



# MESAČNÍK

FINANČNÉ SPRÁVY A ANALÝZY

JANUÁR 2024

## Témy mesiaca v skratke

- Peniaze človeku ultimatívne životné šťastie kúpiť nedokážu, no mnoho vecí v živote vedia uľahčiť
  - Donedávna v spoločenskovednom výskume prevládala predstava, že od určitej úrovne bohatstva šťastie už nerastie, no platí to vlastne len pre najpesimistickejšiu časť spoločnosti
  - Popri materiálnych podmienkach hrá v kvalite života čoraz väčšiu úlohu zdravie a spoločenské vzťahy
  - Okrem HDP v parite kúpnej sily, ktorá sa meria len ťažko, je dobré sledovať aj indikátory ako objem skutočnej osobnej spotreby, dĺžku života, roky života v zdraví či prieskumy spokojnosti
  - V takomto komplexnejšom hodnotení životnej úrovne sa Slovensko zvyčajne nachádza na úrovni Poľska a Maďarska, ale už výraznejšie za Českou republikou
- 
- Americký akciový index S&P 500 po viac ako dvoch rokoch dosiahol nové historické maximum
  - Konflikt na Strednom Východe blokuje Suezský prielav, čo môže znovu zatlačiť na infláciu

## Očakávané udalosti

- 6.2. by Národná banka mala zverejniť vývoj ponukových cien nehnuteľností v 4. štvrtroku 2023. Domy a byty mohli v priemere naďalej lacnieť, aj keď zrejme už miernejšie ako v predchádzajúcich kvartáloch.
- 14.2. slovenskí štatistici zverejnia rýchly odhad vývoja ekonomiky SR v závere vlaňajška. Vyšší rast HDP mohlo podporiť najmä dočerpávanie eurofondov.
- Vo februári ECB ani Fed k menovej politike nezasadajú, pozornosť trhov sa tak sústreďí až na ich marcové zasadnutia.

## Trendy trhu

	aktuálne 29.1.2024	pred mesiacom 28.12.2023	medzimesačná zmena		začiatok roka 30.12.2023	YTD zmena	
EUR/USD	1,082	1,106	-2,21%	▼	1,104	-2,01%	▼
EUR/CZK	24,77	24,70	0,25%	▲	24,70	0,27%	▲
EURIBOR 3M	3,887	3,893	-0,01 p.b.	▼	3,909	-0,02 p.b.	▼
EURIBOR 12M	3,597	3,536	0,06 p.b.	▲	3,513	0,08 p.b.	▲
SK ŠD 10R VÝNOS	3,370	3,087	0,28 p.b.	▲	3,175	0,20 p.b.	▲
DE ŠD 10R VÝNOS	2,242	1,944	0,30 p.b.	▲	2,024	0,22 p.b.	▲

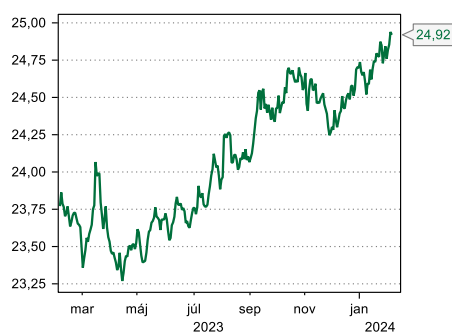
Zdroj: Bloomberg

## Predikcie

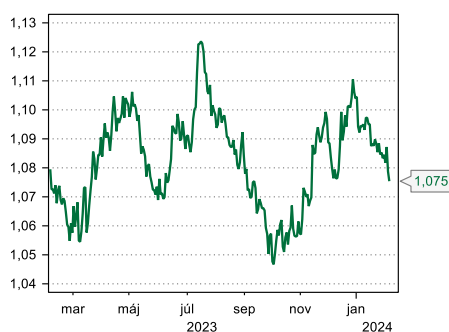
	aktuálne 29.1.2024	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
EUR/USD	1,082	1,09	1,11	1,12	1,12
EUR/CZK	24,76	24,70	24,70	24,50	24,30
EURIBOR 3M	3,887	3,88	3,68	3,57	3,40
EURIBOR 12M	3,597	3,85	3,65	3,44	3,21
SK ŠD 10R výnos	3,370	3,70	3,60	3,50	3,20
DE ŠD 10R výnos	2,245	2,40	2,30	2,20	2,00

Zdroj: Bloomberg, Intesa Sanpaolo, VÚB Research

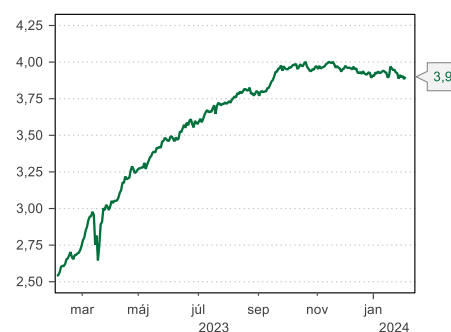
### EUR/CZK



### EUR/USD



### 3M EURIBOR



Zdroj: Macrobond, Bloomberg

## „ale šťastie si za ne nekúpiš!“ Alebo áno? O vzťahu peňazí a šťastia, HDP a životnej úrovne.

„Šťastí je tak krásná, přepychová věc, ale prachy si za něj nekoupíš...“ spieva pomerne často Richard Müller pieseň Petra Hapku a Michala Horáčka. Jej text, ktorý vznikol ešte v 80. rokoch, evokoval túžby mnohých Čechov a Slovákov po materiálnom zadosťučinení po dlhom období významného zaostávania miestnej životnej úrovne voči západným krajinám počas socializmu. Aj celkom bežné spotrebné tovary ako „kartón marlborek, parmezán či džínsy Calvin Klein“ u nás boli len veľmi ťažko dosažiteľné, ale väčší obnos peňazí bol istým prostriedkom, ako sa k nim dostať.

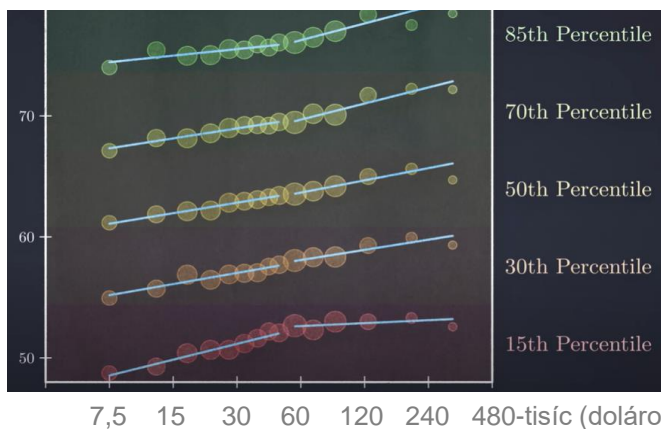
Pieseň však zároveň ironizuje príslovie, že šťastie nám peniaze nekúpia. Ako je to však s tým vzťahom medzi peniazmi a šťastím naozaj? Dá sa životné šťastie vôbec nejakým spôsobom merať a čo na jeho úroveň najviac vplyva? Platí rozšírená predstava, že od istej úrovne už viac peňazí viac šťastia neprináša? A ako ho, či celkovú priemernú životnú úroveň, porovnávať medzi krajinami, keď najčastejším ukazovateľom býva hrubý domáci produkt, ktorý na to vlastne vôbec nebol vytvorený? Odpovede na tieto zaujímavé otázky sa pokúsime priniesť na nasledujúcich stranách januárového mesačníka VÚB.



## Šťastie je relatívne – jeho úroveň i rast závisia aj od postavenia v príjmovom rebríčku

Úzky súvis životnej spokojnosti či šťastia s peniazmi vyplýva aj z faktu, že úroveň osobného šťastia závisí do veľkej miery od toho, s kým sa porovnáваме. Alebo inak: kde v spoločenskom príjmovom rebríčku sa nachádzame. To môže vysvetľovať aj nižšiu priemernú spokojnosť so životom na Slovensku – veľa z nás sa jednoducho neporovnáva len so svojimi susedmi a krajanmi, ale aj s ľuďmi v blízkych či vzdialenejších krajinách, napríklad Západnej Európy. To tiež môže znamenať, že aj ak životná úroveň rastie, ale Západ v nej nedobíhame, priemerné šťastie rásť nemusí (tzv. Easterlinov paradox). Okrem toho tiež donedávna prevládal názor, že od určitej úrovne bohatstva už šťastie veľmi nerastie. V roku 2010 Daniel Kahneman a Angus Deaton (ekonomickí nobelisti) totiž publikovali [štúdiu](#), ktorá hovorí, že od úrovne príjmu 75-tisíc dolárov ročne u Američanov spokojnosť so životom ani šťastie s ďalšími dolármi príjmu už nerastú.

**Graf 4: Rast šťastia je závislý aj od jeho počiatočného stavu**



Zdroj: [Killingsworth, Kahneman & Mellers \(2022\)](#)

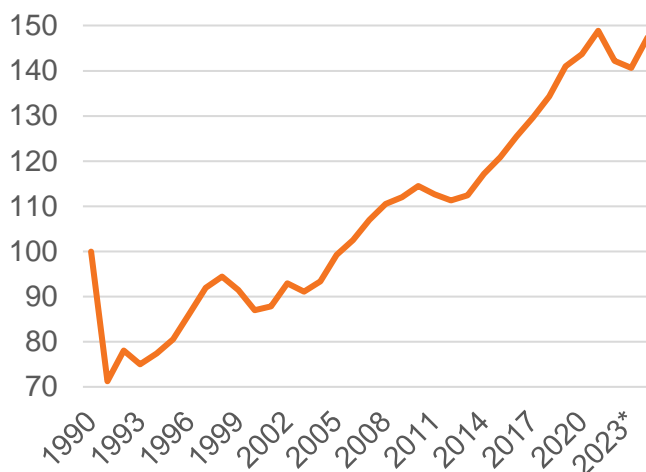
## Dlhodobá štúdia Harvardovej univerzity hovorí viac o medziludských vzťahoch ako o peniazoch

Výpovedné sú však aj dlhodobé štúdie, ktoré sledujú konkrétnych ľudí počas ich života. Tá najdlhšia prebieha s miernymi obmenami už od roku 1936 na americkom Harvare. Jej výsledky asi veľmi neprekvapia, no nie sú o peniazoch. Hovoria najmä o dôležitosti zdravia a aktívneho starania sa oň. Dôležitá je pritom prevencia: zdravá strava, pohyb, cvičenie, vyhýbanie sa alkoholu a drogám či fajčeniu. Fyzická aktivita pritom dokonca preukázateľne pomáha aj mentálnym schopnostiam. Okrem toho profesor psychiatrie Robert J. Waldinger a iní výskumníci zistili, že ku šťastiu sú veľmi dôležité aj dobré medziludské vzťahy, najmä s najbližšou rodinou a priateľmi, ktoré fungujú ako regulátor stresu, možnosť jeho ventilácie a nachádzania podpory v ťažších chvíľach.

Funkcia manželstva v tomto však nie je jasná: ženatí muži a vydaté ženy vykazujú viac šťastia i lepšie vzťahy, tento súvis však môže pôsobiť aj opačne – teda, že šťastnejší ľudia s lepšími vzťahmi skôr vstupujú do manželstva a vytrvávajú v ňom. Naopak osamelosť, najmä tá subjektívne pociťovaná, je pre zdravie veľmi negatívna, dokonca asi ako fajčenie polovice krabičky cigariet denne, a vedie aj k rýchlejšiemu ústupu kognitívnych schopností spolu s rastúcim vekom. Škodlivý chronický stres pritom okrem objektívnych skutočností dokáže vytvárať aj spoločenská nerovnosť či prísne kultúrne vzorce o tom, čo sa považuje za „úspešný život“.

**Graf 3: Reálna mzda môže rásť, ale čo zárobky v Nemecku?**

(index priemernej reálnej mzdy v SR, 1990=100)



Zdroj: Štatistický úrad SR, VÚB

O niekoľko rokov neskôr sa však na výsledky Nobelov spätne pozrel Matthew Killingsworth z Pennsylvánskej univerzity, a tento výskumník priamu úmeru v dátach znovu našiel – a to aj nad hranicou 75-tisíc dolárov ročne. Kahneman sa tak s Killingsworthom nedávno nakoniec spojil, aby týmto rôznym interpretáciám tých istých dát prišli na kĺb. Spolu potom publikovali výskumný článok, v ktorom zistili, že ak ľudí rozdelíme do piatich skupín podľa ich výšky reportovaného šťastia, vyšší príjem nad zhruba 60-tisíc dolárov šťastie nezvyšuje len v tej najpesimistickejšej (najmenej šťastnej) skupine obyvateľstva (Graf 4 vľavo).

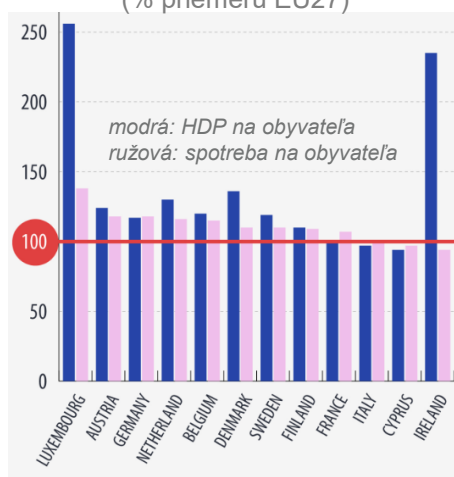
## Čo meria HDP - a čo nie

Akýsi ekvivalent peňazí na makroekonomickej úrovni je HDP, teda hrubý domáci produkt, azda najčastejšie používaný indikátor životnej úrovne, aj keď na tento účel vytvorený nebol. HDP meria a odhaduje trhovú hodnotu všetkých vyprodukovaných tovarov a služieb v ekonomike, ktoré sú vyrobené a za peniaze nakúpené za určité časové obdobie, alebo sú ekvivalentom takéhoto nákupu (napríklad tzv. imputované nájomné vlastníkov nehnuteľností či produkcia potravín vo vlastnej záhrade). Teda vlastne sumu všetkých príjmov či výdavkov (každý výdavok je totiž aj niekoho príjem). Aj keď podobný koncept merania produkcie v histórii zavádzali už kráľi, ktorí potrebovali financovať vojny, samotný hrubý domáci produkt je relatívne nový konštrukt. Začal ho vyvíjať až americký ekonóm a štatistik Simon Kuznets v tridsiatych rokoch minulého storočia po Veľkej hospodárskej kríze. Spojené štáty datujú svoj prvý kompletný „národný účet“ až do roku 1942. V Británii zasa celým novým odvetvím makroekonómie koncept HDP uviedol do praxe ekonóm John M. Keynes.

Ani samotní tvorcovia HDP sa však nezhodovali v tom, čo doň započítavať a čo nie. S. Kuznets doň napríklad nechcel počítať žiadne nelegálne aktivity, napríklad prostitúciu, ale ani rôzne spoločensky škodlivé odvetvia, za ktoré považoval reklamu, finančné špekulácie a hazard. Navrhoval dokonca do HDP nezapočítavať ani väčšinu vládnych výdavkov, napríklad na obranu. Preto, lebo tieto výdavky v istom zmysle pre ekonomiku predstavujú skôr náklady ako nejaký konečný úžitok. Tento prístup sa ale neujal. HDP v dnešnej metodike totiž „má rád“ (započítava) aj znečistenie, dopravné zápchy, kriminalitu, hurikány, prácu nadčas, no „nemá rád“ (zväčša nezapočítava) domáce práce, dobrovoľníctvo, kojenie a výchovu detí či šetrenie životného prostredia. Navyše, vládnú spotrebu započítava rovnako podľa minútých eur, či už je to investícia do vzdelania detí alebo napríklad peniaze na predražený CT prístroj. Ak štát na nákupe zdravotníckej techniky naopak ušetrí, HDP z tohto titulu paradoxne klesne.

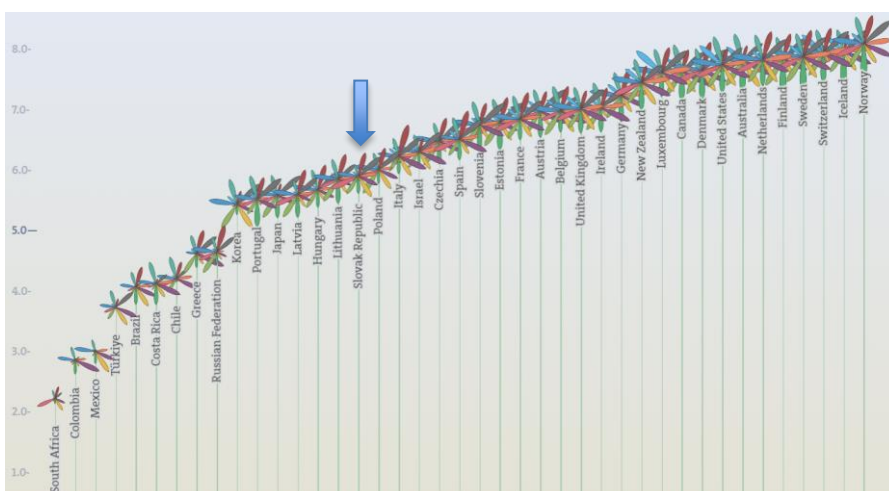
Aj preto môžu byť lepšími indikátormi životnej úrovne komplexnejšie indexy, alebo len obyčajná výška osobnej spotreby. Tá napríklad celkom dobre dokáže odlíšiť daňové raje, ktoré účtovne vykazujú síce vysoký HDP, ale v reálnej životnej úrovni miestnych obyvateľov to až tak nevidieť (Luxembursko, Írsko na Grafe 5 nižšie). Indikátory, ktoré k príjmom v ekonomike pridávajú aj iné hodnotné dimenzie, ako napríklad zdravie, bezpečnosť a podobne, zahŕňajú index ľudského rozvoja OSN ([HDI](#)), index lepšieho života z dielne [OECD](#) (Graf 6) či index prosperity inštitútu [Legatum](#). V nich sa Slovensko zväčša nachádza na podobnej úrovni ako Poľsko a Maďarsko, ale pod Českom.

**Graf 5: HDP verzus spotreba**  
 (% priemeru EÚ27)



Zdroj: Eurostat

**Graf 6: Postavenie krajín OECD v indexe „lepšieho života“**



Zdroj: OECD

## My z hornej miliardy

Práve pohľad na metodiku HDP ako sumu všetkých príjmov možno lepšie celospoločensky ukazuje odkaz príslovia „šťastie si za peniaze nekúpiš“. Najmä, keď si uvedomíme nie len pozitívny, ale aj negatívny vplyv hospodárskej činnosti na životné prostredie a planétu ako celok, či na budúce generácie. Možno by preto bolo vhodné nesledovať len „výsledovku“ ekonomiky, ale podobne ako vo firmách - aj jej súvahu: teda vývoj celkového množstva kapitálu, vrátane neobnoviteľných zdrojov či stabilnej klímy. A hlavne, učiť sa, na čom v živote naozaj záleží: okrem príjmov je to spomínané zdravie, medziľudské vzťahy, pocit zmysluplnosti v práci a jej súlad s dostatkom voľného času a času stráveného s rodinou a blízkymi. Napokon, bežný obyvateľ Slovenska si podľa medzinárodných štatistík užíva reálne príjmy, ktoré ho či ju zaraďujú v celosvetovom rebríčku 8,1 miliardy ľudí žijúcich na tejto planéte celkom vysoko. Teda stále niekde okolo hranice hornej miliardy.

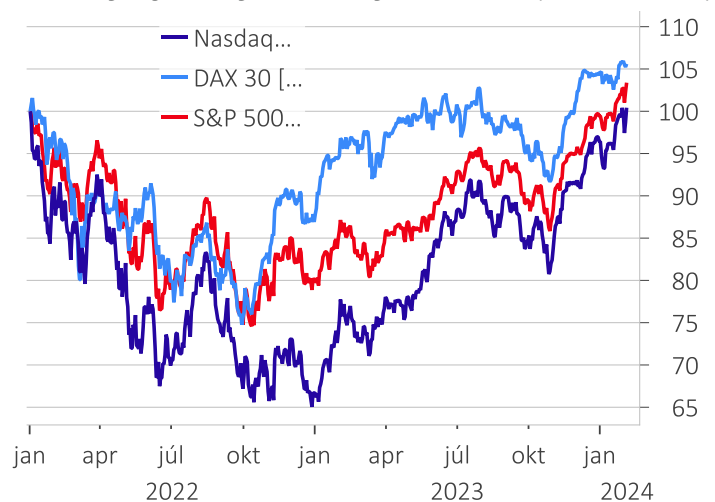
# Ďalšie správy ostatného mesiaca

## S&P 500 po viac ako dvoch rokoch dosiahol nové historické maximá

Americké akciové trhy napriek prvotnému poklesu v prvých dňoch nového roka január zväčša uzavreli v pluse. To umožnilo širokému indexu S&P 500 po viac ako dvoch rokoch prekonať svoje doterajšie historické maximum zo začiatku januára 2022 (Graf 8 nižšie) a poklesy vyplývajúce zo zvyšovania úrokov (plus diskontných sadzieb) a spomalenia ekonomiky tak dokázal odsunúť do minulosti. Zatiaľ aspoň v bežných cenách, v ktorých sú akciové indexy kótované, keďže spotrebiteľské ceny za ten čas ďalej svižne rástli. Americkým akciám v januári pomohli aj silné makroekonomické dáta, keď sa miestny HDP v 4. štvrtroku zvýšil viac, ako trhy čakali (anualizovaný rast 3,3%). Optimizmus zosobňujú aj očakávania skoršieho znižovania úrokových sadzieb centrálnymi bankami.

Historické maximá už skôr, koncom decembra, dosiahli aj Nasdaq 100 (technologický index), ako aj Dow Jones 30 (priemyselný index), ale napríklad aj nemecký DAX 40. Viacero ekonómov však upozorňuje, že finančné trhy blízku budúcnosť môžu vidieť až príliš ružovo. Výsledková sezóna firiem za 4. štvrtrok sa ešte neskončila, no najmä očakávania skorého a rýchleho znižovania úrokových sadzieb Fedom či ECB sa môžu ukázať ako prehnané. Kým trh má aktuálne nacenené prvé zníženie Fedu v marci a do konca rokov až -152 bazických bodov, a ECB v apríli a do konca roka až -148 bodov (1,5 percentuálneho bodu), my sme skeptickejší. Prvé zníženie v eurozóne očakávame až v júni a do konca rokov len o 50-75 bodov, v USA až v septembri a do konca roka zníženie kľúčovej sadzby len 50 bodov. To by finančné podmienky držalo utiahnutejšie, ako sú očakávania trhov.

Graf 7: Vývoj hlavných akciových indexov (3.1.2022=100)

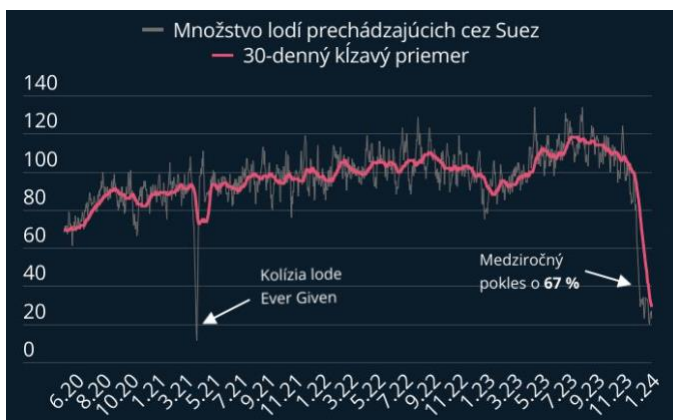


Zdroj: Macrobond

## Konflikt na Strednom Východe blokuje Suezský prielav

Izraelská vojna proti teroristom z Hamasu sa v januári šírila prostredníctvom sporadických raketových útokov a protiútokov do viacerých krajín Blízkeho a Stredného východu. Ekonomicky najdôležitejším boli útoky jemenských Husíov podporovaných Iránom proti Izraelu, ale aj voči lodiam vezúcich tovary z Ázie do Európy cez Červené more a Suezský prielav, či naopak. Kvôli tomuto nebezpečenstvu sa počet lodí prechádzajúcich prielavom medziročne znížil z maxima až o zhruba tri štvrtiny. Keďže nebezpečenstvo trvá už dlhšie, jeho dopad na dodávateľské reťazce a nakoniec aj na infláciu môže byť horší ako samotné zablokovanie kanálu loďou Ever Given v marci 2021. Tento incident pred tromi rokmi totiž trval „len“ 6 dní. Keďže väčšina lodí musí aktuálne voliť oveľa dlhšiu trasu okolo juhoafrického Mysu dobrej nádeje, preprava z a do Ázie sa výrazne predražuje. Doprava štandardného kontajnera zo starého kontinentu do Ázie zdražela takmer štvornásobne, avšak cestou naopak to bolo zatiaľ menej než trojnásobne.

Graf 8: Vojna združuje prepravu z Ázie



Zdroj: IFP, Bloomberg

Voči maximám z rokov 2021-22 sú tieto prepravné ceny našťastie stále pomerne vzdialené, no ak bude táto situácia pretrvávať dlhšie, môže to spôsobovať dodatočné inflačné tlaky pre spotrebiteľské ceny, najmä v Európe. Okrem strany zvýšených nákladov môže inflačný tlak prichádzať aj prostredníctvom predĺžených dôb dodávok do výroby a vynútených odstávok výroby, s ktorými sme mali skúsenosti už v minulosti. Spotové ceny ropy, ktorá sa do Európy zo Stredného Východu dováža práve cez Suezský prielav, zatiaľ vzrástli len čiastočne. Európsky typ Brent zdražel na 83 dolárov za barel, americká WTI nad 78 dolárov, čo sú stále nižšie hodnoty ako v septembri, či v októbri, kedy blízkovýchodný konflikt začal.

## Makroekonomické indikátory a prognózy

		2021	2022	1Q23	2Q23	3Q23	X.23	XI.23	XII.23	2023F	2024F
<b>GDP</b>											
Real GDP	y/y % growth	4,8	1,8	0,5	1,5	1,1	-	-	-	1,2	1,1
Nominal GDP	y/y % growth	7,3	9,4	12,4	11,3	11,1	-	-	-	10,8	4,5
Household consumption	y/y % growth	2,7	5,7	-2,1	-3,6	-1,8	-	-	-	-1,7	1,2
Public consumption	y/y % growth	4,2	-4,2	-5,8	-2,2	2,9	-	-	-	-1,6	1,0
Gross Fixed Capital Formation	y/y % growth	3,5	4,5	5,7	12,4	2,8	-	-	-	5,9	0,0
Exports	y/y % growth	10,5	3,0	-3,7	-0,8	0,1	-	-	-	-0,5	3,0
Imports	y/y % growth	11,7	4,2	-12,3	-8,0	-0,4	-	-	-	-6,2	8,2
<b>Inflation</b>											
CPI	y/y % growth	3,2	12,8	15,1	12,2	8,9	7,1	6,2	5,9	10,5	2,6
CPI	y/y % December	5,8	15,4	-	-	-	-	-	-	5,9	2,5
HICP	y/y % growth	2,8	12,1	15,1	12,6	9,6	7,8	6,9	6,6	11,1	2,9
Core CPI	y/y % growth	3,6	12,5	16,4	13,1	9,7	7,6	6,6	6,2	11,5	2,9
PPI	y/y % growth	5,5	43,2	29,7	15,2	5,8	-2,3	7,5	9,6	13,9	-7,3
<b>External balances</b>											
Foreign trade balance - cumul.	EUR mio	1876	-4308	648	2373	3672	4145	4433	-	3 600	2 124
12M Trade balance / GDP	%	1,9	-4,1	-2,4	-0,3	1,4	1,6	2,6	-	3,0	1,7
Exports	y/y % growth	16,6	16,1	12,5	7,4	1,8	4,4	-3,2	-	5,5	0,6
Imports	y/y % growth	19,4	23,8	5,3	-1,4	-6,0	1,3	-14,3	-	-2,3	2,1
<b>Labor market</b>											
Unemployment rate	average	7,5	6,3	5,7	5,2	5,2	5,1	5,0	5,1	5,3	5,3
Unemployment (LFS)	average	6,8	6,1	6,2	5,7	5,9	-	-	-	5,9	6,2
Gross monthly wages	EUR average	1211	1304	1327	1419	1403	-	-	-	1 426	1 533
Nominal monthly wages	y/y % growth	6,9	7,7	9,5	9,9	8,3	-	-	-	9,4	7,5
Real monthly wages	y/y % growth	3,6	-4,5	-4,9	-2,0	-0,6	-	-	-	-1,1	4,8
<b>Production, sales &amp; sentiment</b>											
Industrial output	y/y % average	10,3	-3,6	-3,6	0,5	-0,2	4,3	-1,9	-	-1,0	2,3
Construction output	y/y % average	-2,0	0,1	4,8	-1,7	4,3	5,0	6,9	-	2,2	4,0
Retail sales	y/y % average	1,4	4,3	-2,8	-7,9	-4,0	-0,2	-1,5	-	-4,7	2,1
Economic sentiment indicator	eop	95,3	91,3	88,7	87,9	91,5	91,4	93,4	94,2	-	-
<b>Interest rates</b>											
ECB refi rate	eop	0,00	2,50	3,50	4,00	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	3,75
3M EURIBOR	eop	-0,57	2,13	3,04	3,58	3,95	3,97	3,96	3,91	3,91	3,40
1Y EURIBOR	eop	-0,50	3,29	3,62	4,13	4,23	4,05	3,93	3,51	3,51	3,21
10Y SK bond yield	eop	0,14	3,70	3,56	3,61	4,06	4,04	3,65	3,18	3,18	3,20
10Y DE bond yield	eop	-0,18	2,57	2,29	2,39	2,84	2,81	2,45	2,02	2,02	2,00
<b>Exchange rates</b>											
EUR /USD	eop	1,13	1,07	1,08	1,09	1,06	1,06	1,09	1,10	1,08	1,12
<b>Fiscal policy</b>											
Public finance balance, 12 M	% GDP	-5,2	-2,0	-2,6	-3,4	-4,7	-	-	-	-5,9	-6,2
Public debt	% GDP	61,1	57,8	58,0	59,6	58,6	-	-	-	56,7	59,3

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

Tento materiál je pripravovaný Oddelením ekonomického prieskumu VÚB banky

**Hlavný ekonóm**

Zdenko Štefanides +421 904 755 017 zstefanides@vub.sk

**Senior ekonóm**

Andrej Arady +421 904 750 170 aarady@vub.sk

**Makroekonóm**

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

**Predaj**

Lukáš Žitný +421 2 5055 9650

Martin Lenko +421 2 5055 9595

Andrej Oroľín +421 2 5055 9610

Róbert Jaselský +421 2 5055 9630

Adriana Pristach Somorovská +421 904 756 676

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 solícitácia na predaj alebo kúpu ktoréhokoľvek finančného produktu. Tento dokument môže byť reprodukován alebo publikovaný len s menom VÚB banka. 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.