



RUSKO/BIELORUSKO A DOPAD SANKCIÍ

Je to už viac ako rok čo predstavitelia Európskej únie uvalili na Rusko sankcie kvôli Ukrajinskému konfliktu. Vplyv sankcií na ruskú ekonomiku v spojení s nízkymi cenami ropy bol zreteľný. Pokúsili sme sa pozrieť na problematiku z pohľadu výrazného politického a ekonomického partnera krajiny Bieloruska, bližšie znázorniť prepojenosť ekonomík a v konečnom dôsledku vplyv ruskej situácie na vývoj Bieloruska.

Rusko a Bielorusko majú medzi sebou veľmi špecifický vzťah. Krajiny boli zakladatelia bývalého socialistického bloku a prakticky od roku 1996 (oficiálne od 1999) tvoria Zväzový štát Ruska a Bieloruska, ktorého cieľom bolo hlbšie integrovať ekonomiky. Prvotným plánom bolo dokonca vytvorenie federatívneho štátu s rovnakou menou (ruský rubel). Ekonomiky taktiež patria spolu s Arménskom, Kazachstanom a Kirgizskom do Euroázijskej ekonomickej únie, ktorá nadobudla účinnosť v minulom roku. O niečo skôr v roku 2010 vytvorili Rusko, Bielorusko a Kazachstan spoločnú colnú úniu kedy odstránili medzi sebou colné bariéry obchodu. V konečnom dôsledku preto možno povedať, že Bielorusko bolo dlhý

čas najväčším ekonomickým a politickým spojencom Ruska, ktorých spája aj spoločná kultúra, podobný jazyk a ortodoxné náboženstvo. Prepojenosť krajín je vysoká aj z pohľadu kompozície obyvateľstva, kde Rusi predstavujú najväčšiu národnostnú skupinu mimo domácej skupiny obyvateľstva. V roku 1959 sa Rusi v Bielorusku podieľali na 8,2% celkového obyvateľstva a tento pomer sa v podstate s menšími výkyvmi vôbec nezmenil ani za 50 rokov (8,3% v roku 2009), aj keď počet Bielorusov v Rusku je mizivý (ani nie 1%). Ekonomické prepojenie sme zmerali pomocou toku tovarov a kapitálu. Z pohľadu zahraničného obchodu je Rusko najväčším bieloruským trhom. Od roku 1995 sa podiel exportu tova-

V tomto čísle:

Dlh štátov eurozóny k výkonu ekonomiky poklesol pre vyššiu rast HDP ako absolútneho dlhu

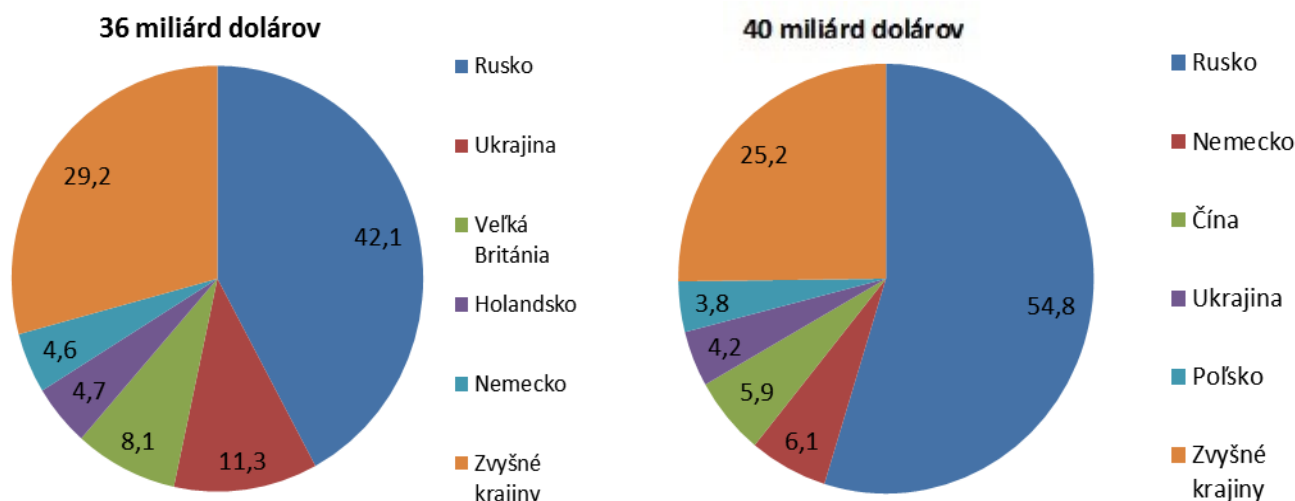
Škandál Volkswagenu "Dieselgate" spôsobil spoločnosti istú stratu, no zásah pre celú ekonomiku Nemecka bude minimálny

Grécky záchranný balík sa pozastavil, Gréci nespĺňajú podmienky veriteľov

Inflácia v eurozóne bez energií rastie a je na úrovni 1 %

Ekonomický sentiment na Slovensku prekonal magickú 100 bodovú hranicu, pod ktorú klesol v dôsledku krízy

rov do Ruska menil v intervale 30-50% a aktuálne za rok 2014 dosahuje 42,1% v absolútnom vyjadrení 15,2 miliárd dolárov (graf). Ruský import v rovnakom období tvoril 53-68% a momentálne sa nachádza na 54,8% za rok 2014 v absolútnej hodnote 22,2 miliárd dolárov. Ako si teda možno všimnúť, od počiatku existencie samostatného Bieloruska bol import z Ruska väčší a závislejší ako export do Ruska. Z pohľadu Ruska nie je Bielorusko až takým dôležitým zahraničným trhom, keďže aj na importe a exporte sa krajina podieľa len 4% (len samotné Holandsko má necelých 14% na ruskom exporte).

Export tovarov Bieloruska (ľavý graf) a Import Bieloruska (pravý graf) v roku 2014 - % podiel štátov

Štruktúra zahraničného obchodu Bieloruska s Ruskom je pomerne jednotvárna (tabuľka). Tretinu celého exportu do Ruska tvoria potraviny (zloženie zhruba 50% mliečne výrobky, 25% mäsové výrobky a zvyšok zelenina, cukor a iné produkty) a ďalšiu štvrtinu exportu zastrešujú stroje a dopravné zariadenia (30% z toho sú pozemné dopravné prostriedky). Naopak z Ruska dováža Bielorusko hlavne energie s viac ako polovičným podielom na celom importe. Z toho sú dve tretiny ropa a ropné produkty a zvyšná časť hlavne zemný plyn. Pomerne veľkú položku importu tvoria aj stroje a dopravné zariadenia s 15% podielom (polovica z tohto sú pozemné dopravné prostriedky). Z pohľadu zahraničných investícií je najväčším investorom v Bielorusku Rusko s 41,6% podielom v roku 2014 (6,3 mld. dolárov),

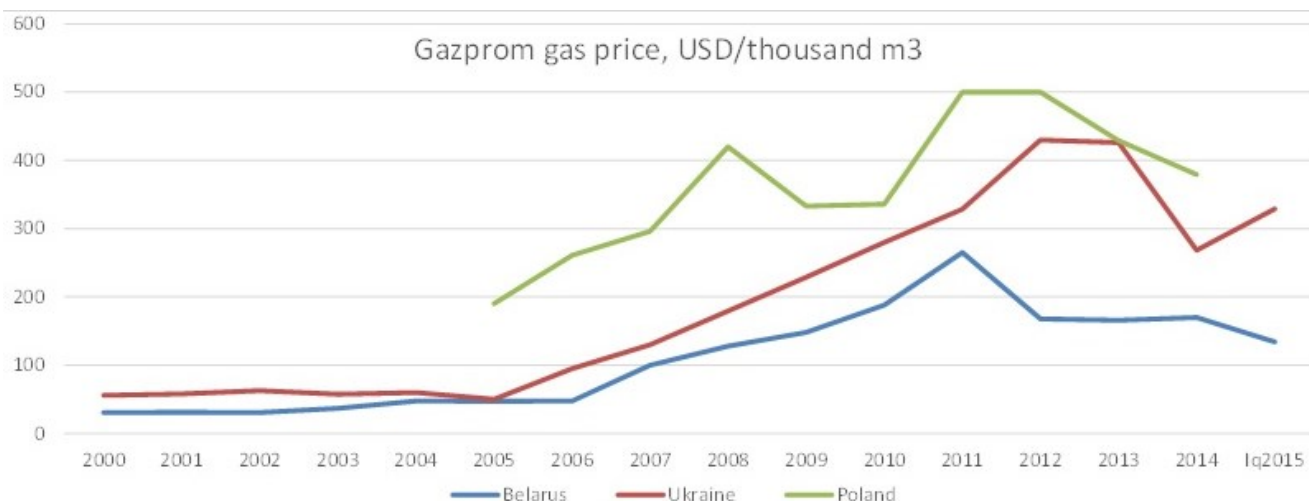
aj keď treba zdôrazniť, že tento podiel je najmenší od roku 2008 a väčšinou sa jedná o priame zahraničné investície (80% z celkového množstva). Naopak, investície Bieloruska do Ruska v roku 2014 dosiahli 2,3 mld. dolárov (podiel vo výške 37,7% z celkového množstva investícií do sveta).

V tejto časti vidno primárnu závislosť Bieloruska na Rusku a dôvod prečo je ekonomický systém zaostalej krajiny schopný ďalej existovať - sú energie. Krajina totiž získavala spomínané energie z Ruska pri veľmi výhodných cenách, keďže na jednej strane v dôsledku ekonomickej integrácie nemusela platiť colné a iné tarifné poplatky, a keďže skoro celú energetickú infraštruktúru vlastní ruské firmy (napr. Gazprom), mala krajina arbitrážne zvýhodnené podmienky od Ruska

(čím sa stala politicky a ekonomicky závislou). Mohla preto v jednoduchosti energie reexportovať s výnosom (dve tretiny importu reexportuje) a udržiavať nízke ceny energií v krajine (ukázali sme si v minulom vydaní o Bielorusku). Celkom zaujímavé je potom vyčíslenie tejto nepriamej ruskej dotácie. Z Ekonomického inštitútu Národnej bieloruskej akadémie vied odhadli, že v roku 2012 ušetrilo Bielorusko až 10 miliárd dolárov (16% z HDP) vďaka nízkym cenám energií, čo podľa rovnakej metodológie výpočtu znamená, že za posledné dve desaťročia takto krajina ušetrila 15% z HDP ročne. Pre znázornenie sme priložili graf, v ktorom možno vidieť cenu zemného plynu v dolároch za jednu tonu v rámci Bieloruska, Ukrajiny a Poľska od spoločnosti Gazprom. Poľsko a aktuálne aj Ukrajina v tomto porovnaní platia za zemný plyn zhruba dva krát viac ako Bielorusko (v roku 2014 okolo 380 dolárov za tisíc m3 v Poľsku a len 170 dolárov v Bielorusku). Zdvihnutím ceny plynu pre Bielorusko na úroveň Poľska by znamenalo prepád HDP o 5,5% (4,2 mld. dolárov) len za rok 2014. Podobne spomínané úspory z ropy vďaka nízkemu cľu v roku 2014 priniesli úsporu 2 mld. dolárov (2,7% HDP). Ekonomika by očividne bez takejto podpory dávno skolabovala.

Štruktúra Bieloruského obchodu

Údaje pre rok 2014	Štruktúra exportu do Ruska (%)	Štruktúra importu z Ruska (%)
Potraviny	31,0	5,5
Minerálne produkty (palivá)	8,7	53,1
Chemické produkty	11,6	8,9
Textilné produkty	4,6	1,4
Produkty z dreva	2,3	1,8
Kovy	7,4	10,2
Stroje a dopravné zariadenia	25,4	14,6
Iné produkty	9,0	4,5
Spolu	15,2 mld. dolárov	22,2 mld. dolárov



Ukrajinské ceny plynu sa začali "odťahovať" od tých bieloruských odkedy krajina zvažovala zblíženie so západom. Ukázali sme si, že napojenie bieloruskej ekonomiky na Rusko (a hlavne jej závislosť od Ruska) je obrovské, čo sa odrazilo na tandemovom prepade oboch ekonomík v dôsledku ukrajinskej krízy (možno taktiež spomenúť že samotná Ukrajina je tretím najväčším bieloruským partnerom). Od začiatku roka 2014 (a kvázi od zavedenia sankcií na Rusko) ekonomiky korelovali ekonomickým rastom/prepadom na úrovni 99 (skoro 100% rovnaké pohyby) a v roku 2015 sa obidve krajiny dostali do značnej recesie s 4,5% medziročným prepacom HDP. Kríza sa aj výrazne odrazila na zahraničnom obchode krajín (tabuľka). Kumulatívny export Bieloruska od začiatku tohto roka po august dosiahol 18,4 miliárd dolárov, čo predstavuje viac ako 26% prepád (podobný prepád aj importu na 19,8 mld. dolárov). Pri pohľade zmien s najväčšími exportnými partnermi sú evidentné masívne prepady exportu a importu napríklad s Ukrajinou a Holandskom o skoro 50% a s Ruskom o 33% pri exporte a 23% pri importe. Tieto skutočnosti sa na HDP prejavili len minimálne, keďže rozdiel medzi celkovým exportom a importom ostal skoro rovnaký. V konečnom dôsledku, celkové straty, ktoré sankcie na Rusko spôsobili Bielorusku sa odhadujú na zhruba 3 miliardy dolárov.

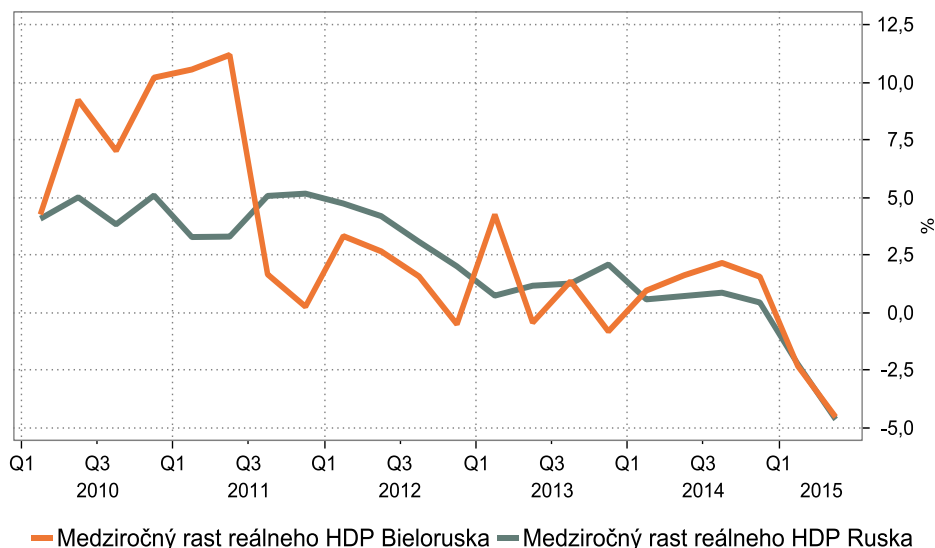
Koncoročný prepád bol sprevádzaný výraznou devalváciou oboch mien, kde napríklad v januári 2015 bola hodnota ruského rubľa z medziročného hľadiska nižšia o 100% voči doláru na hladine 70 rubľov za dolár a hodnota bieloruského rubľa sa v rovnakom období prepadla o 60% voči doláru na 15,4

tisíc bieloruských rubľov za dolár. Celkom zaujímavý je inflačný vývoj za posledné mesiace oboch krajín. Centrálné banky obidvoch krajín totiž v reakcii na devalváciu ich mien zdvihli svoje kľúčové sadzby, na základe ktorých sa určujú úrokové miery v ekonomike (devalvácia meny spravidla povedie k vysokej

Zahraničný obchod Bieloruska od 2015

	Kumulatívny export 1.-8.2015	Medziročne (%)	Kumulatívny import 1.-8.2015	Medziročne (%)
Rusko	6 889	-33	11 345	-23
VB	2 386	9	128	-37
Ukrajina	1 610	-44	614	-48
Nemecko	749	-37	899	-46
Litva	690	-9	136	-39
Holandsko	676	-41	141	-49

Vývoj reálneho HDP Ruska a Bieloruska



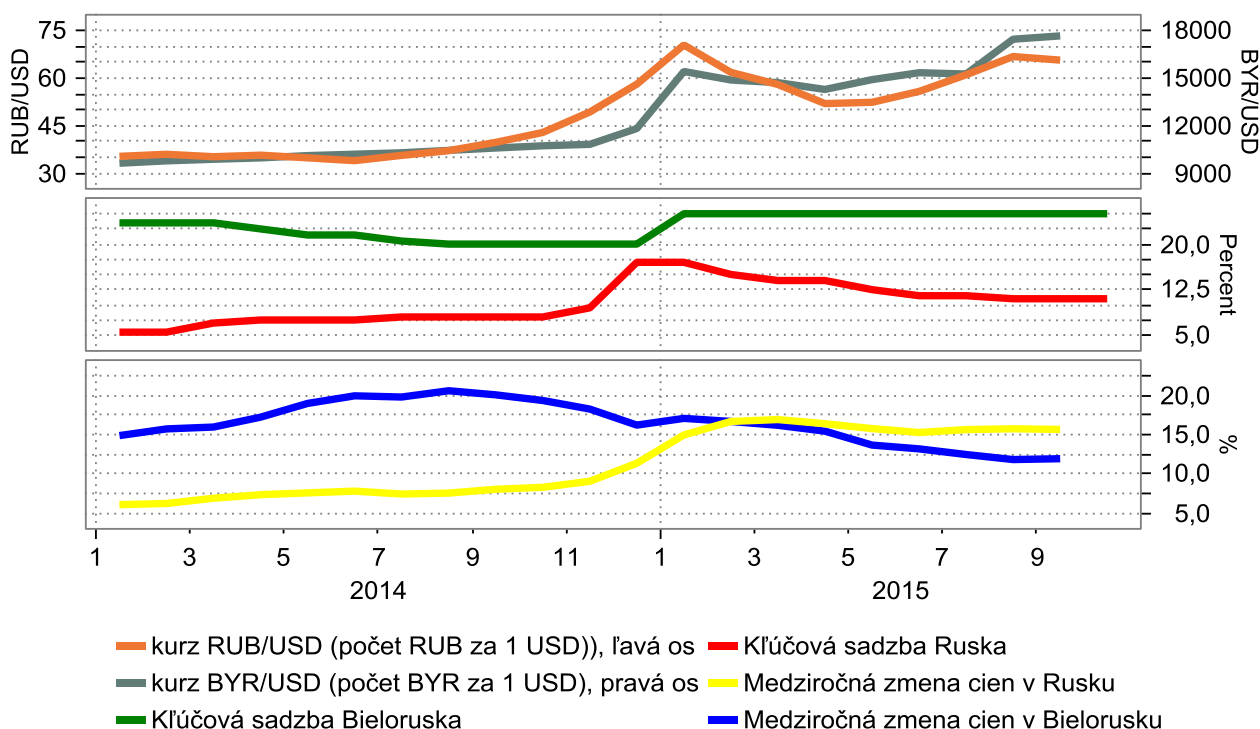
Source: **Macrobond**

inflácii a odtoku kapitálu, preto sa banky zdvihnutím sadzieb snažia stabilizovať trhy aj za cenu nižšieho ekonomického rastu spôsobeného nezáujmom k investíciám podnikov). Zatiaľ čo ale Bielorusko dosahovalo v strede augusta minulého roka 20% infláciu (Rusko len 7,5% v tomto období), aj pri následne vysokej devalvácii meny sa rast cien postupne znižoval (v posledných mesiacoch medzimesačne o neuveriteľných 0,2%), čo je úplne opačný prípad Ruska, kde rast cien dosiahol rekordných 17% začiatkom februára 2015 a dokonca prvýkrát za posledných 5 rokov bol vyšší ako rast cien v Bielorusku. Prvým dôvodom odlišného cenového vývoja je skutočnosť, že samotná štruktúra zmeny cien v krajinách bola odlišná. V Rusku to bolo v dôsledku potravinového embarga, ktorý spôsobil nárast cien potravín (23% medziročne vo februári 2015) a v Bielorusku to bolo zavedenie moratória (obdobie keď nie je v ekonomike povolené dvíhať ceny pri určitých tovaroch) počas prvého štvrtroka. Je celkom zvláštne, že po zrušení moratória nedošlo k nárastu cenovej hladiny. Najpravdepodobnejším vysvetlením je tzv. vnútorná devalvácia. Zavedenie

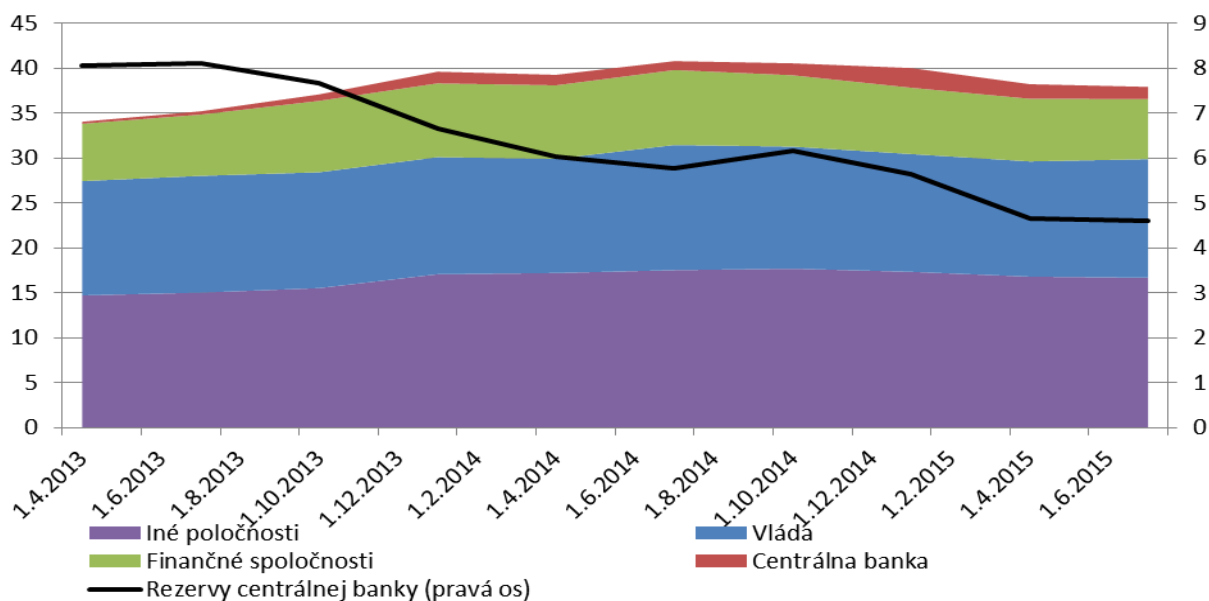
moratória (podniky nemôžu zvyšovať ceny a viac inkasovať) pri sťažných finančných podmienkach podnikov (vysoká kľúčová sadzba) a nízka možnosť zníženia počtu zamestnancov (politika plnej zamestnanosti) podnietilo pokles reálnej mzdy, čo následne znížilo celkový dopyt a reálne HDP. Za obdobie od januára po september takto v celom hospodárstve klesli reálne mzdy medziročne o viac ako 3% v rámci súkromných a štátnych podnikov, kde vláda tiež cielene znižovala reálne mzdy. Celé to potvrdzuje aj podiel neziskových spoločností v krajine, ktorý vzrástol len za jediný mesiac z decembrových 13,5% na 28,6% v januári 2015. Ako sme si ďalej ukázali, Bielorusko dováža masívne množstvo energií z Ruska, čo by teoreticky malo znamenať, že inflácia bola ťahaná nadol čoraz nižšími cenami energií kvôli prepadu cien ropy a plynu na celosvetových trhoch. Krajina ale dováža energie za dohodnuté nízke ceny a trhový pokles cien práve spôsobí opačný efekt, keďže nepriamo sa dotácia z Ruska znižuje a reálne príjmy z ďalšieho reexportu na zahraničné trhy sú oveľa nižšie (viď predchádzajúca tabuľka zahraničného obchodu). Druhým

dôvodom prečo ceny v Bielorusku klesajú je politika centrálnej banky, ktorá aj počas roka 2015 nezmenila vysokú kľúčovú sadzbu s cieľom uprednostniť stabilitu cien aj na úkor rastu, čo ako si možno všimnúť bolo v Rusku naopak, kde centrálna banka postupne znižovala sadzbu na podporu ekonomického rastu aj na úkor vysokej inflácie.

Veľkým problémom pre Bielorusko je jeho relatívne vysoká zahraničná zadlženosť. Podľa údajov centrálnej banky dosiahol tento externý dlh v roku 2014 rekordných 40 miliárd dolárov, čo je v pomere k HDP viac ako 50% (graf). Zadlženosť je vysoká najmä pri vláde a nefinančných spoločnostiach, a aj keď od konca roka 2014 začala celková zadlženosť klesať, neprejavilo sa to vo veľkej miere na zadlženosti týchto dvoch segmentov. Aj keď došlo k vysokej devalvácii, v externom dlhu sa to neprejaví keďže je denominovaný v zahraničných menách a ešte viac predražuje zaťaženie (spomíname zlú situáciu bieloruských podnikov). Devalvácia tak tiež spôsobila rapidný pokles rezerv centrálnej banky, ktorá musela skupovať domácu menu výpredajom týchto aktív. V porovnaní s rokom

Source: **Macrobond**

Externý dlh Bieloruska podľa subjektov a rezervy centrálnej banky (v mld. dol.)



2013 sú rezervy na 50% (4,5 mld. dolárov), čo je v porovnaní s vysokým externým dlhom veľmi nízka suma rezerv (len 12%).

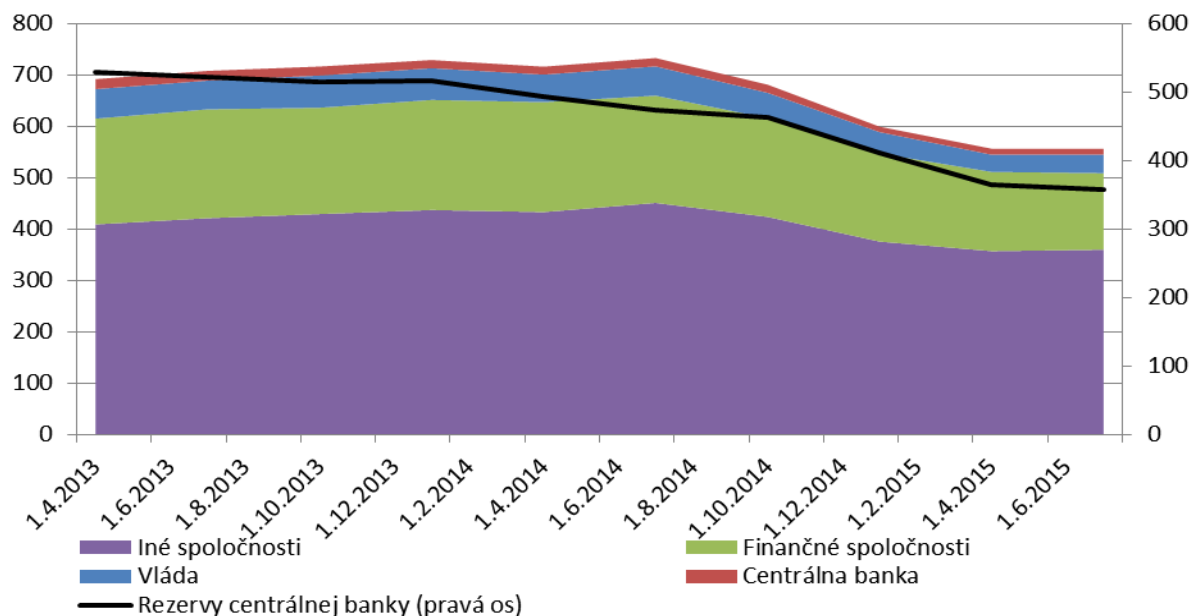
Iná situácia je v Rusku, kde externý dlh dosahoval v minulom roku 700 mld. dolárov (38% k HDP), pričom veľkú časť jeho držby zastrešujú nefinančné spoločnosti a finančné spoločnosti, ktoré sa postupom času snažili zbaviť týchto zahraničných dlhov a aktuálne údaje hovoria len o 556 mld. dolárovom externom dlhu. Pozitívom je tiež skutočnosť, že aj keď devízové rezervy Ruska sú na prepade vďaka devalvácii, ich množstvo v pomere

k externému dlhu je až 65% na rozdiel od bieloruských 12%.

Bielorusko je v konečnom dôsledku silne závislou ekonomikou od Ruska, a preto samotné uvalenie sankcií na Rusko malo výrazný a dokonca z určitého hľadiska väčší vplyv na Bielorusko ako na Rusko. Bielorusko si bude musieť požičať prostriedky na reštrukturalizáciu ekonomiky, keďže štátny sektor s nefinančnými podnikmi je vysoko zadlžený a v spojení s predchádzajúcimi spomínanými skutočnosťami znázorňuje ťažko udržateľný stav. Prvou možnosťou by bola ďalšia ruská podpora, od

ktorého je krajina výrazne závislá od počiatku jej samostatnej existencie, čo by ale neriešilo štrukturálny problém neefektívnych sektorov, nereálne vysokej zamestnanosti a klesajúcich reálnych miezd (pravdepodobne by totiž neboli podmienené reformami). Druhou je pôžička od Medzinárodného menového fondu podmienená reálnymi reformami (hovorí sa o výške 3,5 mld. dolárov), ktoré aj keď nie také populistické (napríklad odstránenie energetických subvencií), by boli hlavne v povolebnom čase prijateľnejšie. (mn)

Externý dlh Ruska podľa subjektov a rezervy centrálnej banky (v mld. dol.)



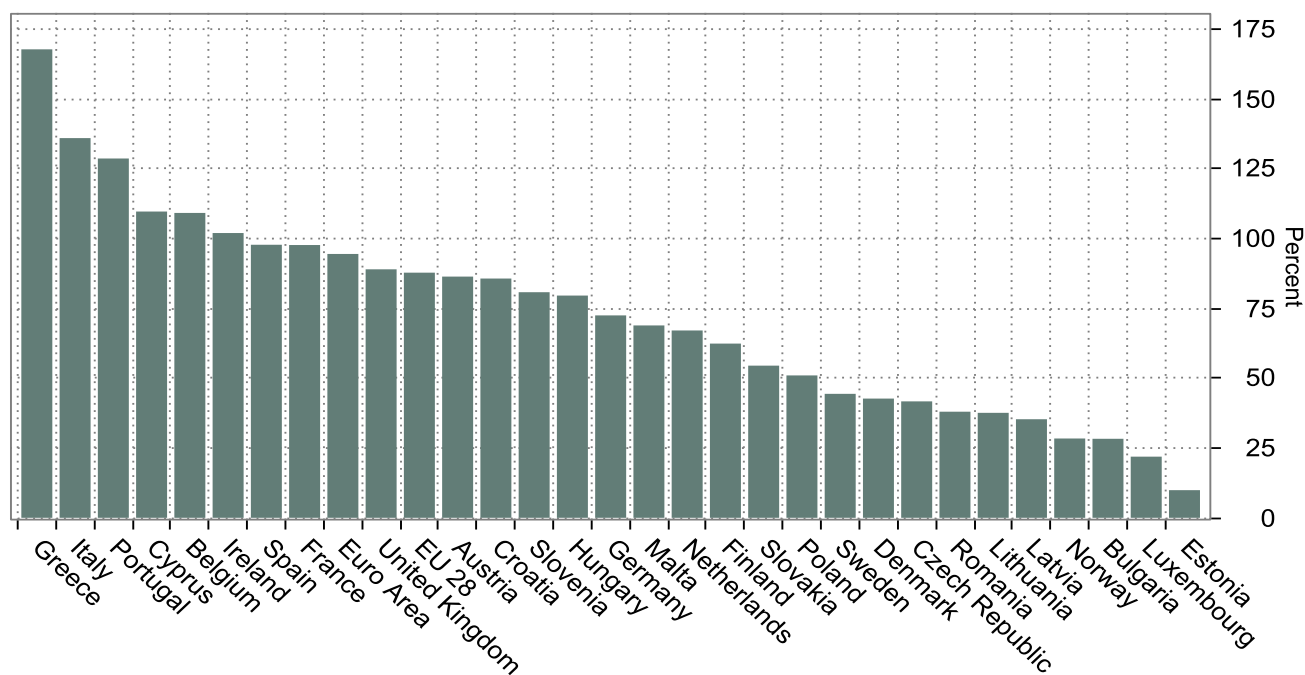
Dlh a deficit eurozóny klesol

V druhom kvartáli 2015 došlo k poklesu vládneho dlhu eurozóny (dlhu všetkých členských krajín agregovane) na 92,2% HDP z predošlých 92,7% za prvý kvartál. Dôvodom pre tento pokles je medzikvartálny rast HDP eurozóny o 0,4% zatiaľ čo absolútny dlh vzrástol len o zlomok percenta. Vládny deficit eurozóny medzikvartálne takisto poklesol, a to na 2% čo

predstavuje 0,1 % pokles. Príjmy krajín eurozóny boli vo výške 46,5% HDP zatiaľ čo ich výdavky boli 48,5% HDP. V prípade EÚ klesol dlh na 87,8% HDP a deficit na 2,4%. Čo sa jednotlivých krajín týka, najväčší pomer dlhu k HDP dosahovalo Grécko (167,8%) a Taliansko (136%) zatiaľ čo najnižší dlh malo Estónsko (9,9%) a Luxembursko (21,9%). Najväčší medzikvartálny pokles dlhu sa

podaril Írsku (pokles o 2,6%) pričom najviac dlh vzrástol na Cypre (2,9%). Medziročne najväčší pokles zaznamenalo takisto Írsko (-12,5%) a Grécko (-9,7%). Naopak najväčší medziročný rast zaznamenalo Bulharsko (rast o 8,1%) no Bulharsko aj napriek tomu ostáva s celkovým dlhom 28,3% na chvoste EÚ čo sa zadlženia týka. (rb)

Dlh krajín Európy ako % HDP



Source: **Macrobond**

Príjmy a spotreba domácností stagnovali

Disponibilné príjmy domácností krajín eurozóny za druhý kvartál 2015 zaznamenali medzikvartálne len veľmi mierny rast o 0,1%. Táto stagnácia príjmov prišla po silnom raste v prvom kvartáli, keď príjmy domácností vzrástli o 0,9%, čo predstavovalo najvýraznejší medzikvartálny rast príjmov za posledných 10 rokov. Disponibilný príjem domácností rastie v eurozóne už od roku 2014. Tento rast prišiel po neustálom prepade príjmov od roku 2009, ktorý trval do konca roka 2012. Podobne ako príjmy stagnovala aj spotreba domácností. Tá medzikvartálne nevykázala žiaden

rast zatiaľ čo podobne ako v prípade príjmov za posledný kvartál vykázala najrýchlejší rast za posledných 10 rokov (rast o 0,8%). Spotreba domácností sa vyvíja podobne ako aj ich príjem aj keď väčšinou nepodlieha takým extrémnym výkyvom (čo je spôsobené skutočnosťou, že v prípade väčších príjmov majú ľudia tendenciu k väčším úsporám a v prípade nižších príjmov skôr obetujú úspory v prospech spotreby). V roku 2008 sa podobne ako príjmy domácností začala prepadať, pričom klesala (až na pár výnimiek) až do roku 2013. Od roku 2014 dochádzalo ku kon-

štančnému rastu disponibilných príjmov domácností, ktorý so sebou potiahol takisto aj spotrebu, pričom tento trend pretrváva až doteraz. Aj napriek zlepšeniu situácie oproti najbližším pokrízovým rokom je však rast príjmov a spotreby domácností relatívne nízky. Rast spotreby domácností je okrem toho v porovnaní s predkrízovým obdobím menej nestabilný, čo dokazuje stagnácia z druhého kvartálu zatiaľ čo pred krízou spotreba medzikvartálne takmer vždy narastala. (rb)

Volkswagen v hlbokej strate

Automobilová spoločnosť Volkswagen za tretí kvartál 2015 hospodárila so stratou 3,48 miliárd eur. Jedná sa o prvú kvartálnu stratu spoločnosti za posledných 15 rokov pričom v rovnakom období 2014 mal 3,2 miliardový zisk. Pokles v danom kvartáli však nebol spôsobený poklesom tržieb ale nákladmi, ktoré spoločnosť musela vynaložiť na opravu 11 milión dieselových automobilov, ktoré používali technológiu na oklamanie emisií. Predpokladaný zisk spoločnosti za rok 2015 kvôli škandálu klesne zhruba na 5 mld. eur zatiaľ čo v roku 2014 do-

siahla zisk 12,7 mld. eur. Nasledujúci rok ostane zisk stále pod minulo-ročnou úrovňou zatiaľ čo v roku 2017 by malo dôjsť ku dobehnutiu predošlej úrovne zisku. Čo sa predaja automobilov týka, tu sa nepredpokladajú výrazné zmeny. Za prvých 9 mesiacov predala skupina Volkswagen Group 7,4 milióna automobilov, čo medziročne predstavuje pokles o 1,5%. Tento pokles bol však spôsobený slabším predajom v rozvíjajúcich sa ekonomikách, najmä v Číne, Brazílii a Rusku. Príjmy spoločnosti za tretí kvartál vzrástli medziročne o 5% na 51,5

mld. eur. Keďže sa škandál prevalil až v polovici septembra tak možno uvidíme istý pokles predaja za október, no s dlhodobým poklesom predaja sa nepočíta. Celkový predaj spoločnosti na rok 2015 sa odhaduje na zhruba 10 miliónov vozidiel, čo zodpovedá zhruba predaju z roka 2014. Očakávaní pokles predaja v rozvíjajúcich sa ekonomikách by tu mal nahradiť silnejší predaj v EÚ a v USA. Emisný škandál zasadil spoločnosti úder, no vzhľadom na jej veľkosť a vysoký predaj nepredstavuje výraznú hrozbu. (rb)

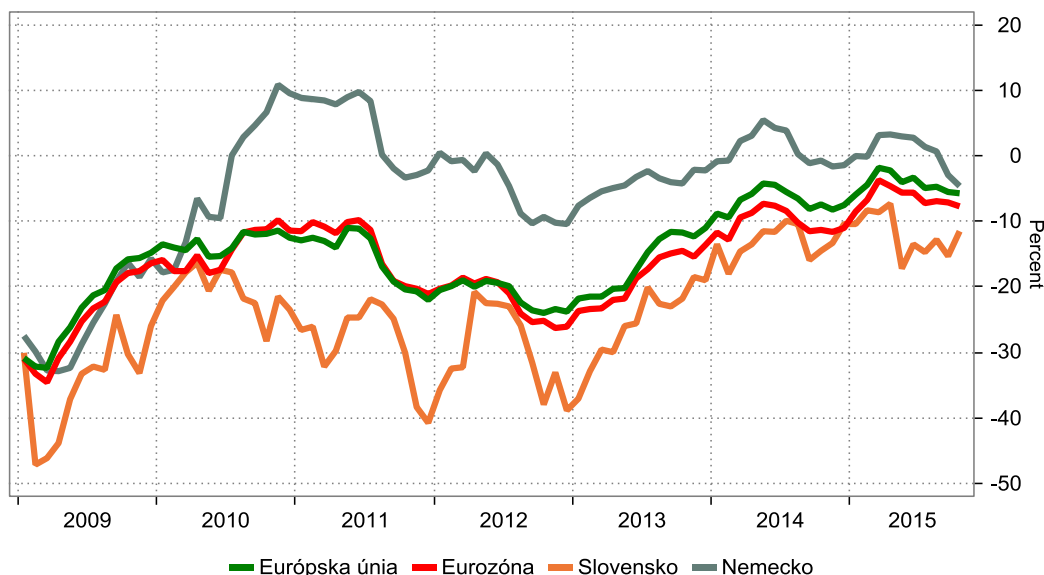
Spotrebiteľská dôvera v Nemecku na poklese

Spotrebiteľská dôvera v Nemecku dosiahla v októbri 9,4 bodu čo predstavuje pokles z predchádzajúcich 9,6 bodov. Jedná sa tu o tretí po sebe nasledujúci pokles pričom súčasná spotrebiteľská dôvera sa momentálne nachádza na najnižších úrovniach za rok 2015 (index spotrebiteľskej dôvery sa meria na základe odpovedí 2000 spotrebiteľov ohľadom očakávaného vývoja domácej ekonomiky). Dôvodom pre pokles tohto indexu je najmä pokles očakávaní o budúcom vývoji ekonomiky. Ten klesol na -2,9 bodu z predchádzajúcich 6,4 pričom záporná hodnota značí negatívne oča-

kávania (jedná sa tu o prvý pokles pod nulu od mája 2013). Tento pokles je zapríčinený migračnou krízou a príchodom veľkého počtu azylantov do Nemecka. Podľa obyvateľov Nemecka bude mať príliv utečencov negatívny dopad na nemeckú ekonomiku a to najmä zhoršením situácie na pracovných trhoch v najbližších mesiacoch. Čo sa emisnej krízy Volkswagenu týka, tu spotrebiteľia nevideli hrozbu pre ekonomiku a len 8% opýtaných si myslí, že by mohla negatívne ovplyvniť pracovný trh. Na druhej strane in-

dex očakávaných príjmov ostával výrazne pozitívny a meranie ochoty kupovať ostalo takisto na vysokých úrovniach. Celkovo však hodnota indexu spotrebiteľskej dôvery na úrovni 9,4 bodu predstavuje slušný výsledok (hodnota nad 0 predstavuje pozitívne očakávania) a to najmä vďaka dobrému vývoju v maloobchode. Podľa inštitútu GfK, ktorý index spotrebiteľskej dôvery zostavuje vzrastie súkromná spotreba v roku 2015 o 1,5% čo predstavuje zvýšenie od 1,2%-ného rastu v roku 2014. (rb)

Index spotrebiteľskej dôvery



Source: **Macrobond**

Gréci zaostávajú s reformami

Grécko s reformami, ktoré sa zaviazalo plniť ako podmienku poskytnutia tretieho, 85,5 miliardového záchranného balíka výrazne zaostáva. Z 48 reforiem zatiaľ splnilo len 18, čo pre veriteľov (MMF, ECB a Európska komisia) predstavoval dôvod, aby Grécku neuvoľnili tranžu vo výške 3 miliárd eur. Prvá časť záchranného balíka tvorila 23 mld. eur z čoho Gréci dostalo zatiaľ 20 mld. (10 na splatenie dlhov a 10 na rekapitalizáciu bánk). Zvyšné tri miliardy by mali dostať v priebehu jesene, no zatiaľ od nich majú ešte ďaleko. Po audite sa zistilo, že Gréci

výrazne zaostávajú s plnením reforiem a podľa predpovedí veriteľov prekoná dlh Grécka hranicu 200% HDP, čo predstavuje horší scenár vývoja Gréckej ekonomiky. Dôvodom zhoršenia gréckych financií sú omnoho horšie ako očakávané príjmy z privatizácie. Už v roku 2010 sa očakávalo, že privatizácia v Grécku bude jedným z najdôležitejších zdrojov financovania dlhu. Z očakávaných 50 mld. eur sa doteraz však podarilo týmto spôsobom získať len 3,5 miliardy eur. Do konca roka je naplánované predat' koncesie na prevádzku 14

letísk nemeckému prevádzkovateľovi Fraport z čoho by mohli získať 1,2 mld. eur. Okrem toho sa plánuje aj predaj 67,7%-ného podielu vlády na dôležitom prístave Pireus, čo bude pre Grécko dôležitý zdroj príjmov. Aj napriek tomu, že by sa tieto dva kroky podarili do konca roka, Grécka stále výrazne zaostáva. V novembri podá Európska komisia hlásenie o úspechu tretieho záchranného balíčka, a tam sa uvidí ako Grécko na tom v skutočnosti je, a či ďalšia finančná injekcia splnila svoju úlohu. (rb)

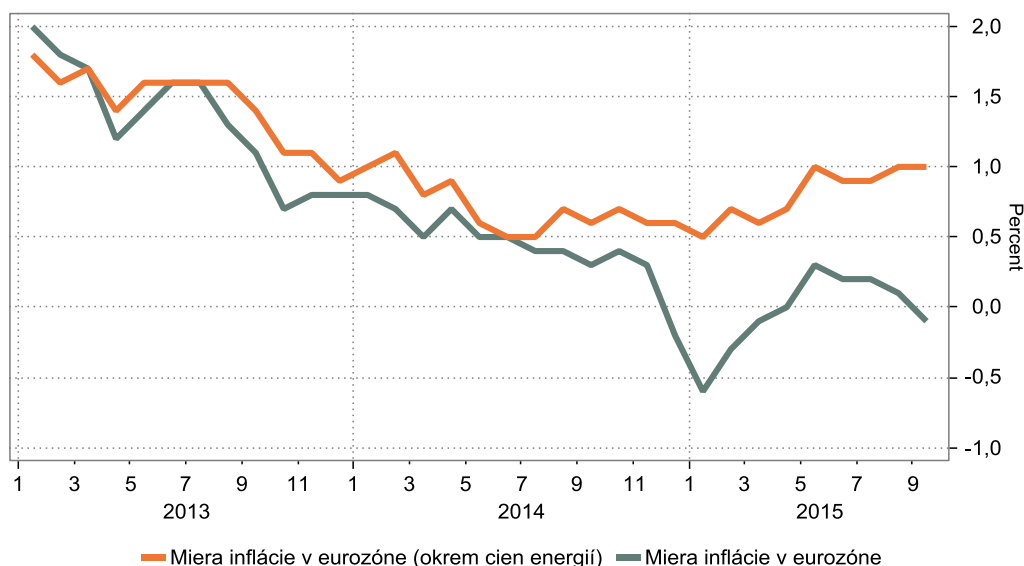
Cenová hladina eurozóny sa nemenila

Rýchly odhad októbrovej inflácie v eurozóne hovorí o nulovej medziročnej zmene cenovej hladiny. Tempo rastu cenovej hladiny teda opäť opustilo deflačné pásmo po septembrovom prepade spôsobenom opäť klesajúcimi cenami ropy. Ceny energií za október medziročne poklesli o 8,7% a tým pádom sú jediným dôvodom nízkej cenovej hladiny. Ostatné zložky spotrebného koša totiž medziročne rástli, pričom sa pri všetkých zložkách zvýšilo aj tempo rastu. Najväčším ťahúňom celkovej cenovej hladiny sú služby, ktoré zodpovedajú za 43% cenového koša, pričom v októbri rástli o 1,3% oproti predchádzajúcemu rastu 1,2%. O 0,1% sa zvýšilo aj tempo rastu ostatných položiek t.j. priemyselné statky (na 0,4%) a potraviny alkohol a tabak (1,5%). Pre lepší pohľad na to, ako ceny ropy ťahajú nadol infláciu v eurozóne sme sa pozreli na infláciu s a bez cien energií. Na grafe môžeme vidieť, že od druhej polovice roka 2014

k zväčšovaniu medzery medzi infláciou s a bez cien energií. Zatiaľ čo do roka 2015 klesalo tempo rastu oboch indexov, v roku 2015 začalo dochádzať k rastu ostatných zložiek spotrebného koša zatiaľ čo ropa ťahala infláciu nadol. Najvýraznejší rozdiel je za posledné 3 mesiace, keď sa začali jednotlivé krivky od seba odchyľovať, čo značí, že ropa ťahá cenovú hladinu stále viac nadol pričom ostatné zložky cenového koša stúpajú. Na grafe chýbajú údaje za október, na ktorých by sme mohli vidieť ešte väčšie zvýraz-

nenie tohto rozdielu. Okrem toho treba brať ohľad na to, že aj ostatné zložky spotrebného koša sú ovplyvnené nízkou cenou energií, keďže tie tlačia nadol výrobné a prevádzkové náklady a tým pádom aj cenu. Zdá sa teda, že politika ECB pomaly dosahuje svoj cieľ zvýšiť infláciu v eurozóne (teda aspoň tú bez cien energií, keďže na ceny ropy ECB vplyv nemá). (rb)

Miera inflácie v eurozóne (údaje za október chýbajú)



Source: **Macrobond**

Nezamestnanosť v eurozóne poklesla

Nezamestnanosť v eurozóne dosiahla za september 10,8% a tým pádom klesla o 0,1%. Podobné výsledky zaznamenala aj EÚ, kde došlo k poklesu z 9,4 na 9,3%. Medziročne klesol počet nezamestnaných v eurozóne o 1,2 milióna ľudí (pokles o 0,7%) a v EÚ o 1,8 mil. ľudí (0,8%). Najlepšie výsledky dosahuje Španielsko, kde dlhodobá nezamestnanosť klesá v priemere o 0,2% mesačne, pričom za posledný rok klesla o 2,4%. Za Španielskom sa najlepšie darilo Estónsku (pokles o 2,3%) a Slovensku a Bulharsku (pokles o 1,9%). Naj-

horšie sa naopak darilo Fínsku (rast o 0,6%) a Francúzsku (rast o 0,3%). Krajiny s najnižšou nezamestnanosťou aj naďalej ostávajú Nemecko (4,5%) a Česká republika (4,8) pričom najvyššia nezamestnanosť prevláda v Grécku (25%), kde sa už dlhšiu dobu nedarí toto číslo zraziť nadol. V krajinách EÚ však aj naďalej ostáva problém vysokej nezamestnanosti mladých, ktorá za september dosiahla 20,1% a tým pádom medzimesačne neklesla. V Grécku kde je najhoršia situácia došlo k rastu nezamestnanosti mladých z 48,1 na 48,6%

a v Chorvátsku ostala na úrovni 43,1%. V Španielsku a Taliansku síce nezamestnanosť mladých za poklesla no aj napriek tomu sa stále nachádza na vysokých úrovniach (46,7% resp. 40,5%). Nezamestnanosť v krajinách EÚ síce klesá čo je pozitívne, no stále má čo doháňať. Problém sú najmä veľké rozdiely medzi jednotlivými členskými krajinami a takisto vysoká nezamestnanosť mladých v mnohých krajinách. (rb)

Nečakaný pokles predaja nových domov v USA

Predaj nových rodinných domov v USA za september nečakane prudko poklesol o 11,5%. Spolu sa za mesiac predalo 468 tisíc nových domov (anualizovane a sezónne očištené, reálne sa za september teda predalo zhruba 468/12 teda 40 tisíc domov) čo oproti augustovému 529 tisícom predstavuje výrazný pokles (augustové čísla sú po revízií s pôvodných 552 tisíc) pričom sa očakávala stagnácia resp. veľmi nízky pokles. Medziročne tak došlo ku len ku 2%-nému nárastu pričom išlo o prvý jednociferný ná-

rast za rok 2015 (v auguste bol nárast o 16,5%). Dôvodom pre pokles je najmä západná a južná oblasť USA (ktorá zodpovedá za väčšinu trhu s novými domami) kde došlo ku poklesu o 6,7% resp. 8,7%. Na severovýchode USA nie je predaj nových domov až taký výrazný no aj napriek tomu mal 62%-ný pokles značnú váhu. Čo sa však cien týka, tu došlo ku výraznému rastu aj medziročne (o 13,5%) aj medzimesačne (o 2,7%). Zlý septembrový predaj bol prekvapením no skutočnosť, že ceny rastú nehovorí o oslabovaní

dopytu. Aj napriek skutočnosti, že predaj domov nie je ani na polovičnej úrovni z rokov 2006 a 2007 však dochádza ku zotavovaniu trhu s nehnuteľnosťami a septembrový pokles by mal byť len dočasný. Predaj nových domov (ktorý zodpovedá za 7,8% celkového trhu s nehnuteľnosťami) v USA sa totiž zostavuje na základe istej vzorky, ktorá sa následne anualizuje a sezónne očistí. Preto v tomto meraní môže dôjsť ku výraznejším mesačným výkyvom. (rb)

Predaj nových domov v USA (anualizovane a sezónne očištené)



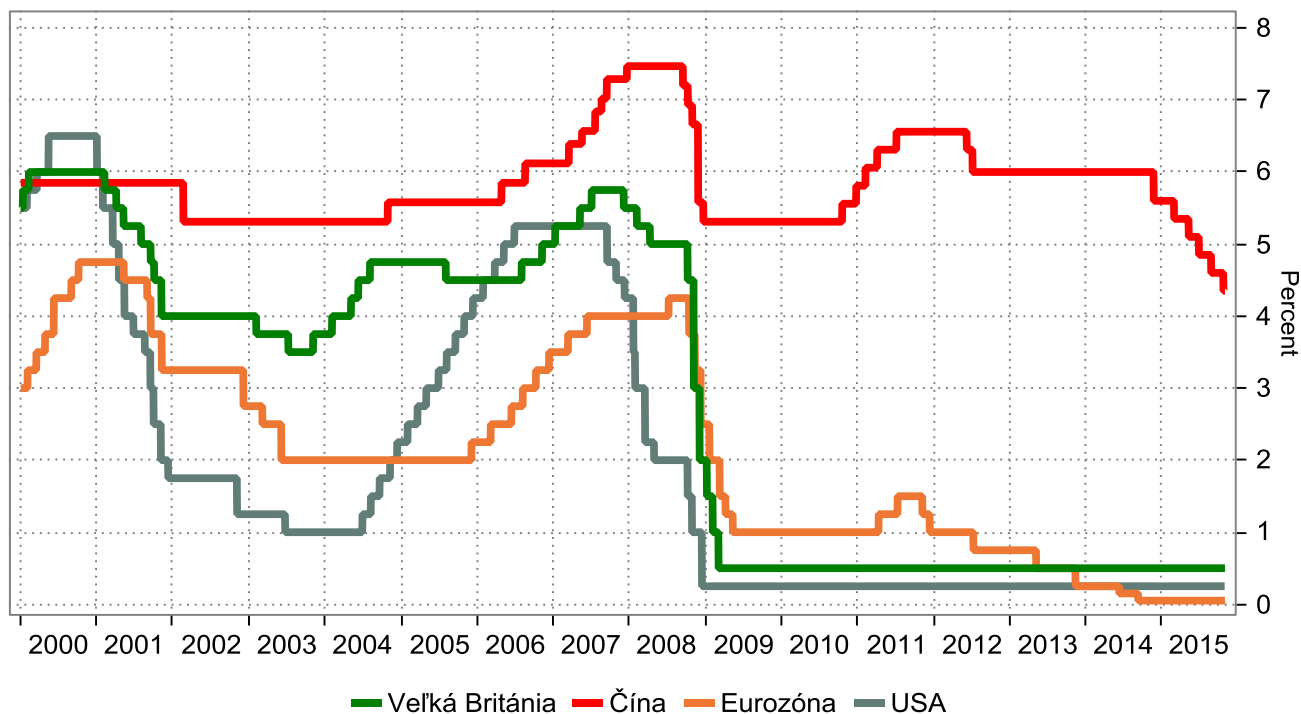
Fed dáva trhom signál

Fed na svojom októbrovom zasadnutí ponechal úrokové sadzby nezmenené. S týmto krokom trhy aj ráтали, no zároveň sa členovia Fedu vyjadrili jasnejšie vzhľadom ku budúcnému zvyšovaniu. Konkrétne ide o zvýšenie sadzieb na poslednom tohtoročnom zasadnutí Fedu v decembri. Zvýšenie bude s veľkou pravdepodobnosťou len mierne (o 0,25%), no aj malé zvýšenie vyšle do sveta signál, že dolár začne postupne zdražovať. Či ku zvýšeniu v decembri naozaj dôjde však stále nie je isté. Bude to závisieť od viacerých faktorov, z čoho najdôležitejšie budú inflácia, rast miezd a údaje o vytváraní nových pracovných miest. Na poslednom, septembrovom zasadnutí sa na prekvapenie trhov Fed odvolával aj na globálnu situáciu zatiaľ čo doteraz sledoval väčšinou len situáciu v rámci hraníc USA. Na tohto týždňovom

zasadnutí sa však vrátila jeho pozornosť ku domácim faktorom, čo značne znížilo počet prekážok decembrovému zvyšovaniu sadzieb. Okrem toho sa vyjadril pozitívne ku uvoľneniu monetárnej politiky čínskou centrálnou bankou (ktorá minulý týždeň znížila kľúčovú úrokovú sadzbu o 0,25% na 4,35%) a takisto ku vyjadreniu ECB ohľadom možného predĺženia programu kvantitatívneho uvoľňovania. Keďže tieto dve centrálné banky vyslali signál uvoľnenia monetárnej politiky a teda podporenia globálnej ekonomiky lacnejším úverovaním tak sa Fed nemusel až tak zaoberať globálnou situáciou a sústredil sa na vlastnú ekonomiku. Na druhej strane signál ECB, ohľadom predĺženia a zvýšenia objemu programu kvantitatívneho uvoľňovania, ku ktorému môže dôjsť v decembri predstavuje hrozbu pre dolár. V prípade, že

by v decembri ECB uvoľnila monetárnu politiku a Fed by zvýšil sadzby by došlo ku výraznému posilneniu dolára voči euru, čo by znamenalo zdraženie exportu USA. Pravdepodobnosť, že Fed v decembri sadzby zvýši je teda dosť veľká. Aj malé zvýšenie však bude mať výrazný dopad na globálnu ekonomiku. Bude totiž značiť začiatok vlny zvyšovania sadzieb, ktorá môže spôsobiť odliv kapitálu z rozvíjajúcich sa ekonomík do USA. Okrem toho klesnú kurzy mien týchto krajín, čo výrazne predĺži súkromný aj verejný dlh týchto krajín, ktorý je z veľkej časti denominovaný v americkom dolári. (rb)

Kľúčové úrokové sadzby centrálnych bánk



Source: **Macrobond**

Štát podporil obnovu 25 tisíc bytov

Ku koncu októbra evidoval Štátny fond rozvoja bývania 788 žiadostí o úver na obnovu bytovej budovy v hodnote 175 miliónov eur. Z tohto počtu bolo zatiaľ schválených 539 úverov v hodnote 121 miliónov eur, čo bude znamenať obnovu 25 562 bytov. Štát totiž poskytuje možnosť požiadať o úver s 0%-ným úrokom na obnovu bytových budov. Na tento účel je v roku

2015 vymedzených 198 miliónov eur (čo by malo vystačiť na obnovu cca 40 tisíc bytov). Momentálny počet žiadostí značí 88%-né využitie dostupných prostriedkov (za predpokladu že budú schválené všetky žiadosti) no 100% prostriedkov s veľkou pravdepodobnosťou využitých nebude. Podať žiadosť totiž treba do konca októbra. Obnova bytových budov znamená najmä

zateplenie ale aj odstránenie systémových porúch, vybudovanie bezbariérových prístupov a výmena výťahov a spoločných rozvodov. Možnosť požiadania o takýto úver by mala byť aj v roku 2016 a podmienka je dokončenie projektu do 24 mesiacov od získania úveru. (rb)

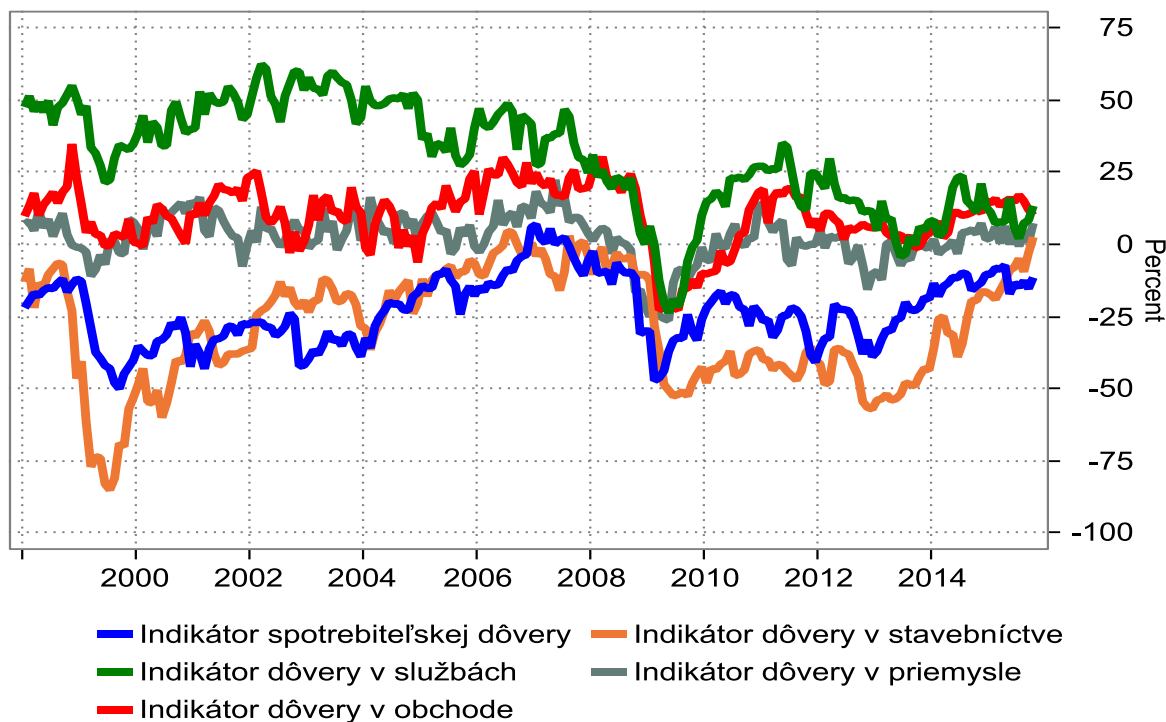
Ekonomický sentiment opäť pozitívny

Indikátor ekonomického sentimentu na Slovensku opäť vzrástol nad hranicu 100 bodov (rast o 2,8 bodu na 101,8) čo značí pozitívnu vyhladku na slovenskú ekonomiku. Dôvodom je nárast všetkých subindikátorov okrem indikátora dôvery v obchode. Ten však aj napriek poklesu stále značil pozitívnu vyhladku pričom však bol prekonaný indikátorom dôvery v službách. Indikátor dôvery v priemysle od začiatku roka striedavo stúpa a klesá, pričom momentálne vzrástol zatiaľ

najlepšiu hodnotu za rok 2015. Najlepšie zo všetkých sa však darí dôvere v stavebníctve. Tá sa momentálne nachádza tesne nad nulou, čo spomedzi ostatných indikátorov nie je najlepší výsledok, no zároveň treba dodať, že nad nulu (a teda do pásma pozitívnych vyhladok) sa dostal prvý krát od hospodárskej krízy, ktorá ho poslala hlboko do záporu. Toto je pre ekonomiku dôležité, keďže to znamená dobrú vyhladku stavebníctva, pričom oživenie tohto sektora značí zdravý

rozvoj ekonomiky. V záporných číslach sa nachádza len indikátor spotrebiteľskej dôvery, ktorý sa na Slovensku však v kladných hodnotách nachádzal len počas roka 2007. Dlhodobu nadol tu spotrebiteľskú náladu ťahajú najmä negatívne očakávania ohľadom budúcich úspor domácností ale aj vysoká nezamestnanosť a slabé očakávania ohľadom vývoja domácej ekonomiky. (rb)

Subindexy Indikátora ekonomického sentimentu



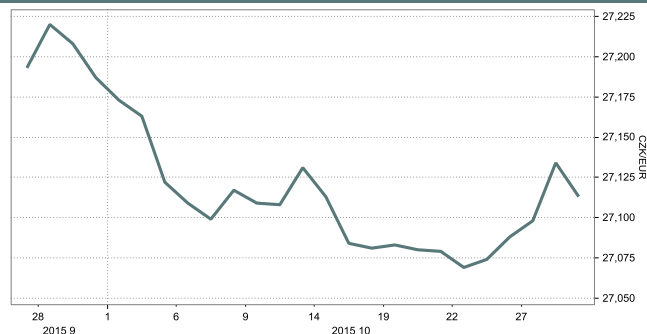
Source: **Macrobond**

AKTUÁLNÝ VÝVOJ NA TRHOCH

EUR/USD



EUR/CZK



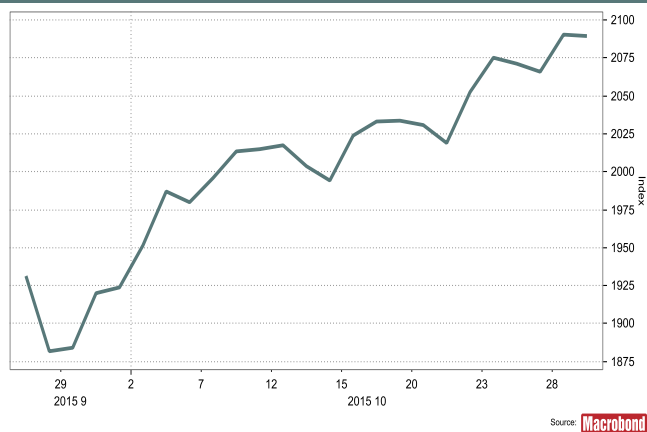
ZLATO



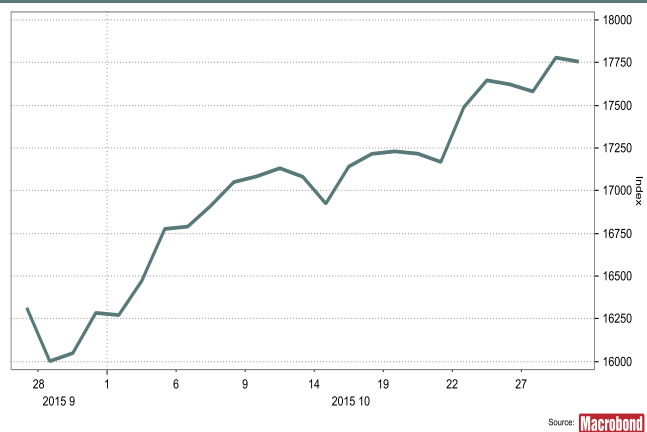
ROPA



S&P



DJIA



DAX



NIKKEI 225



SPRÁVY Z FINANČNÝCH TRHOV

- Spoločnosť Apple dosiahla za štvrtý kvartál až 30%-ný nárast zisku na 11,2 miliárd dolárov. Došlo k tomu prostredníctvom rekordných tržieb, ktoré medziročne vzrástli o 22% na 51,5 miliardy dolárov. Dôvodom pre takýto prudký rast tržieb je zvýšenie predaj iPhonov, ktorých spoločnosť za štvrtý kvartál predala 48 miliónov (22%-ný medziročný nárast). Predajom iPhonov vykompenzovala spoločnosť 20%-ný prepád iPadov. Za rast predaja je zodpovedný najmä čínsky trh, kde spoločnosť dosiahla takmer dvojnásobné zisky oproti minulému roku pričom čínsky trh predbehol Európu a momentálne je na druhom mieste čo sa predaja výrobkov Apple týka.
- V vlne veľkých akvizícií farmaceutického sektora prichádza jedna z najväčších akvizícií vôbec. Objavili sa totiž (zatiaľ nepotvrdené) správy o akvizícii farmaceutickej spoločnosti Allergan farmaceutickým gigantom Pfizer. V prípade, že by došlo k spojeniu týchto dvoch spoločností, ktorých hodnoty sú 113 mil. USD (Allergan) a 219 mil. USD (Pfizer) tak by došlo ku vzniku najväčšej farmaceutickej spoločnosti a prekonaniu doterajšieho prvého miesta, ktoré obsadzuje gigant Johnson & Johnson (hodnota 278 mil. USD).
- Najväčší americký výrobca elektrickej energie Duke Energy kupuje distribútora zemného plynu Piedmont Natural Gas za 4,9 miliárd dolárov, čo predstavuje 40%-ný bonus na akciu. Piedmont Natural Gas dodáva zemný plyn milión domácnostiam v Severnej a Južnej Karolíne, a bude pre Duke Energy predstavovať ďalšie zväčšenie portfólia.

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

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



BENCONT INVESTMENTS



BENCONT GROUP



BENCONT DEVELOPMENT