



ekonomický týždenník

39. týždeň 2011

- **Zaujalo nás: Prečo nemôže mať Slovensko škandinávске verejné služby?**
- **Čo nové vo svete: Eurom na Slovensku platíme už viac ako 1 000 dní**
- **Euro stále nestačí s dychom**
- **ECB zasadne posledný raz pod Trichetovým vedením**
- **Ropa Brent je o desať dolárov lacnejšia než na začiatku júla**
- **Septembrová nálada v ekonomike najhoršia za posledných 16 mesiacov**
- **Ceny priemyselných výrobcov v auguste medziročne vzrástli o 2,0 %**
- **Harmonizovaná miera nezamestnanosti na Slovensku počas augusta vzrástla na 13,4 %**
- **Kalendár udalostí 40. týždňa**
- **Predikcie podľa PABK**

Tento dokument slúži ako doplnkový informačný materiál pre klientov Poštovej banky, a.s. [ďalej ako „PABK“]. Informácie a názory v ňom uvedené boli získané zo zdrojov, ktoré boli považované za spoľahlivé, avšak PABK neposkytuje žiadnu záruku za ich úplnosť a správnosť. Taktiež tento dokument nie je ponukou alebo propagáciou nákupu alebo predaja ktoréhokoľvek finančného produktu. Tento dokument môže byť reprodukováný alebo publikovaný len s menom PABK.

Poštová banka, a.s., Divízia treasury, Dvořákovo nábrežie 4, 811 02 Bratislava, [analzy@pabk.sk](mailto:analzy@pabk.sk)

## Zaujalo nás: Prečo nemôže mať Slovensko škandinávské verejné služby?

Škandinávské verejné služby, nové a kvalitné cesty naprieč celým Slovenskom, vyššie platy pre učiteľov a lekárov... Toto všetko a mnohé iné, no najlepšie čo najskôr a pri čo najnižšom daňovom a odvodovom zaťažení. Komu by sa takáto lákavá predstava nepáčila! Môže si to ale Slovensko dovoliť?

Stavu verejných financií u nás, ale aj v ostatných ekonomikách EÚ sme sa venovali už niekoľkokrát. **Osempercentné deficity počas posledných dvoch rokov prehlibili vlni verejný dlh Slovenska na takmer 27 mld. EUR, t. j. na 41 % HDP. Na jedného Slováka tak štát dlžil cca 5 tis. EUR, no z celkového dlhu únie sme si ukrojili iba tri desatiny percenta.** Toto všetko nás tak v konečnom dôsledku radí skôr medzi tie menej zadlžené ekonomiky únie.

Stav výdavkov a príjmov verejných financií za rok 2010

Krajina	Príjmy % HDP	Výdavky % HDP
Dánsko	55,3	58,2
Švédsko	52,7	53,0
Fínsko	52,3	55,1
Francúzsko	49,2	56,2
Belgicko	48,9	53,1
Rakúsko	48,3	53,0
Taliansko	46,0	50,5
Holandsko	45,9	51,2
Maďarsko	44,6	48,9
<b>eurozóna</b>	<b>44,4</b>	<b>50,4</b>
<b>EÚ</b>	<b>44,0</b>	<b>50,3</b>
Slovensko	43,4	49,0
Nemecko	43,3	46,6
Portugalsko	41,5	50,7
Cyprus	41,3	46,6
V. Británia	40,6	50,9
ČR	40,5	45,2
Estónsko	40,1	40,0
Luxembursko	39,5	41,2
Grécko	39,1	49,5
Malta	38,7	42,3
Poľsko	37,8	45,7
Španielsko	35,7	45,0
Lotyšsko	35,2	42,9
Írsko	34,6	67,0
Bulharsko	34,5	37,7
Rumunsko	34,3	40,8
Litva	34,2	41,3
<b>SR</b>	<b>33,1</b>	<b>41,0</b>

Zdroj: Eurostat

Deficit verejných financií je rozdiel medzi príjmami a výdavkami verejnej správy. A práve ich objemy či štruktúra sa v jednotlivých ekonomikách líšia. **Slovensko vlni naplnilo štátnu kasu najmenej spomedzi všetkých členov únie** a naše príjmy dosiahli najnižší iba 33,1 % – ný podiel na HDP. **Trojku krajín s najvyššími príjmami tvoria naopak už v úvode načrtnutí Škandinávci.** Verejné príjmy Dánov predstavovali vlni z vyprodukovaného HDP vyše 55 %, v prípade Švédov a Fínov išlo o podiel vyšší ako 52 % HDP. Priemer únie či eurozóny sa pohyboval vlni okolo 44 % HDP.

Príjmy štátov pochádzajú predovšetkým z daní a odvodov. V únii aj v eurozóne sa spoločne podieľajú na celkových príjmoch podielom vyšším ako 90 %. **U drvivej väčšiny členských štátov vlni pochádzala viac ako polovica príjmov z daní. Inak tomu bolo už iba v Česku [46 %], na Slovensku [47 %] a v Litve [48,5 %].** Absolútnym daňovým rekordérom sú Dáni. Z ich príjmov tvorili dane až takmer 85 %. Na druhej strane dánske odvody sú minimálne a na celkových príjmoch sa podieľajú iba 3,5 % – ami. Dane spolu s odvodmi sa tak u Dánov, ale aj u ostatných Severanov, nevymykajú z priemeru a dokonca mierne podliezajú už spomínanú „európsku“ hranicu 90 %.

Od toho, ako štát dokáže svoju kasu naplniť, závisia aj jeho výdavky. **Je preto logické, že pri najnižších príjmoch spomedzi krajín Európskej únie nemôžeme mať privysoké ani výdavky.** Nemáme ich ale ani úplne najnižšie. Vlni sme skončili so štvrtým najnižším 41 % – ným podielom výdavkov na HDP hneď po Bulharsku, Estónsku a Rumunsku. **Najhlbšie do vrecka muselo siahnúť, aj kvôli problémom bankového sektora, Írsko.** Jeho vláda minula vlni totiž až 67 % z toho, čo dokázal keltský tiger vyprodukovať. Vysoké výdavky voči HDP zaznamenali aj Dáni, Francúzi a Fini. Výdavky eurozóny a únie prevýšili v priemere 50 % HDP.

Najväčšou nákladovou položkou sú spravidla sociálne transfery, na ktoré únia v priemere počas vlaňajšieho roka naserovala až 43,2 % všetkých svojich výdavkov. V poradí druhou najnákladnejšou položkou sú kompenzácie zamestnancov, na ktoré únia vlni minula zo svojich celkových nákladov takmer 22 %. Hrubá štruktúra výdavkov Slovenska sa pritom až nápadne podobá na tú európsku.

Podľa rozpočtových plánov vlády by mal v nasledujúcich rokoch podiel výdavkov na HDP na Slovensku nepretržite klesať. Počas posledného naplánovaného roku 2014 by výdavky verejnej správy nemali byť vyššie ako 34 % HDP, čo ešte viac upevní našu pozíciu medzi krajinami s najnižšími výdavkami. Klesajúci trend je ale vládou očakávaný aj na príjmovej strane a v roku 2014 by sa mala štátna kasa zaplniť objemom podieľajúcim sa na HDP už iba 31 % – ami. **O post krajiny s najnižšími príjmami, ale i výdavkami by sme tak v najbližších rokoch prísť nemali.**

Čo by teda mohlo zabezpečiť vyššie rozpočtové príjmy a zároveň lepšie služby verejnej správy a najlepšie bez zvyšovania daňového a odvodového zaťaženia? Pomôcť by mohlo určite transparentnejšie verejné obstarávanie či zabraňovanie nespočetným daňovým únikom. Za kľúčové ale považujeme vytváranie podmienok pre existenciu kvalitného a konkurencieschopného podnikateľského prostredia. Iba firmy fungujúce v zdravom prostredí dokážu dlhodobo vytvárať zisky a hlavne pracovné miesta, čo je základným predpokladom pre spravodlivé napĺňanie štátnej kasy.

## Čo nové vo svete: Eurom na Slovensku platíme už viac ako 1 000 dní

**SR:** Národná banka Slovenska [NBS] revidovala vzhľadom na obavy vyplývajúce zo spomalenia globálnej ekonomiky svoj tohtoročný odhad rastu HDP SR na 3,4 %. Vo svojej pôvodnej prognóze pritom NBS počítala s tohtoročným rastom našej ekonomiky o 3,6 %. NBS zároveň znížila svoj odhad aj pre budúročný hospodársky rast Slovenska z 4,7 % na 3,8 %. Za predpokladaným spomalením rastu slovenského hospodárstva podľa NBS stojí predovšetkým nižší zahraničný dopyt a pokračujúca stagnácia domáceho dopytu. Vplyv na spomalenie rastu bude mať podľa NBS aj konsolidácia verejných financií. Aktuálna predikcia našej centrálnej banky je postavená na scenári, podľa ktorého by malo dôjsť k postupnému zastabilizovaniu finančných trhov. Ak sa tak neudeje, naša ekonomika by mohla spomaliť ešte výraznejšie.

Podnikateľská aliancia Slovenska [PAS] uskutočnila k 1000 – dňovému „jubileu“ používania eura na Slovensku prieskum medzi slovenskými podnikateľmi, z ktorého vyplynulo, že zavedenie eura bolo podľa 81 % z nich správnym krokom. Takmer polovica oslovených podnikateľov tiež uviedla, že zavedenie eura vytvorilo v ich spoločnosti potenciál pre rast zahraničného obchodu. Zároveň dve tretiny respondentov uviedli, že euro má perspektívu na dlhodobú existenciu a to aj napriek súčasným turbulenciám na finančných trhoch.

Horúcou témou na Slovensku bolo aj minulý týždeň plánované posilnenie právomocí Európskeho fondu finančnej stability [EFSF], teda eurovalu. Po tom, ako minulý týždeň rozšírenému eurovalu prikývli už aj v Estónsku, Slovinsku, Fínsku, Nemecku, Rakúsku a na Cypre, sú na rade už len Malta, Holandsko a Slovensko. Práve nad Slovenskom pritom visí najväčší otáznik.

**EUROZÓNA:** Európski predstavitelia údajne zvažujú založenie fondu pre zvláštne účely [SPV], ktorý by mal právomoc emitovať vlastné dlhopisy a skupovať dlhopisy členských krajín eurozóny. Dlhopisy emitované SPV by mali zároveň slúžiť ako kolaterál pre Európsku centrálnu banku [ECB]. Založenie fondu by malo byť v kompetencii Európskej investičnej banky [EIB], ktorá ale zverejnené informácie nepotvrdila.

**POLSKO:** Poľský minister financií Rostowski uviedol, že plánovaný rozpočet Poľska nebude ohrozený, ani ak by hospodársky rast krajiny spomalil na v budúcom roku 3,0 %. Minister tiež vyhlásil, že výška štátneho dlhu neprekročí zákonom stanovenú maximálnu povolenú hranicu 55,0 % HDP. Ku koncu roka 2011 by mal pritom štátny dlh Poľska dosiahnuť podľa odhadov 53,8 % HDP, čo je mierne viac, než sa pôvodne očakávalo.

**GRÉCKO:** Participácia súkromných veriteľov na výmene gréckych dlhopisov dosiahla podľa gréckych médií požadovanú úroveň 90 %. Podľa skorších odhadov sa pritom očakávala iba 75 % – ná účasť súkromných investorov. Predstavitelia gréckej vlády vo výzve na výmenu dlhopisov uviedli, že výmena sa neuskutoční, ak záujem investorov požadovanú úroveň nedosiahne.

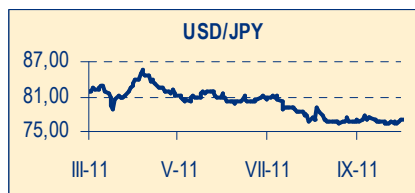
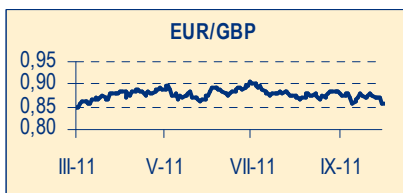
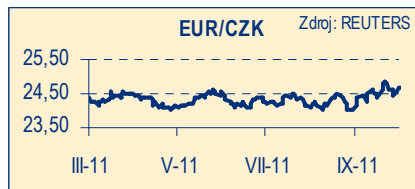
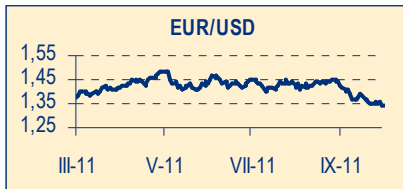
Hoci sa čoraz častejšie objavujú úvahy o možnom riadenom bankrote Grécka, najvyšší politickí predstavitelia eurozóny túto možnosť vytrvalo odmietajú. Nemecká kancelárka Merkelová sa na adresu krajiny Peloponézskeho polostrova vyjadrila, že zastáva rovnaký názor ako Medzinárodný menový fond [IMF], podľa ktorého je grécky dlh pri uplatnení dohody z 21. júla udržateľný. Merkelová tiež uviedla, že bankrot Grécka by spôsobil, že by už nikto nevložil svoje peniaze do Európy. Predseda Európskej komisie [EK] Barroso prisľúbil, že Grécko nenechá padnúť, nakoľko členovia eurozóny si prisľúbili vzájomnú podporu.

**USA:** Šéf americkej centrálnej banky [Fed] Bernanke je v prípade oslabenia inflačných očakávaní pripravený ešte viac uvoľniť menovú politiku a podporiť tak rast americkej ekonomiky. Napriek už uskutočneným opatreniam v monetárnej politike však zostáva hospodársky rast USA veľmi slabý, keď v druhom kvartáli tohto roka americká ekonomika vzrástla medziročne len o 1,3 %.

**ŠVAJČIARSKO:** Rast švajčiarskeho HDP sa podľa ekonomického inštitútu KOF v budúcom roku spomalí na 1,5 %. Dôvodom sú podľa KOF oslabenie hospodárstva USA, dlhová kríza v eurozóne a najmä silný švajčiarsky frank, ktorý je aj napriek intervencii švajčiarskej centrálnej banky [SNB] vysoko nadhodnotený.

**NEMECKO:** Nemecká vláda zníži v poslednom tohtoročnom kvartáli plánovanú emisiu cenných papierov o – 15 mld. EUR. Dôvodom nižšej potreby cudzieho kapitálu je podľa nemeckej dlhovej agentúry priaznivý vývoj federálneho rozpočtu, keď daňové príjmy Nemecka za prvých osem mesiacov roku 2011 medziročne vzrástli o 8,8 %.

## Euro stále nestačí s dychom



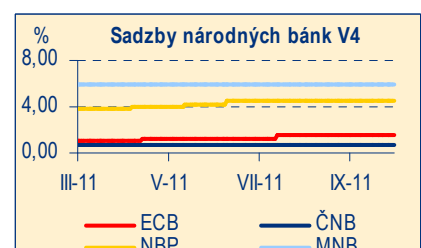
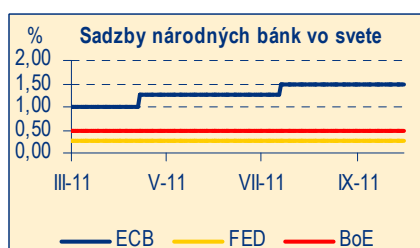
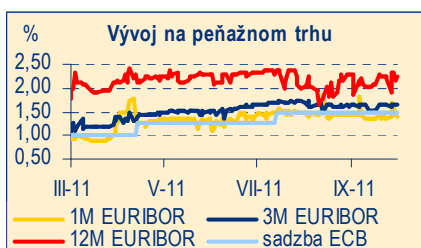
Uplynulý týždeň sa pre spoločnú menu eurozóny nezačal najlepšie a ako sa neskôr ukázalo, ani jeho záver eura veľa dôvodov na radosť nepriniesol. V pondelok sa euro ocitlo na 8 – mesačnom minime voči doláru [na úrovni 1,3360 EUR/USD] a voči japonskému jenu kleslo dokonca na 10 – ročné dno 101,95 EUR/JPY. Počas utorkového obchodovania si euro vďaka rizikovému apetítu investorov polepšilo na úroveň 1,3670 EUR/USD a prevažne na tejto úrovni sa obchodovalo i v stredu. Nočný

výpredaj na amerických akciových trhoch mal však za následok aj výpredaj ďalších rizikovejších aktív vrátane komodít a eura, čo sa podpísalo pod pokles kurzu spoločnej meny eurozóny na úroveň 1,3520 EUR/USD. Zníženie ratingu Nového Zélandu, ktorý sa pokladá za jeden z najbezpečnejších prístavov, prinieslo v závere týždňa ďalšie výpredaje eura. Mena 17 – členného bloku sa tak v piatok obchodovala na úrovni 1,3390 EUR/USD. Za tretí kvartál tohto roka si tak euro voči doláru odpísalo takmer – 8 %.

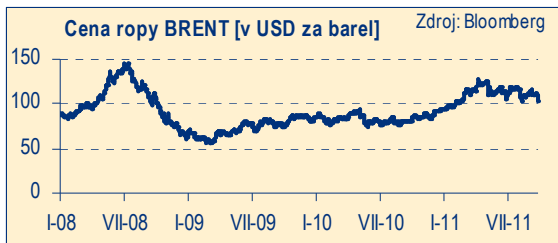
Oslabovanie eura so sebou prinieslo i slabšie kurzy regionálnych mien. Maďarský forint si minulý týždeň pohoršil z pondelkovej úrovne 290,67 EUR/HUF na piatkových 292,50 EUR/HUF, pod čo sa podpísalo i rozhodnutie EK, že maďarská špeciálna daň pre telekomunikačné spoločnosti je protizákonná. Nedarilo sa ani poľskému zlotému, ktorý sa v pondelok obchodoval na úrovni 4,4060 EUR/PLN a počas štvrtkového obchodovania oslabil až na 4,4500 EUR/PLN. Nebyť intervencie poľskej centrálnej banky, zlotý by týždeň uzavrel ešte nižšie než na piatkových 4,4130 EUR/PLN. Česká koruna, ktorej sa čoraz častejšie pripisuje potenciál švajčiarskeho franku strednej Európy, teda status akéhosi bezpečného prístavu, nasledovala minulý týždeň zvyšné meny regiónu a v piatok tak skončila slabšia [na úrovni 24,697 EUR/CZK] než v pondelok [24,546 EUR/CZK].

## ECB zasadne posledný raz pod Trichetovým vedením

Zatiaľ čo minulý týždeň sa neuskutočnilo zasadnutie žiadnej z nami sledovaných centrálnych bánk, v priebehu 40. týždňa z nich zasadnú hneď tri. V stredu 5. októbra 2011 rozhodnú o nastavení základnej úrokovej sadzby centrálni bankári v Poľsku [NBP], od ktorých sa očakáva ponechanie sadzieb na úrovni 4,50 %. V poľskej ekonomike sa síce prejavujú náznaky možného spomalenia rastu, avšak pretrvávajúce vysoké tempá inflácie prípadné uvoľnenie menovej politiky neumožňujú. Vo štvrtok 6. októbra 2011 zasadnú ďalšie dve centrálny banky so sídlom v Európe a to britská BoE a európska ECB. V prípade BoE sa očakáva potvrdenie sadzieb na súčasnej úrovni 0,50 %, avšak čoraz viac sa do popredia dostávajú špekulácie o prípadnom kvantitatívnom uvoľňovaní s cieľom podporiť hospodársky rast stagnujúcej Británie. Najväčšia pozornosť investorov sa bude ale zrejme sústreďovať na zasadnutie ECB, ktoré bude naposledy viesť odchádzajúci guvernér Trichet. Trh v otázke nastavenia sadzieb nie je jednotný, no my vzhľadom na septembrové zrýchlenie inflácie [ktorá podľa odhadu Eurostat – u dosiahla v eurozóne 3,0 %] a spomínaný odchod Tricheta očakávame, že ECB sadzby podrží na súčasnej úrovni 1,50 %.



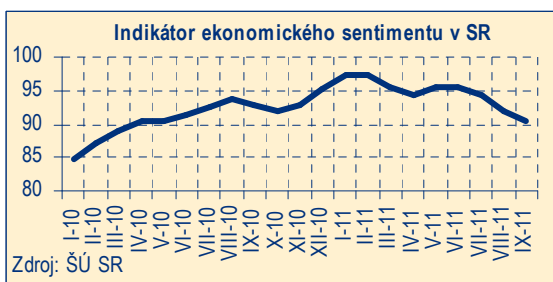
## Ropa Brent je o desať dolárov lacnejšia než na začiatku júla



Cena ropy Brent v pondelok klesla na 102,68 USD za barel v dôsledku výpredaja na komoditných trhoch vzhľadom na stupňujúce sa obavy investorov zo spomalenia rastu globálnej ekonomiky. V utorok ale cena britskej ropy prudko vzrástla, pod čo sa podpísal jednak slabší dolár, ale najmä chvíľkový optimizmus, ktorý na trhu zavládol. Rast na akciových trhoch tak dopomohol rope Brent k rastu na úroveň 107,14 USD za barel. V stredu i vo štvrtok sa ropa Brent obchodovala tesne pod hladinou 104 USD za barel, no príval

negatívnych správ ju v piatok poslal opäť na úrovne z pondelka. Obchodovanie tak „čierne zlato“ ťažené v Severnom mori uzavrelo na úrovni 102,76 USD za barel. Za celý tretí kvartál roku 2011 si ropa Brent odpísala zo svojej ceny takmer desať dolárov.

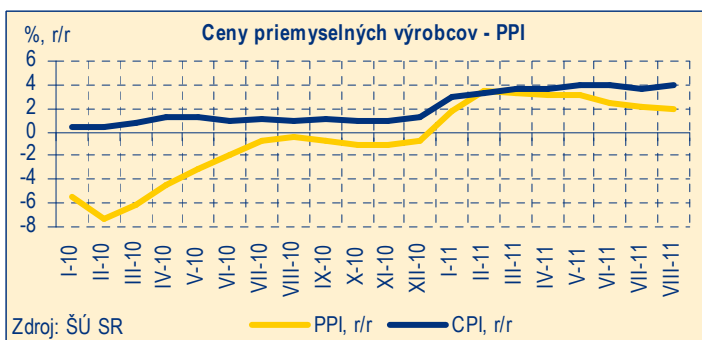
## Septembrová nálada v ekonomike najhoršia za posledných 16 mesiacov



Nálada v ekonomike je opäť o niečo horšia. V septembri indikátor ekonomického sentimentu dosiahol najnižšiu úroveň za posledných 16 mesiacov. Oproti predchádzajúcemu mesiacu prišlo k poklesu o – 1,3 p. b. na 90,5 bodu. Medziročne bola úroveň indikátora nižšia o – 2,2 p. b. a za dlhodobým priemerom dokonca zaostal až o – 7,4 p. b. Septembrový pesimizmus bol ovplyvnený horšou náladou v priemysle, službách a u spotrebiteľov. Mierny nárast dôvery zaznamenalo stavebníctvo a obchod.

Prehľbujúci sa pesimizmus je podľa nás dôsledkom neistého ekonomického vývoja vo svete a následne aj u nás. Horšiu náladu v ekonomike, resp. pomerne prudké poklesy indikátora ekonomického sentimentu eviduje aj eurozóna či EÚ.

## Ceny priemyselných výrobcov v auguste medziročne vzrástli o 2,0 %

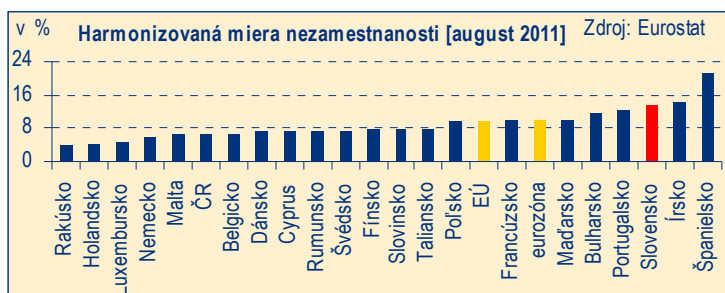


Naši priemyselní výrobcovia predávali svoje produkty v auguste prvým odberateľom o dve percentá drahšie ako pred rokom. Vyplynulo to z údajov inflácie PPI, ktoré počas uplynulého týždňa zverejnil ŠÚ SR.

Najvýraznejší nárast cien bol zaznamenaný u výrobcov koxu a rafinovaných ropných produktov [až o 28,4 %]. O vyše desatinu drahšie predávali svoje výrobky prvým odberateľom aj chemici a farmaceuti. Naopak, najvýraznejší pokles a to o – 4,0 % vykázal na cenách svojich výrobkov automobilový priemysel.

## Harmonizovaná miera nezamestnanosti na Slovensku počas augusta vzrástla na 13,4 %

Eurostat počas uplynulého týždňa zverejnil údaje o augustovej harmonizovanej nezamestnanosti za väčšinu krajín EÚ. Kým eurozóna [10,0 %] aj únii [9,5 %] sa podarilo udržať úroveň z predchádzajúcich troch mesiacov, tak o Slovensku to už neplatí. Po piatich mesiacoch s nezamestnanosťou na úrovni 13,3 % prišlo v auguste k pohoršeniu na 13,4 %. Neboli sme ale jediní, spomedzi 22 zverejnených krajín pohoršenie zaznamenalo dovedna 8 ekonomík. Úroveň spred mesiaca si udržalo 9 krajín, nižšej nezamestnanosti ako pred mesiacom sa tešilo iba 5 krajín únie.



Najväčší boj s nezamestnanosťou pretrváva aj naďalej v Španielsku [21,2 %] a Írsku [14,6 %]. Z nezverejnených ekonomík sú na tom horšie ako my ešte aj Gréci, Lotyš a Litovčania. Najnižšej miere nezamestnanosti sa tešia v Rakúsku [3,7 %], Holandsku [4,4 %] a Luxembursku [4,9 %].

## Kalendár udalostí 40. týždňa

Indikátor	Obdobie	Odhad PABK	Odhad trhu
Kľúčová sadzba Národnej banky Poľska NBP [5. október 2011], v %	október 2011	4,50 [bez zmeny]	4,50
Maloobchodné tržby [5. október 2011] v %, r/r	august 2011	-	-
Kľúčová sadzba Európskej centrálnej banky ECB [6. október 2011], v %	október 2011	1,50 [bez zmeny]	1,50
Kľúčová sadzba Britskej centrálnej banky BoE [6. október 2011], v %	október 2011	0,50 [bez zmeny]	0,50
Priemyselná produkcia [7. október 2011] v %, r/r	august 2011	-	-
Stavebná produkcia [7. október 2011] v %, r/r	august 2011	-	-

## Predikcie podľa PABK

Indikátor	3 Q 2011	4 Q 2011	1 Q 2012	2011	2012
HDP [ %, r/r, stále ceny ] <sup>1) 3)</sup>	2,8	2,2	2,3	2,9	2,5
CPI [ %, r/r ] <sup>1) 4)</sup>	4,0	4,5	3,4	3,9	3,3
HICP [ %, r/r ] <sup>1) 4)</sup>	4,0	4,3	3,2	4,0	3,2
PPI [ %, r/r ] <sup>1) 4)</sup>	2,2	2,7	2,2	2,6	2,2
Index reálnej mzdy [ %, r/r ] <sup>1) 3)</sup>	-0,9	-1,4	1,9	-0,9	1,9
Evidovaná nezamestnanosť [ % ] <sup>1) 3)</sup>	13,13	13,08	13,20	13,06	12,49
Obchodná bilancia [saldo, v mil. EUR] <sup>5) 6)</sup>	417,5	70,0	-	1 309,9	-
EUR/USD <sup>2) 4)</sup>	1,38	1,36	1,36	1,36	1,35
Základná sadzba ECB <sup>2) 4)</sup>	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
1M EURIBOR [ %, p. a. ] <sup>2) 4)</sup>	1,45	1,45	1,45	1,45	1,45

1) priemer za kvartál

2) ku koncu kvartálu

3) priemer za rok

4) ku koncu roka

5) kumulatív za kvartál

6) kumulatív za rok

\* skutočnosť