

## obsah

### Kam sa uberali verejné financie v roku 2014?

1

Za uplynulé dva týždne zverejnili verejné inštitúcie Slovenska (MF SR a RRZ) a Eurostat viacero správ o stave verejných financií Slovenska a štátov EÚ28. Všetky správy sme si prečítali a na základe prezentovaných faktov Vám prinášame odpovede na základné otázky, ktoré by sme si položili pred ich čítaním. V skratke môžeme povedať, že deficit verejných financií Slovenska za rok 2014 mohol skončiť aj o niečo lepšie, keby vláda viac chcela. No podobne unavene pôsobili aj vlády v ďalších štátoch EÚ, ktoré sú na tom podstate horšie. Tie by mali byť vzorom v entuziazme a nasadení, no neboli.

Finančné trhy prestali nastavovať zrkadlo vládam, keďže program nákupu dlhopisov zo strany ECB výrazne znižuje výnosy štátnych dlhopisov. Výnosy tak adekvátne neodzrkadľujú rozdiely medzi rizikovosťou krajín, čo v minulosti viedlo k veľkým problémom. Tlak na vlády robiť reformy je slabý aj zo strany Európskej komisie, ktorá skôr prináša „vyššiu flexibilitu“ v interpretácii záväzkov podpísaných v čase, keď boli pod väčším tlakom trhov. Preto neočakávame žiadne zázračné zlepšenia vo verejných financiách v krajinách EÚ28 ani v tomto roku.

### ECB iba potvrdila svoje predošlé opatrenia

3

Tak ako sa vo všeobecnosti očakávalo, ECB potvrdila opatrenia prijaté v posledných mesiacoch a neprinesla po svojom poslednom zasadnutí nič nové. Špekulácie novinárov na tlačovej konferencii o ukončení programu nákupu dlhopisov ešte pred septembrom 2016 označil Draghi za predčasné, nákupy dlhopisov značne navýšila prebytok likvidity vo finančnom systéme. Jasný signál ECB udržať plánovaný objem nákupu dlhopisov by mal naďalej tlačiť ich výnosy nadol.

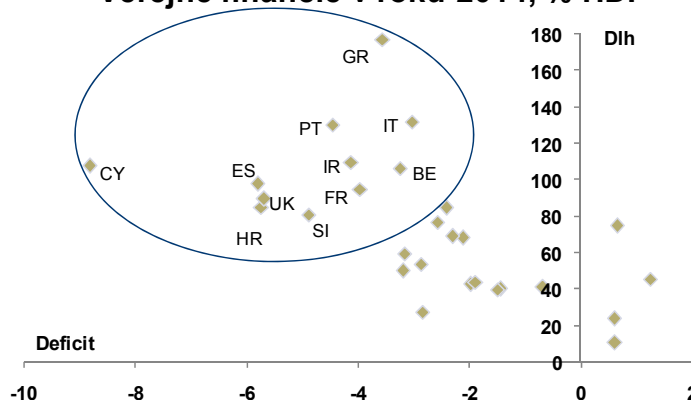
#### Kontakty:

robert\_prega@tatrabanka.sk, juraj\_valachy@tatrabanka.sk, boris\_fojtik@tatrabanka.sk

Stav verejných financií sa v krajinách EÚ zlepšil v roku 2014 len o málo.

Až 11 krajín má verejné financie v pomerne ťažkej situácii.

Verejné financie v roku 2014, % HDP



## Eurostat vystavil vládám vysvedčenie za rok 2014

### Ako dopadol rok 2014 z pohľadu verejných financií?

Rok 2014 z pohľadu celkového deficitu verejných financií podľa nás nedopadol dobre. Po úspešnom roku 2013, keď sa deficit skokovo znížil zo 4.2% HDP na úroveň 2.6% HDP, sa trend znižovania deficitu otočil späť a vzrástol na 2.9%. Vzrástol ako celkový deficit, tak aj tzv. štrukturálny deficit (štrukturálny deficit je analyticky pohľad na celkový deficit očistený o stav ekonomiky (cyklická zložka) a jednorazové opatrenia). Rozpočet na rok 2015 v podstate len počítá s vrátením stavu deficitu verejných financií do roku 2013, t.j. len korekciou toho zlého, čo sa udialo v roku 2014.

### Bilancia verejných financií SR, % HDP

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Saldo verejnej správy	-2.6	-2.9	-2.5	-1.9	-0.9	-0.5
Cyklická zložka	-1.1	-1.1	-1.0	-0.7	-0.4	0.0
Jednorazové efekty	0.0	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
Štrukturálne saldo	-1.5	-2.1	-1.6	-1.2	-0.5	-0.5
<b>Potreba dodatočných opatrení na dosiahnutie cieľa</b>						
v % HDP				-0.4*	0.6	0.9
v mil. eur				-305*	557	791

\* V rozpočte ostáva navyč 305 mil. eur  
Zdroj: Program Stability SR na roky 2015 – 2018

### Deficit sa zhoršil, dostaneme nejaký trest či sankciu z Bruselu?

Nie. Treba povedať, že zhoršenie deficitu verejných financií bolo v súlade s bohužiaľ stále sa uvoľňujúcimi pravidlami Európskej komisie (EK). Úroveň našej ekonomiky hodnotí EK ako výrazne pod svojim potenciálnym HDP (-2.6% produkčná medzera v roku 2014), produkčná medzera sa počas 2014-2015 neuzatvára a náš dlh je pod 60% HDP. V takomto prípade EK povoľuje nezlepšovať štrukturálny deficit a uplatniť si navyč tzv. investičnú výnimku. Tá je vyčíslená na 0,4% HDP v roku 2014 a vlastne umožňuje nezarátať do štrukturálneho deficitu výdavky na spolufinancovanie operačných programov EÚ. Slovensko však zhoršilo štrukturálny deficit o 0,6% HDP a nie len o 0,4% HDP ako mohlo. Odchýlka 0,2% HDP je v tolerancii +/- 0,5% HDP čo považuje EK ako nevýraznú odchýlku od požadovanej zmeny štrukturálneho deficitu.

Celkovo sme tak mohli zhoršiť deficit ešte viac ako sa udialo (o ďalších 0,3% HDP). Tlieskať vláde za to sa nám zdá nefér. Vieme si predstaviť nulovú zmenu štrukturálneho salda, inak povedané „dať si pauzu v konsolidácii“. No vyslovene zhoršiť deficit nad rámec investičnej výnimky a vsádzať na toleranciu pri jeho vyhodnocovaní sme nemuseli.

Hodnotenie EK o veľkosti produkčnej medzery ekonomiky Slovenska nezdieľame a skôr sa prikláňame k odhadu, ktorý urobil Inštitút Finančnej politiky patriaci pod MF SR alebo

odhad Rady pre rozpočtovú zodpovednosť (RRZ). Odhad IFP hovorí o produkčnej medzere okolo -1.3% HDP. V tomto prípade by sme už podľa pravidiel EK potrebovali znižovať štrukturálny deficit. Zároveň RRZ preto odhaduje štrukturálny deficit v roku 2014 na úrovni 3,0% HDP, čo je podstatne viac ako EK.

### Mohol rozpočet skončiť lepšie?

Áno. RRZ pri hodnotení vývoja verejných financií za rok 2014 identifikovala veľa pozitívnych a zároveň aj negatívnych prekvapení, s ktorými sa musel minister financií v uplynulom roku popasovať. Rada došla k záveru, že keby sa aspoň polovica pozitívnych prekvapení (ako napríklad lepšie daňové príjmy) premietla do zlepšenia salda, tak hodnotenie uplynulého roka mohlo byť omnoho lepšie.

### Plány na ďalšie roky sú smelé. Čo treba urobiť na ich dosiahnutie?

Podľa prepočtov IFP v roku 2016 netreba robiť nič a ešte v rozpočte máme rezervu 305 mil. eur. Bolo by pekné gesto, keby ju vo volebnom roku odchádzajúca či nová vláda neminula. V ďalšom roku 2017 už nová vláda bude musieť nájsť asi 560 mil. eur a v roku 2018 dodatočných 234 mil. eur.

### Celkový dlh nám však klesol, ako je to možné?

Celkový dlh verejného sektora sa znížil z úrovne 54.6% HDP v roku 2013 na 53.6% HDP na konci roka 2014. Ten pokles bol možný len a iba vďaka zníženiu likvidnej rezervy ARDAL-u (Agentúra na riadenie vládneho dlhu SR). Podľa správy RRZ (Hodnotenie rozpočtu 2014) ARDAL tak použil asi 2 mld. eur. a úroveň rezervy dosiahla ku koncu roka svoje minimum. Pokiaľ by sa neznižila uvedená rezerva, tak by dlh stúpil k 56% HDP a aktivovali by sa sankcie ústavného zákona o Dlhovej brzde.

### Dlh verejných financií SR, % HDP

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Hrubý dlh verejnej správy	54.6	53.6	53.4	52.8	51.9	50.3
medziročná zmena		-1.0	-0.2	-0.6	-0.9	-1.6
- zníženie rezervy Ardalu		-3.2	-2.0	-0.7	-0.2	-0.3
- ostatné faktory (rast ekonomiky, deficit štátneho rozpočtu, príspevky do EFSF a ESM, ...)		2.2	1.8	0.1	-0.7	-1.3

Zdroj: Program Stability SR na roky 2015 - 2018

### Je pokles rezervy ohrozením stability Slovenska ?

Určite nie. Zníženie rezervy nepovažujeme za operáciu, ktorá by výrazne ohrozila stav verejných financií. Už v januári 2015 si Ardal úspešne požičal na medzinárodných trhoch a čiastočne ju doplnil. V súčasnosti, keď ECB aktívne nakupuje štátne dlhopisy členských krajín eurozóny na finančnom trhu, tak v podstate žiadna krajina okrem Grécka či Cypru nemá problém si požičať peniaze. Úroveň rezervy je podľa RRZ na minime a v roku 2015 je treba mierne navýšiť. Zároveň na to, aby v roku 2015 úroveň dlhu ostala pod 55%

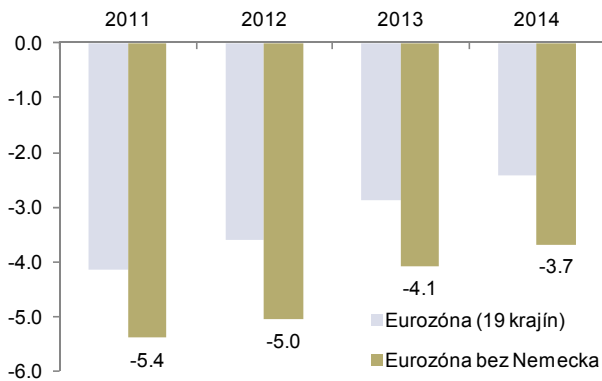
HDP, štát musí použiť peniaze z predaja Telekomu na financovanie deficitu vytvoreného v roku 2015.

Preto sa stotožňujeme so záverom RRZ, že zníženie celkového dlhu neodrkadňuje skutočný vývoj dlhu v roku 2014 a je lepšie sa pozrieť na čistý dlh. Ten podľa údajov Eurostatu vzrástol o 2p.b. HDP na 50% HDP, tak ako intuícia hovorí.

### Zlepšuje sa stav verejných financií v ostatných krajinách eurozóny?

Áno, ale veľmi pomaly. Celkový deficit štátov eurozóny dosiahol v roku 2014 hodnotu 2,4% HDP, čo je pokles z hodnoty 2,9% HDP. Uvedené hodnoty vyzerajú na prvý pohľad pomerne dobre. No pri detailnejšom pohľade po krajinách vidíme, že vo viacerých krajinách ostáva deficit už niekoľko rokov relatívne vysoký (4% HDP a viac) a dlh tak rastie ďalej. Ide najmä o Španielsko, Portugalsko, Írsko a Francúzsko. Naopak Nemecko je akýmsi outlier-om s klesajúcim dlhom a prebytkovým hospodárením už tretí rok po sebe. Pokiaľ by sme deficit eurozóny očistili o Nemecko, tak by dosiahol hodnotu 3,7% HDP, čo už nevyzerá tak dobre. Utešiť nás môže to, že aj takto očistený deficit medziročne klesá. Treba dúfať, že stlačené výnosy štátnych dlhopisov nebudú demotivovať krajiny v pokračovaní konsolidácie svojich financií.

### Vývoj deficitu verejných financií eurozóny, % HDP



Zdroj: Eurostat, Tatra banka research

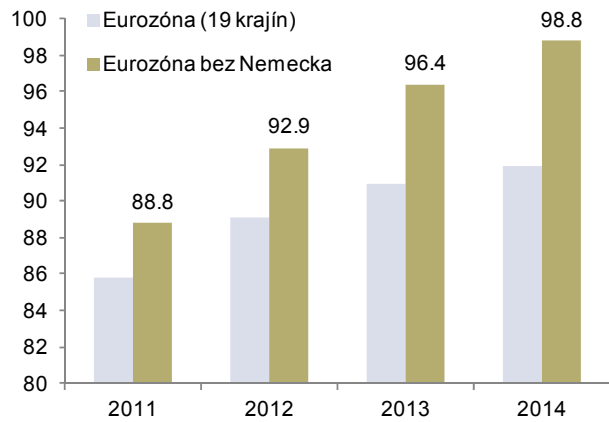
### Stabilizoval sa už verejný dlh eurozóny?

Nie. Celkový verejný dlh dosiahol hodnotu takmer 92% HDP, čo je len o 1% HDP viac ako v roku 2013. Preto by sa mohlo zdať, že dlh sa už pomaly stabilizoval. No po očistení o Nemecko verejný dlh eurozóny dosiahol hodnotu takmer 99% HDP a medziročne vzrástol o vyše 2,4% HDP. V tomto roku veľmi pravdepodobne prekročí 100% HDP.

Prekročenie symbolickej hranice 100% HDP ešte nebude hneď znamenať katastrofu. Skôr to hovorí, že štáty už nemajú veľkú rezervu resp. záchranný vankúš na ďalšie spomalenie ekonomiky či malú recesiu. Podobne aj normalizácia úrokových sadzieb ECB na rovnovážne úrovne okolo 3%

niekedy v budúcnosti bude znamenať výrazný rast prostriedkov na dlhovú službu.

### Vývoj verejného dlhu eurozóny, % HDP



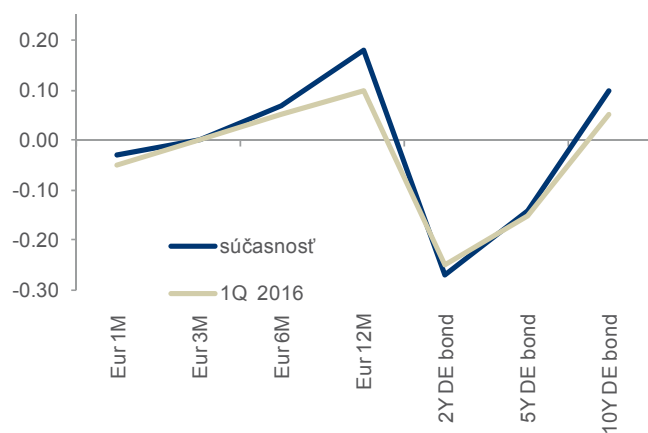
Zdroj: Eurostat, Tatra banka research

## ECB iba potvrdila svoje predošlé opatrenia

Tak ako sa vo všeobecnosti očakávalo, ECB potvrdila opatrenia prijaté v posledných mesiacoch a neprinesla po svojom poslednom zasadnutí nič nové. Prezident centrálnej banky pripísal zlepšenie úverových podmienok v eurozóne na vrub nedávnych menovo - politických opatrení. Ako ďalší následok týchto opatrení by podľa ECB malo nasledovať zvýšenie úverovania, rast ekonomickej aktivity a taktiež rast cien. **Špekulácie novinárov na tlačovej konferencii o ukončení programu nákupu dlhopisov ešte pred septembrom 2016 označil Draghi za predčasné.** Preto by mali nákupy cenných aktív pokračovať v rovnakom tempe ako sa očakávalo. Číže 10 - 12 mld. eur krytých dlhopisov, 1-2 mld. ABS (asset backed securities), 5 - 6 mld. dlhopisov európskych inštitúcií a 42-44 mld. eur dlhopisov európskych vlád. Avšak zároveň bolo povedané, že modifikácie v tomto mixe sa do budúcnosti nedajú vylúčiť a tento program ECB je dostatočne flexibilný aby naplnil mesačnú kvótu 60 mld. eur.

Spomínané **nákupy dlhopisov značne navýšia prebytok likvidity vo finančnom systéme** (z nedávnych 250 mld. dobre nad 800 mld. eur). A keďže na likviditu zaparkovanú na depozitnom účte ECB sa vzťahujú penalizácie -0,2 %, zámer investovať by mal byť preto čo najvyšší. Sadzby na peňažnom trhu by mohli ísť opäť niečo nižšie. Krátke sadzby ako napríklad 3 - mesačný euribor zostanú s veľkou pravdepodobnosťou niekoľko mesiacov až kvartálov v zápornom pásme. Spodnou hranicou tohto poklesu by mala byť depozitná sadzba.

## Úroková krivka, v %

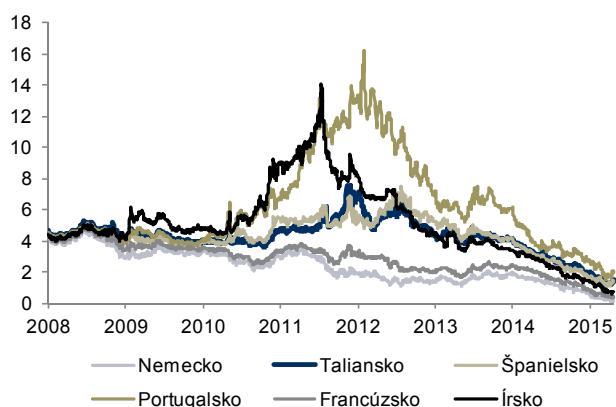


Zdroj: Raiffeisen research

Nevyhnutnou, no nie postačujúcou podmienkou záporných sadzieb je mínusová depozitná sadzba. Tou druhou podmienkou je prebytok likvidity na trhu a ten by podľa zámeru ECB mal dosiahnuť maximum v auguste 2016. Od momentu kedy ECB prestane nakupovať dlhopisy tak by tlak na sadzby mal ustať. Podľa názoru RBI Research sú však šance na mínusovú úroveň 3 – mesačného euriboru do konca roka 2016 pomerne vysoké.

**Jasný signál ECB udržať plánovaný objem nákupu dlhopisov by mal naďalej tlačiť ich výnosy nadol.** Špeciálne v letných mesiacoch, keď poklesne aktivita emitovania nových dlhopisov bude efekt tohto programu o to silnejší. Ani politické (Grexit) alebo ekonomické vplyvy by nemali spôsobiť dlhodobejšie trvalejšie zmeny v súčasnom trende vývoja výnosov.

## Vývoj výnosov 10-ročných dlhopisov vybraných krajín, v %

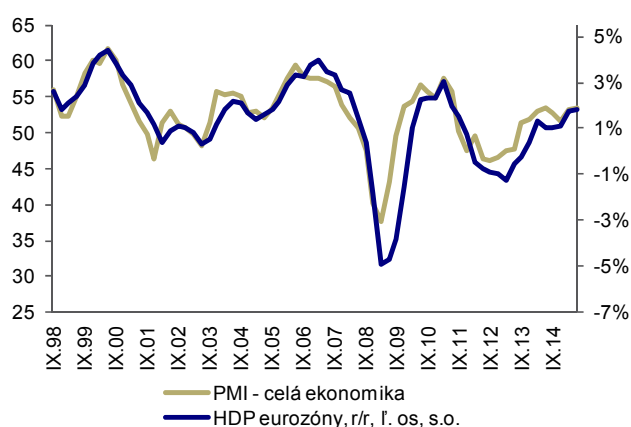


Zdroj: Macrobond

## Sentiment v eurozóne mierne sklamal, USA spomalili

**Index nákupných manažérov eurozóny zaznamenal po piatich mesiacoch rastu mierny pokles.** Prieskum sentimentu v Nemecku aj vo Francúzsku priniesol pokles tak v servise ako aj priemysle. Kompozitný index za celú eurozónu však neklesol až tak ako spomínané dve najväčšie ekonomiky eurozóny. Výsledky vo zvyšných krajinách budú preto pozitívnejšie a to najmä v Taliansku a Španielsku. Aj napriek tomuto miernemu poklesu nie je dôvod na prehodnotenie očakávaného cyklického oživenia ekonomík, ktorý by mal priniesť rast okolo 1,5 až 2 % v prvom kvartáli 2015.

## PMI a HDP eurozóny



Zdroj: Macrobond, Eurostat

**Naopak za Atlantikom najväčšia ekonomika sveta spomalila v prvom kvartáli 2015.** Zdá sa, že scenár z minulého roka sa v mierejšej forme opäť opakuje. Aj tento krát je to najmä počasie spolu so štrajkom v lodných dokoch, ktoré negatívne ovplyvnili vývoj amerického HDP na začiatku roka. **Predkladá sa však, že sa jedná len o jednorazové spomalenie a tak ako aj v minulom roku uvidíme aj tento rok dynamický rast najmä v druhom a treťom kvartáli.**

<b>Eurozóna</b>	<b>30.04.2015</b>	<b>06/2015</b>	<b>09/2015</b>	<b>12/2015</b>	<b>03/2016</b>
ECB kľúčová sadzba	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Euribor 1M	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05
Euribor 3M	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 6M	0.06	0.05	0.05	0.05	0.05
Euribor 12M	0.17	0.15	0.10	0.10	0.10
Nemecký bund 2Y	-0.22	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25
Nemecký bund 5Y	0.01	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15
Nemecký bund 10Y	0.36	0.05	0.05	0.05	0.05

<b>USA</b>	<b>30.04.2015</b>	<b>06/2015</b>	<b>09/2015</b>	<b>12/2015</b>	<b>03/2016</b>
Fed funds	0.25	0.50	0.75	1.00	1.50
Libor 3M	0.28	0.70	0.95	1.20	1.70
T-Notes 5Y	1.49	1.70	1.90	2.10	2.30
T-Notes 10Y	2.09	2.40	2.50	2.60	2.75

<b>Kľúčové sadzby centrálnych bánk</b>	<b>30.04.2015</b>	<b>06/2015</b>	<b>09/2015</b>	<b>12/2015</b>	<b>03/2016</b>
Česká republika	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Poľsko	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
Maďarsko	1.80	1.50	1.50	1.50	1.50

<b>Devízové kurzy</b>	<b>30.04.2015</b>	<b>06/2015</b>	<b>09/2015</b>	<b>12/2015</b>	<b>03/2016</b>
EUR/USD	1.12	1.03	1.00	0.95	0.95
EUR/CHF	1.05	1.05	1.08	1.10	1.10
EUR/GBP	0.73	0.72	0.71	0.70	0.70
EUR/JPY	134	129	128	124	124
USD/JPY	120	125	128	130	130
EUR/CZK	27.40	27.80	27.60	27.60	27.40
EUR/HUF	303	310	310	315	315
EUR/PLN	4.04	4.05	4.15	4.15	4.15
EUR/RON	4.41	4.45	4.45	4.40	4.40

	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015f</b>	<b>2016f</b>	<b>2017f</b>
HDP, reálne ceny, % r/r	1.4	2.4	2.5	3.5	3.5
HDP, nominálne v mld. EUR	73.6	75.2	77.1	81.0	85.5
Spotreba domácností, reál. ceny, % r/r	-0.8	2.2	2.7	2.0	2.0
Investície, reál. ceny, % r/r	-2.7	5.7	3.5	5.0	5.0
Priemyselná produkcia, % r/r	4.6	3.7	4.0	4.5	6.0
Zamestnanosť, ESA <sup>1</sup> % r/r	-0.8	1.4	1.2	0.7	0.7
Nezamestnanosť, VZPS <sup>2</sup> , %	14.2	13.2	12.5	11.9	11.3
Nominálne mzdy, % r/r	2.4	4.1	3.0	3.5	4.5
Inflácia, priemer, % r/r	1.4	-0.1	0.0	1.5	2.5
Inflácia, koniec obdobia, % r/r	0.4	-0.1	0.7	2.0	2.5
Ceny priemyselných výrobcov, % r/r	-0.1	-3.5	0.0	2.0	2.0
Deficit verejných financií, % HDP	-2.6	-2.9	-2.5	-1.2	-0.6
Verejný dlh, % HDP	54.6	54.1	54.4	52.3	51.0

1) na základe podnikových štatistík

2) výberové zisťovanie pracovných síl

**Upozornenie:**

Súbor informácií obsiahnutý v tomto dokumente (ďalej len "Informácie") nie je návrhom, verejným návrhom na uzatvorenie zmluvy, časťou zmluvy, pokynom, marketingovým oznámením, investičným poradenstvom, investičným odporúčaním, vyhlásením verejnej obchodnej súťaže, verejným prísľubom, verejnou ponukou alebo výzvou na upísanie cenného papiera v zmysle všeobecne záväzných právnych predpisov platných na území Slovenskej republiky. Tieto Informácie majú výhradne informatívny charakter a nenahrádzajú nevyhnutnú odbornú starostlivosť v oblasti poskytovania investičných služieb.

Tatra banka, a.s., so sídlom Hodžovo námestie 3, 811 06 Bratislava 1, IČO: 00 686 930, zapísaná v Obchodnom registri Okresného súdu Bratislava I, oddiel Sa, vložka číslo 71/B (ďalej len „Tatra banka, a.s.“) pri spracovaní Informácií postupovala s maximálnou starostlivosťou, a to najmä pri výbere Informácií z verejne dostupných zdrojov, ktoré použila pri spracovaní Informácií. Tatra banka, a.s. nezodpovedá za úplnosť a presnosť poskytovaných Informácií, ani za ich nesprávne použitie a aplikáciu. Použitím Informácií uvedených v tomto dokumente nevzniká právo na náhradu prípadnej škody alebo jej časti. Vyjadrenia a stanoviská prezentované v rámci Informácií sa nemusia zhodovať s vyjadreniami a stanoviskami Tatra banky, a.s. ani iných subjektov.

V prípade, ak sú medzi Informáciami uvedené aj údaje o výkonnosti akéhokoľvek finančného nástroja, či už v minulosti alebo ako odhad do budúcnosti, potom Tatra banka, a.s. upozorňuje na skutočnosť, že sa nejedná o spoľahlivý ukazovateľ o výkonnosti v budúcnosti.

Obsah tohto dokumentu nebol skontrolovaný žiadnym orgánom dohľadu. Klientom sa odporúča postupovať s primeraným uvážením vo vzťahu k Informáciám uvedeným v tomto dokumente a v prípade akýchkoľvek pochybností vo vzťahu k Informáciám uvedeným v tomto dokumente, odporúčame klientom aby sa poradili s príslušnými odborníkmi.

Daňový režim závisí od individuálnej situácie klienta a v budúcnosti sa môže zmeniť.

Sprístupnenie Informácií obsiahnutých v tomto dokumente sa riadi právnym poriadkom Slovenskej republiky. Tatra banka, a.s. ani ďalšie subjekty, ktorých produkty a služby môžu byť spomenuté v rámci Informácií, nezodpovedajú za možnosť použitia týchto produktov a služieb mimo územia Slovenskej republiky a taktiež nezodpovedajú za to, či použitie týchto Informácií je v súlade so zákonmi alebo s inými všeobecne záväznými právnymi predpismi iných krajín.

Akékoľvek preberanie Informácií uvedených v tomto dokumente je povolené bez predchádzajúceho písomného súhlasu Tatra banky, a.s. len v rozsahu zákonnej licencie v zmysle zákona č. 618/2003 Z.z. o autorskom práve a právach súvisiacich s autorským právom (Autorský zákon) v znení neskorších predpisov.