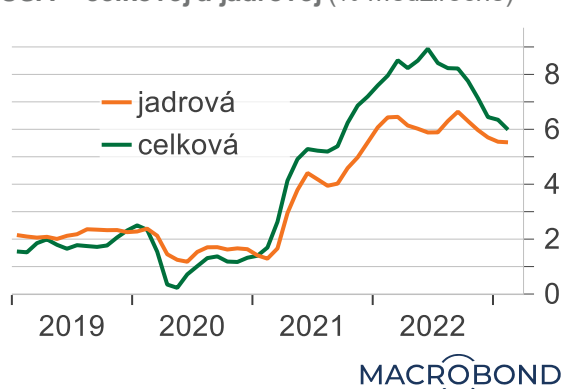
Rozdielna rétorika ECB a Fed-u sa dá vysvetliť aj inou fázou cyklu zvyšovania sadzieb. Fed zvyšuje úrokové sadzby už od marca minulého roku a doteraz ich navýšil spolu o päť percentuálnych bodov. ECB sa k zvyšovaniu sadzieb odhodlala až v júni a doteraz ich kumulatívne zvýšila o tri a pol percentuálneho bodu. V inej fáze je aj vývoj inflácie, ktorá je primárnym dôvodom zvyšovania úrokových sadzieb. Kým v USA jej medziročná miera klesá už júla minulého roku, v eurozóne začala klesať až v novembri. Navyše, jej jadrová zložka v menovej únii ešte stále smeruje nahor, na rozdiel od USA, kde aj jadrová inflácia klesá, už takmer pol roka (Graf 2 nižšie).

Graf 2: Vývoj inflácie v eurozóne...



Zdroj: Macrobond

...a v USA – celkovej a jadrovej (% medziročne)



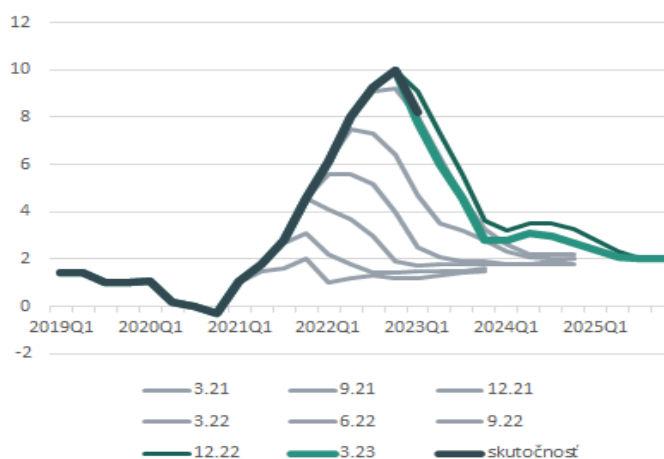
Zdroj: Macrobond

Finančné trhy sú ako na hojdačke

Paniku a zmenu v očakávaní, ktorú na finančné trhy priniesol pád SVB, azda najvýstižnejšie ilustruje fakt, že kým ešte 8. marca finančné trhy očakávali, že Fed bude do konca roka sadzby zvyšovať spolu takmer o jeden percentuálny bod, po víkend 11.-12. marca sa očakávania preklpili do ich znižovania v obdobnom rozsahu. Ukludnenie situácie vďaka včasnej a masívnej podpore Fed-u, ako aj ostatných centrálnych bánk západného sveta, ktoré bankám sprístupnili takmer neobmedzenú dolárovú [likviditu](#), sa trh čiastočne vrátil späť. Podobnou zmenou si prešli aj očakávania pre rast úrokových sadzieb v eurozóne.

Iste, netreba preceňovať schopnosti finančných trhov predikovať úrokové sadzby, ani infláciu. Ostatne, to sa nedarí ani centrálnym bankám. Vývoj inflácie v eurozóne viac ako dva roky prekvapoval ECB vždy systematicky nahor. Jej aktuálny, marcový odhad, je vôbec prvým od marca 2021, ktorý reviduje výhľad inflácie smerom nadol. A aj to iba veľmi mierne a vďaka poklesu cien energií, ktoré si idú smerom nezávislým od krokov centrálnych bánk (Graf 3 vpravo). Trhové ceny európskeho zemného plynu TTF i elektrickej energie v marci v porovnaní s februárom ďalej klesali, čo sa prejavilo aj v spotrebiteľských košoch európskych krajín, kde sú ceny energií regulované oveľa menej ako u nás.

Graf 3: Vývoj odhadov inflácie podľa ECB



Zdroj: [ECB](#)

Neistota poznačuje aj výhľad pre reálnu ekonomiku

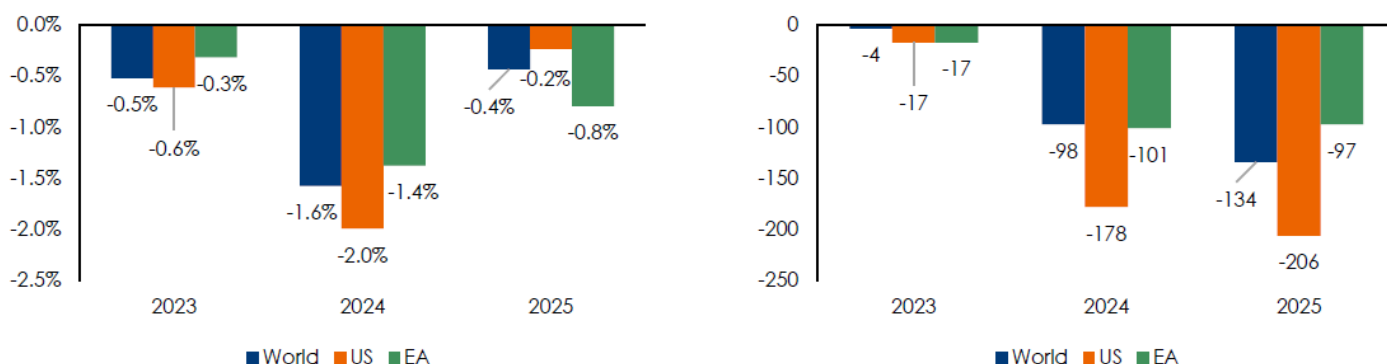
Finančné krízy však napriek ukludneniu situácie neradno podceňovať. Vďaka rýchlej a masívnej podpore centrálnych bánk sa zdá, že úvodnú fázu, krízu likvidity, trhy zvládli dobre a situácia v sektore sa stabilizovala. Dopady turbulencií na finančné podmienky, a teda aj na ekonomické vyhliadky, však bude možné posúdiť až v najbližších týždňoch. Hoci aktuálne makroekonomické vyhliadky našich kolegov v Miláne sú založené na myšlienke, že turbulencie pominú bez výraznejších následkov, nedá sa podľa nich vylúčiť ani scenár pretrvávajúceho finančného stresu.

Referenčný bod na kvantifikáciu veľkosti makroekonomického rizika, ktorému teoreticky môžeme čeliť, si predstavujú ako scenár, kde obmedzenie úverových podmienok bude približne polovičné v porovnaní s obdobím veľkej Finančnej krízy rokov 2007-8. Takýto scenár by bol sprevádzaný aj 13%-ným negatívnym šokom do cien akcií a 10%-ným do cien nehnuteľností.

Simulácia ISP naznačuje, že dlhotrvajúce a celosvetové finančné napätie by mohlo v roku 2024 viesť k výraznej recesii v USA a menej dramatickému, ale zdĺhavému poklesu HDP v eurozóne. Inflácia by bola v roku 2024 výrazne nižšia, keďže takáto úroveň finančnej nestability má deflačné účinky. Tvárou v tvár úverovej krízy a väčšiemu než predpokladanému spomaleniu domáceho dopytu by centrálné banky začali včas a agresívnejšie uvoľňovať menovú politiku, ktorá by v rokoch 2024-25 bola globálne možno o 134 bázických bodov nižšia ako základná prognóza (Graf 4 nižšie). V tomto scenári by sa teda dnešná fáza zvyšovania sadzieb už z veľkej časti skončila.

Graf 4: Hypotetický scenár finančnej krízy: vplyv na rast HDP (vľavo) a úrokové sadzby (vpravo)

(odchýlka od základného scenára v %-bodoch rastu HDP a bázických bodoch od predikovanej úrovne sadzieb)



Zdroj: Intesa Sanpaolo Research

Ostáva dúfať, že tento scenár ostane len v rovine modelu a prevládne základný scenár kolegov z ISP Research, ktorý je založený na doznievaní krízy. V tomto scenári je spomalenie ekonomickej aktivity miernejšie a na dokončenie zmiernenia inflácie je potrebné ešte ďalšie zvýšenie sadzieb. V základnom scenári naši kolegovia predpokladajú, že ECB bude v zvyšovaní sadzieb pokračovať až do septembra, spolu o pol až jeden percentuálny bod. Fed by mal podľa základnej prognózy zvýšiť sadzby ešte raz, o štvrt percentuálneho bodu. V tomto scenári je teda zvyšovanie oficiálnych sadzieb už blízko svojho vrcholu, no znižovanie sadzieb by sa mohlo začať až v priebehu roka 2024.

Vejár možných ekonomických výsledkov je však objektívne veľmi široký. Pravdepodobnosť, ktorú kolegovia pripisujú realizácii ich základného scenára, je nižšia ako zvyčajne, a riziká prognózy sú jednoznačne naklonené smerom nadol: tak z hľadiska rastu HDP, inflácie, ako aj úrokových sadzieb.

Tabuľka 1: Ekonomický rast podľa geografických regiónov – stredný scenár Intesa Sanpaolo

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
United States	5.9	2.1	1.0	0.8	2.5
Japan	2.2	1.0	0.8	0.9	1.0
Euro Area	5.3	3.5	0.7	1.4	1.6
Eastern Europe	5.3	-0.9	-0.6	3.8	2.9
Latin America	7.8	4.1	0.2	2.8	3.2
OPEC	6.0	5.1	3.1	3.3	2.9
China	8.5	3.0	4.9	5.1	5.2
India	8.9	6.7	5.2	6.2	6.2
World growth	6.4	3.3	2.3	3.2	3.6

Zdroj: Intesa Sanpaolo Research

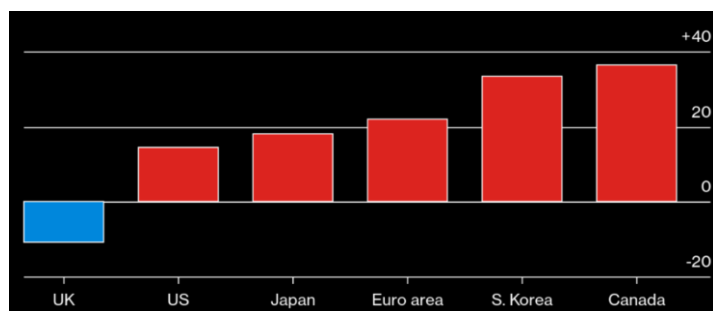
Kto ešte trpí (a bude trpieť) vyššími úrokmi

Pri zvyšovaní úrokových sadzieb, teda zámernom ochladzovaní ekonomiky centrálnou bankou, sa vždy vynoria domácnosti, firmy či štáty, ktoré boli pri nízkych sadzbách schopné svoj chod financovať, no s vyššími nákladmi na dlh už nie. Bývajú to najmä také subjekty a aktivity, ktoré aj v dobrých časoch prežívali len „s odretými ušami“ a nová situácia ich donúti zmeniť svoje správanie, často veľmi bolestivo. Ako hovorí finančník Warren Buffet, až (morský) odliv ukáže, kto plával bez plaviek.

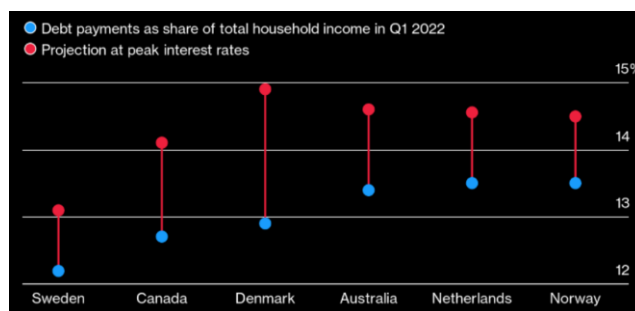
Obavy zosilňujú aj správy o výške celosvetového zadlženia, ktoré treba financovať čoraz vyššími úrokmi. Celkový dlh na planéte, teda dlh domácností, firiem a štátov dohromady, vlni k tretiemu štvrtroku podľa Inštitútu pre medzinárodné financie (IIF) dosiahol 290 miliárd dolárov, teda tiež zhruba 290% svetového HDP. Preto sa mnohí analytici zamýšľajú nad tým, ktoré články svetového hospodárstva sú z hľadiska dlhovej služby najzraniteľnejšie, a teda môžu byť predmetom ďalších problémov.

Najviac pretraktované bývajú vysoko zadlžené domácnosti v Kanade, Švédsku, Nórsku (kanadské a severoeurópske domácnosti patria k najzadlženejším na svete), ale aj Austrálii, Južnej Kórei, Malajzii či Thajsku, kde vyššie úroky znamenajú aj zvýšenie výdavkov na priemerný osobný dlh (Graf 6). Slovenské domácnosti, aj keď patria v regióne SVE k najzadlženejším, by mohli čeliť miernejšiemu nárastu nákladov na obsluhu svojho dlhu, ukazujú prepočty Národnej banky (Graf 7 nižšie). Pod drobnohľadom sú aj takzvané „zombie firmy“, napríklad v USA, ktoré udržiavali pri živote len takmer nulové náklady na financovanie. Zadlženosť firiem rýchlo rástla tiež napríklad v Kanade (Graf 5 nižšie). Podiel firemných nesplácaných úverov tak môže rásť, čo môže situáciu zhoršovať bankám, ktoré im požičiavali. Problém však môžu mať aj často prepákané nebankové spoločnosti, či investori private equity fondov, ktoré investovali do technologických firiem.

Graf 5: Zmena dlhu firiem (vybrané krajiny, p.b. HDP)* **Graf 6: Náklady na dlh domácností (vybrané krajiny, % príjmu)**



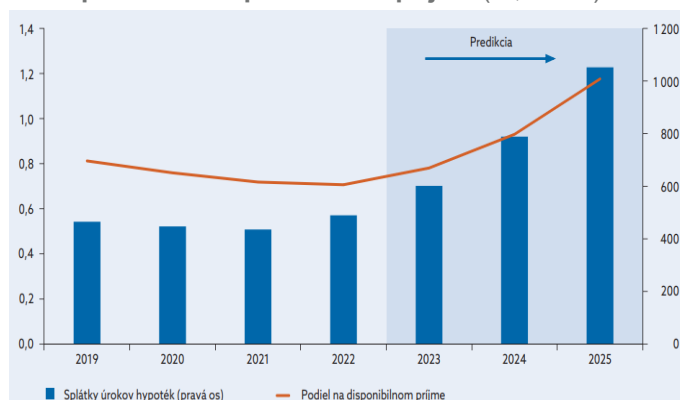
Zdroj: Bloomberg * Za obdobie 1Q2007-1Q2022.



Zdroj: Bloomberg

Rizikom sú dlhodobo aj verejné financie, napríklad v eurozóne, kde jednotlivé členské krajiny nemajú vlastnú centrálnu banku. V Taliansku napríklad Bloomberg Economics očakáva rast úrokových nákladov na miestne vysoké verejné zadlženie (154% HDP) do roku 2030 na 7% HDP ročne. Azda aj preto je z hľadiska požadovaných výnosov na desaťročných dlhopisov v menovej únii už Taliansko na podobnej úrovni ako Grécko (najvyššie je Cyprus, viď graf 8 nižšie). Rizikové sú aj rozvojové krajiny, kde si štáty či súkromné subjekty často požičiavali v cudzej mene, napríklad v dolároch, a pri oslabení kurzu tej lokálnej sa problémy s platobnou schopnosťou len prehlbujú. Srí Lanka a Zambia už medzičasom zbankrotovali, v podobnej situácii sa môžu ocitnúť aj iné, napríklad Pakistan či Egypt.

Graf 7: Splátky úrokov slovenských hypoték a ich podiel na disponibilnom príjme (% , mil. €)



Zdroj: NBS, Ekonomický a menový výhľad

Graf 8: Úrokové prirážky vybraných krajín v Európe (10-ročný výnos v % a spread v bb)

Maturity	10 Year	Sell	Germa
Region	Yld	Spd↑	
9) Austria	2.952	62.3	
10) Norway	2.975	64.6	
11) EU	2.979	65.1	
12) Belgium	2.987	65.8	
13) Portugal	3.141	81.3	
14) Slovenia	3.267	93.9	
15) Spain	3.337	100.9	
16) United Kingdom	3.512	118.4	
17) Slovakia	3.518	119.0	
18) Israel	3.730	140.2	
19) Croatia	3.766	143.7	
20) Italy	4.136	180.8	
21) Greece	4.200	187.2	
22) Cyprus	4.206	187.7	

Zdroj: Bloomberg k 31. marcu 2023

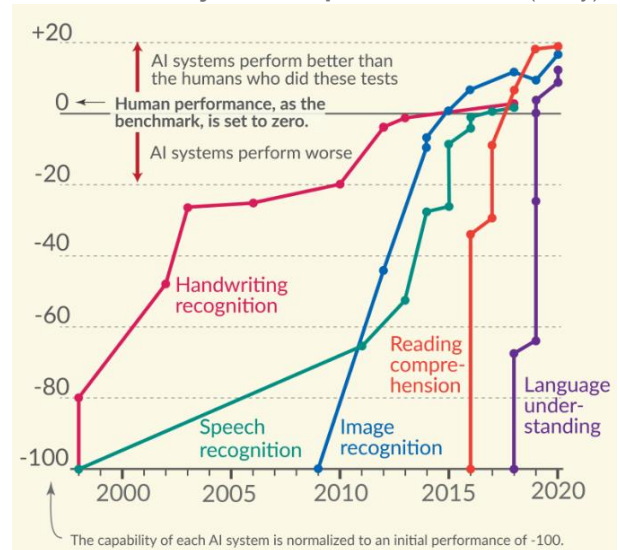
Ďalšie správy ostatného mesiaca

Vývoj umelej inteligencie významne napreduje, môže nafúknuť „AI bublinu“

Nielen počas marca, ale aj v predchádzajúcich mesiacoch prichádzali jedna za druhou nové správy a produkty z vývoja umelej inteligencie (angl. artificial intelligence, AI). Najprv to boli algoritmy kresliace kvalitné obrázky na základe textového vstupu (napr. Dall-e, midjourney), v ostatnom období četové roboty, ktoré dokážu v priebehu sekúnd „napísať“ zmysluplný dlhší text aj na odborné témy, softvér, či stiahnuť dáta (napr. ChatGPT, Bard). Tieto nové technológie, na ktoré naskakujú aj všetky veľké technologické firmy, vrátane Googlu či Microsoftu, majú potenciál zásadne zmeniť fungovania mnoho kvalifikovných profesií, vrátane analytických.

Neznamená to však, že sa softvér vyrovná ľuďom v mnohých iných, často oveľa dôležitejších, oblastiach. Obavy z masívneho prepúšťania a nezamestnanosti tak skôr nahradia výzvy ako pracovať nie proti ale s týmito novými technológiami. Výskum vedcov okolo stanfordského profesora Douweho Kieu už predvlani ukázal, že pochopenie písaného textu AI zvláda v priemere lepšie ako človek. Táto schopnosť sa tak pridala k rozoznávaniu reči a obrazov (Graf 9 vpravo). Umelá inteligencia sa tak stala „trendy“ termínom, ktorý boduje aj na akciových trhoch. Podobne ako v minulosti, keď na prelome milénia zvyšovali svoju hodnotu firmy často len preto, že mali v názve „.com“, alebo niekoľko rokov dozadu, pretože sa snažili uplatniť „blockchain“, aj skratka AI dnes pomáha mnohým firmám rásť. Skutočný prínos a vplyv na zisky spoločností však ukáže až čas, a mnoho z ošiaľu okolo tohto typu nových technológií sa, podobne ako v minulosti, môže ukázať ako nafúknutá bublina príliš veľkých očakávaní.

Graf 9: V čom je už AI lepšia ako človek (body)

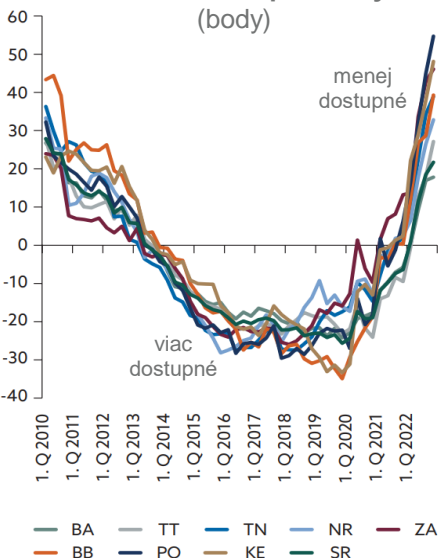


Zdroj: Kiela et al. (2021), Our World in Data

Finančná dostupnosť bývania je podľa NBS vo viacerých krajoch na minime od finančnej krízy

Ponukové ceny bývania zverejnila národná banka už začiatkom februára, no až s marcovou publikáciou „Ekonomický a menový vývoj“ sa stali verejne známymi aj indikátory NBS reportujúce o indexe dostupnosti bývania (HAI) či indexe na hodnotenie cien nehnuteľností. Z tejto publikácie vyplýva, že dostupnosť bývania v mnohých krajoch dosahuje najhoršie hodnoty od roku 2009. Súvisí to najmä s rastom úrokových sadzieb, ale aj s tým, že ceny domov a bytov od svojho rýchleho pandemického zvyšovania zatiaľ poklesli len v jednom kvartáli - v závere vlaňajška - a to len o 1,9%.

Graf 10: Index dostupnosti bývania (body)



Zdroj: NBS, Ekonomický a menový výhľad

„Návrat indexu HAI na svoj dlhodobý priemer by si vyžadoval pokles cien o vyše 17% - pri zohľadnení aktuálnej predikcie rastu miezd a januárových údajov o úrokových mierach,“ dodávajú analytici NBS. Mesačné údaje zo začiatku roka 2023 naznačujú pokračujúci klesajúci trend cien bývania aj v 1. štvrtroku.

Kompozitný index na dlhodobé hodnotenie cien bývania (Graf 11 v [správe NBS](#)) sa však už dostal do pásma „Rovnováhy“, keďže inflácia, nájomné aj príjem domácností vzrástli – a tento pomerový ukazovateľ preto výraznejšie klesol. Vysoká spotrebiteľská inflácia podľa nás ale v krátkodobom horizonte neznamená, že rovnako rýchlo musia rásť aj ceny nehnuteľností, aby boli „rovnováhe“. Navyše, komponent podielu úverov na bývanie v pomere k HDP ešte len začal svoje znižovanie. Pokles objemu nových úverov na bývanie a rast úrokových sadzieb sa nezastavili ani v januári (vrchol sadzieb na hypotékach očakáva NBS až v pásme 4,5-5,0%), čo bude podľa nášho názoru na ceny negatívne vplyvať ešte nejaký čas. Je tak celkom pravdepodobné, že sa v kompozitnom indexe NBS dostaneme aj do pásma Prepadu. Možno už s výsledkami ponukových cien za 1. štvrtrok 2023, ktoré národná banka zverejní začiatkom mája. Pri rekordnej inflácii a vyšších úrokových sadzbách to však môže byť skôr „nová rovnováha“, ako dno, z ktorého by sa ceny mali rýchlo pozviechať.

Makroekonomické indikátory a prognózy

		2021	2022	2Q22	3Q22	4Q22	XII.22	I.23	II.23	2023F	2024F
HDP											
Reálny HDP	r/r % rast	3,0	1,7	1,3	1,4	1,1	-	-	-	1,4	2,6
Nominálny HDP	r/r % rast	5,5	9,3	9,5	9,5	9,3	-	-	-	8,6	5,8
Spotreba domácností	r/r % rast	1,6	5,2	4,3	3,0	4,7	-	-	-	-0,7	0,3
Spotreba verejnej správy	r/r % rast	4,2	-3,2	-7,1	-2,1	-2,0	-	-	-	1,5	1,5
Tvorba hrubého fixného kapitálu	r/r % rast	0,2	6,5	0,5	8,2	9,8	-	-	-	7,7	1,1
Vývoz	r/r % rast	10,6	1,0	-0,9	8,8	2,6	-	-	-	2,8	3,6
Dovoz	r/r % rast	12,1	3,0	-1,4	6,9	8,0	-	-	-	3,7	1,7
Inflácia											
CPI	r/r % rast, priemer	3,2	12,8	12,5	13,9	15,2	15,4	15,2	15,4	10,7	5,1
CPI	r/r % rast, decem.	5,8	15,4	-	-	-	-	-	-	5,1	4,4
HICP	r/r % rast, priemer	2,8	12,1	11,7	13,3	14,9	15,0	15,1	15,5	11,0	5,1
Jadrová inflácia	r/r % rast, priemer	3,6	12,5	12,0	13,9	15,7	15,9	16,5	16,6	11,1	2,5
Ceny priemyselných výrobcov	r/r % rast, priemer	5,5	43,2	44,3	51,9	43,4	33,5	33,6	27,9	4,6	-3,6
Vonkajšia bilancia											
Bilancia zahr. obchodu - kumulatívna	mln. EUR	1876	-4308	-1664	-2363	-4308	-4308	-408	-	-3 772	-1 561
12M obchodná bilancia / HDP	%	1,9	-4,0	-1,7	-2,1	-4,0	-4,0	-4,0	-	-3,2	-1,3
Vývoz	r/r % rast	16,6	15,8	18,0	24,2	10,6	-0,3	10,7	-	5,2	6,5
Dovoz	r/r % rast	19,4	23,3	23,1	26,4	19,4	13,0	10,3	-	4,5	4,3
Trh práce											
Miera nezamestnanosti (ÚPSVaR)	priemer	7,5	6,3	6,4	6,1	5,9	5,9	5,8	5,8	5,8	5,3
Miera nezamestnanosti (VZPS)	priemer	6,8	6,1	6,1	6,0	6,0	-	-	-	6,2	5,7
Hrubá mesačná mzda	priemer v EUR	1211	1304	1291	1296	1304	-	-	-	1 423	1 524
Nominálna mesačná mzda	r/r % rast	6,9	7,7	7,4	9,4	6,5	-	-	-	9,1	7,1
Reálna mesačná mzda	r/r % rast	3,6	-4,5	-4,5	-4,0	-7,5	-	-	-	-1,4	1,9
Produkcia, tržby a sentiment											
Priemyselná produkcia	r/r % rast	10,3	-3,6	-2,9	-1,7	-7,0	-10,7	-8,6	-	-1,0	5,1
Stavebná produkcia	r/r % rast	-2,0	0,1	-1,5	0,4	-0,1	4,0	15,4	-	11,7	0,6
Maloobchodné tržby	r/r % rast	1,4	4,3	6,3	-1,3	-1,0	2,7	0,1	-	0,1	0,5
Indikátor ekonomického sentimentu	body, s.o.	95,3	91,3	94,9	89,4	85,4	85,3	88,1	84,8	-	-
Úrokové sadzby											
ECB refinančná sadzba	koniec obdobia	0,00	2,50	0,00	1,25	2,50	2,50	2,50	3,00	4,50	4,00
3M EURIBOR	koniec obdobia	-0,57	2,13	-0,20	1,17	2,13	2,13	2,51	2,74	4,12	3,56
1R EURIBOR	koniec obdobia	-0,50	3,29	1,04	2,56	3,29	3,29	3,41	3,73	4,73	3,65
Výnos 10R SK štátneho dlhopisu	koniec obdobia	0,14	3,70	2,35	3,31	3,70	3,70	3,26	3,64	3,90	4,50
Výnos 10R DE štátneho dlhopisu	koniec obdobia	-0,18	2,57	1,34	2,11	2,57	2,57	2,29	2,65	2,80	3,60
Výmenný kurz											
EUR/USD	koniec obdobia	1,13	1,07	1,05	1,05	1,09	1,07	1,09	1,06	1,13	1,15
Rozpočtová politika											
Bilancia verejných financií, 4 kvartály	% HDP	-5,5	-3,3	-3,8	-3,7	-	-	-	-	-6,3	-5,0
Dlh verejnej správy	% HDP	62,2	59,1	60,3	58,6	-	-	-	-	59,4	59,3

Zdroj: ŠÚ SR, Eurostat, ÚPSVaR, Bloomberg, Intesa Sanpaolo, VÚB

Tento materiál je pripravovaný Oddelením ekonomického prieskumu VÚB banky

Hlavný ekonóm

Zdenko Štefanides +421 2 5055 2567 zstefanides@vub.sk

Makroekonóm

Michal Lehuta +421 917 743 380 mlehuta1@vub.sk

Predaj

Lukáš Žitný +421 2 5055 9650
 Róbert Jaselský +421 2 5055 9630
 Martin Lenko +421 2 5055 9595
 Lenka Dvorská +421 2 5055 9610
 Adriana Pristach Somorovská +421 2 5055 9620

Tento materiál bol pripravený VÚB bankou. Informácie a názory boli získané zo zdrojov, ktoré boli považované za spoľahlivé, avšak VÚB banka neposkytuje záruku za ich úplnosť a správnosť. Táto správa bola pripravená len na informačné účely a nie je určená ako ponuka alebo solicítacia na predaj alebo kúpu ktoréhokoľvek finančného produktu. Tento dokument môže byť reprodukován alebo publikovaný len s menom VÚB banky. Nemal by byť pokladaný za náhradu za vlastný úsudok. VÚB banka alebo ktorákoľvek iná osoba spojená s ňou môže využiť akýkoľvek materiál a/alebo informácie, na ktorých je tento materiál založený bez predošlého zverejnenia rovnakých materiálov a informácií pre klientov. VÚB banka a/alebo osoby s ňou spojené môžu mať z času na čas dlhé alebo krátke pozície vo vyššie zmienených finančných produktoch.