



# MESAČNÍK

FINANČNÉ SPRÁVY A ANALÝZY

AUGUST 2022

## Témy mesiaca v skratke

- Európske ceny zemného plynu a elektrickej energie kvôli nízkym ruským dodávkam v auguste vystúpili na nové historické maximá nezlúčiteľné so súčasnou vysokou životnou úrovňou v EÚ
- Hrozba recesie sa tak začína naplňať prostredníctvom „vojnových“ cien energií či ich možného úplného nedostatku. Ten hrozí najmä budúcu zimu, keďže plynové zásobníky sa slušne plnia.
- Šetriť energiami by mali aj domácnosti, inak ich zostane menej pre ekonomiku a recesia bude hlbšia, keďže LNG dovozy a iné opatrenia nedokážu nahradiť celý možný ruský výpadok plynu.
- Európska únia by mala v septembri predstaviť mechanizmus cenových stropov, ktoré znížia marže producentom nenaviazaným na zemný plyn, no môže tiež zhoršiť motivácie šetriť a vyrábať.
- K obavám o blížiacej sa recesii pridávajú aj hospodárske problémy v Číne
- Vojna na Ukrajine trvá už viac ako pol roka a jej koniec je v nedohľadne

## Očakávané udalosti

- 5.-7. 9. štatistici zverejnia podrobnosti makroekonomického vývoja na Slovensku v 2. štvrťroku. Pre vysokú infláciu mohla miera úspor domácností klesnúť na historické minimum pod 6% hrubých disponibilných príjmov.
- 8.9. výkonná rada ECB zrejme znovu rozhodne o zvýšení základných krátkodobých úrokových sadzieb o 50, alebo až 75 bázických bodov. Po prvýkrát od roku 2012 sa tak dostane do plusu aj sterilizačná depozitná sadzba, ktorú platí Frankfurt za úložky prebytočnej likvidity komerčných bánk.
- 20.-21.9. bude podobne úroky dvíhať aj americký Fed. Tiež môže cieľnú sadzbu zvýšiť o 50-75 do pásma 2,75-3,25%. To už bude viac ako maximum, ktoré americké úroky dosiahli pred pandémiou.

## Trendy trhu

	aktuálne 30.8.2022	pred mesiacom 29.7.2022	medzimesačná zmena		začiatok roka 30.12.2021	YTD zmena	
EUR/USD	1,004	1,022	-1,76%	▼	1,133	-11,35%	▼
EUR/CZK	24,58	24,61	-0,15%	▼	24,86	-1,14%	▼
EURIBOR 3M	0,582	0,232	0,35 p.b.	▲	-0,573	1,16 p.b.	▲
EURIBOR 12M	1,612	0,921	0,69 p.b.	▲	-0,498	2,11 p.b.	▲
SK ŠD 10R VÝNOS	2,531	1,779	0,75 p.b.	▲	0,142	2,39 p.b.	▲
DE ŠD 10R VÝNOS	1,469	0,817	0,65 p.b.	▲	-0,177	1,65 p.b.	▲

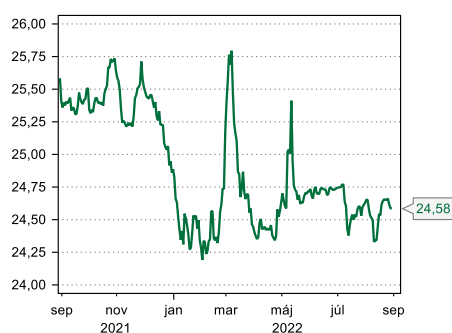
Zdroj: Bloomberg

## Predikcie

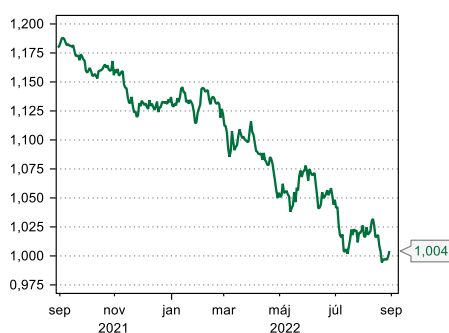
	aktuálne 30.8.2022	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
EUR/USD	1,004	1,03	1,04	1,05	1,07
EUR/CZK	24,58	24,60	25,00	25,40	25,45
EURIBOR 3M	0,582	0,68	1,11	1,52	1,57
EURIBOR 12M	1,612	1,79	2,19	2,35	2,18
SK ŠD 10R výnos	2,531	2,30	2,35	2,20	2,05
DE ŠD 10R výnos	1,461	1,30	1,40	1,30	1,20

Zdroj: Intesa Sanpaolo, VÚB Research

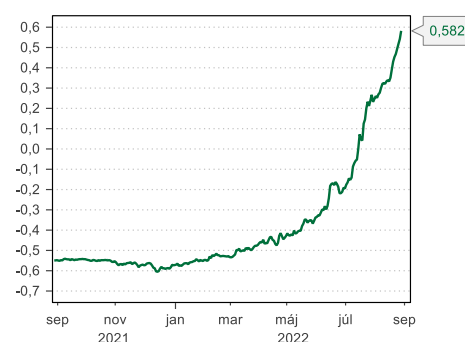
### EUR/CZK



### EUR/USD



### 3M EURIBOR



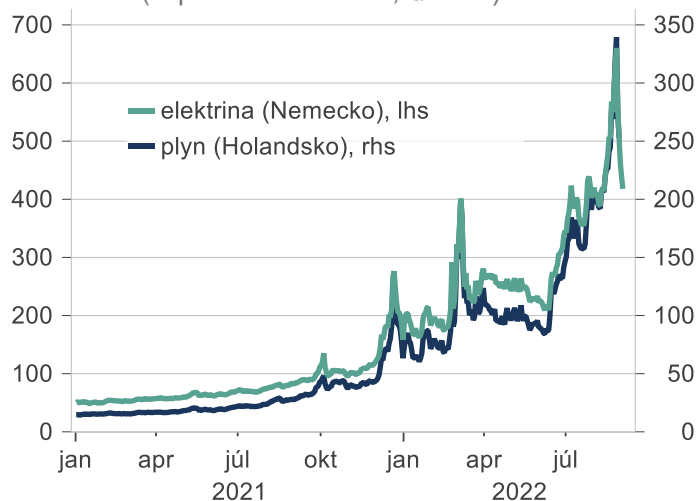
Zdroj: Macrobond, Bloomberg

## Energetická kríza je tu. Vojnové ceny energií môžu už čoskoro spustiť recesiu.

Energetická kríza je tu. Ruská vojna na Ukrajine spolu s nedodávaním dohodnutých objemov plynu do Európy pre jej podporu Ukrajiny (aj formou sankcií na Rusko) v auguste vyhnali burzové ceny zemného plynu a elektrickej energie na nové historické maximá. Tie sú už tak vysoko, že sú nezlučiteľné s pokračujúcou vysokou životnou úrovňou na starom kontinente, keďže Európa je [čistým dovozcom](#) energií a chýbajúci zemný plyn z Ruska nevie v priebehu niekoľkých mesiacov či štvrťrokov plne nahradiť z iných zdrojov. Najviac sa to pritom týka krajín, ktoré sú na ruskom plyne najviac závislé, napríklad Slovensko.

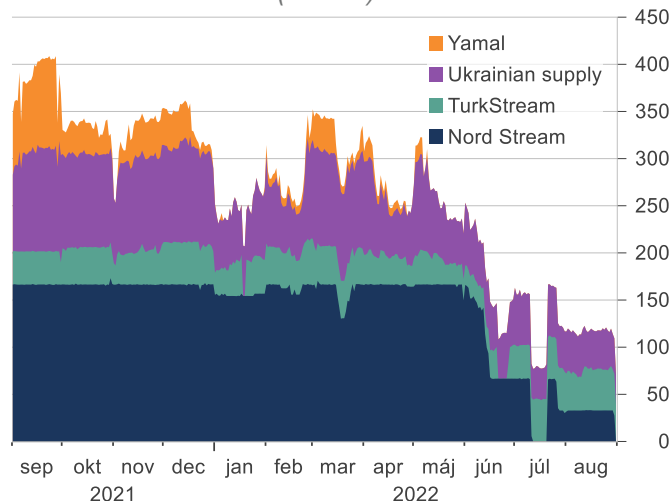
Kým vlni v lete stál holandský plyn TTF s dodávkou v septembri 2022 25-30 eur za MWh, koncom tohto augusta to bolo až cez 300 eur, teda viac ako desaťnásobne viac (pozri Graf 1 na ďalšej strane). Len o niečo menej narástli od vlaňajška aj ceny elektrickej energie: zo 70-80 eur na viac ako 600 za MWh. Ceny elektriny sa hýbu spolu s plynom pomerne úzko, pretože elektrina je pre plyn ako zdroj energie substitútom a tiež sa z plynu vyrába. Európsky plyn v auguste draždel najmä pre pokračujúce nízke dodávky z Ruska, ako aj ohlásenie ďalšej niekoľkodňovej odstávky dodávok cez plynovod Nordstream do Nemecka na koniec augusta. Z pôvodne plánovanej trojdňovej odstávky pritom Rusi pre nové „technické problémy“ urobili odstávku až do odvolania.

**Graf 1: Burzové ceny európskych energií**  
(septembrové futures, €/MWh)



Zdroj: Macrobond

**Graf 2: Dôvod: pokles toku plynu z Ruska do EÚ**  
(mil. m<sup>3</sup>)



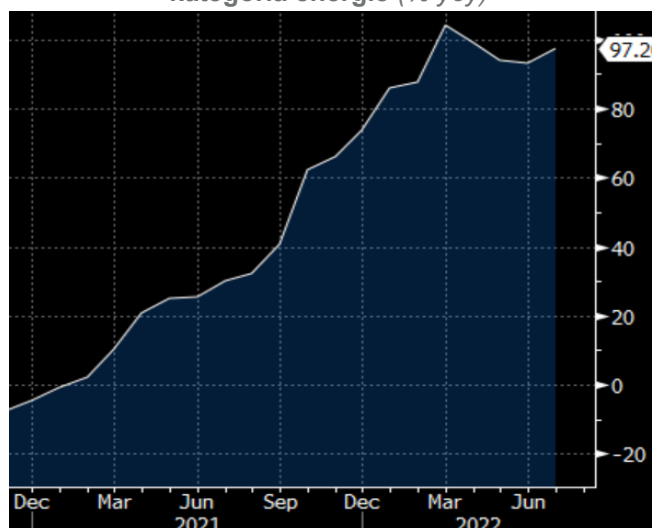
Zdroj: Macrobond, ENTSOG

## Šok do nákladov mnohých firiem príde najmä od januára

Ročná inflácia cien výrobcov v eurozóne v celej kategórii dodávok energií, pary a vody v lete v eurozóne dosahovala „len“ okolo 100% (Graf 3 nižšie), no to ešte neboli zverejnené jej augustové čísla, ktoré budú zrejme znovu nad stovkou. Súčasnú burzovú cenu plynu a elektriny sú tam však navyše reprezentované len čiastočne, pretože skutočných obchodov s elektrinou a plynom významne ubudlo. Firmy i rôzne verejné inštitúcie skôr vyčkávajú, ako sa situácia vyvinie, mnoho z nich má energie nakúpené ešte do konca roka. No s januárom 2023 im hrozí šok a niekoľkonásobné zdraženie týchto nákladov. To sa potom môže premietnuť znovu aj do inflácie spotrebiteľských cien – najmä v krajinách, ktoré ešte na burzový vývoj nereagovali v takej miere, ako iné (Graf 4 nižšie). Vo V4 to platí najmä pre Maďarsko a Slovensko.

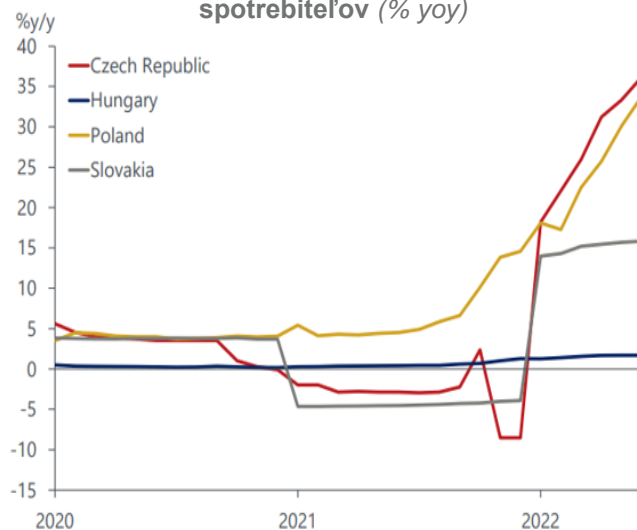
Problém z obchodovaním energií existuje v súčasnosti aj kvôli tomu, že nakupujúci i predávajúci musia aktuálne za budúce kontrakty dopredu skladať veľmi vysoké zábezpeky. Teda akési poistenie, že kupujúci aj pri zmene cien v budúcnosti komoditu za dohodnutú cenu odoberie, a predávajúci, že ju za dohodnutú cenu klientovi dodá. Preto je obchodov na burze oveľa menej a reprezentatívnosť ich cien je nižšia. Dlhodobu cenu v niekoľkonásobku výrobných nákladov logicky pretrvávať nemôžu – no to platí o situácii, že Európa si dokáže celý ruský výpadok energií kompenzovať vlastnými silami, alebo odinakiaľ. Takto to ale bohužiaľ aktuálne nie je a ani tak skoro nebude.

**Graf 3: Inflácia producentov v eurozóne:**  
kategória energie (% yoy)



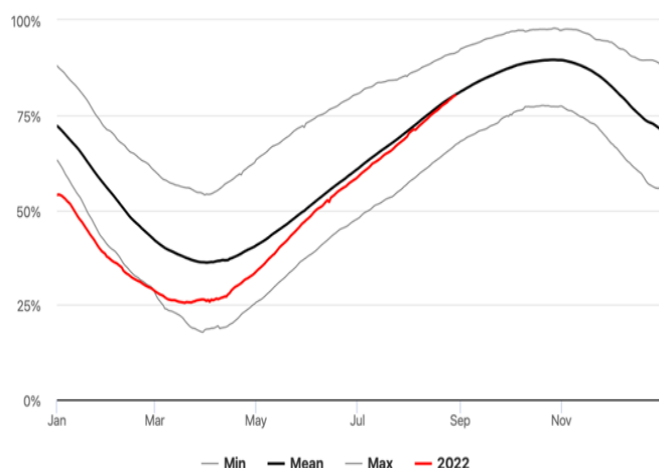
Zdroj: Bloomberg

**Graf 4: Inflácia regulovaných cien energií pre spotrebiteľov (% yoy)**



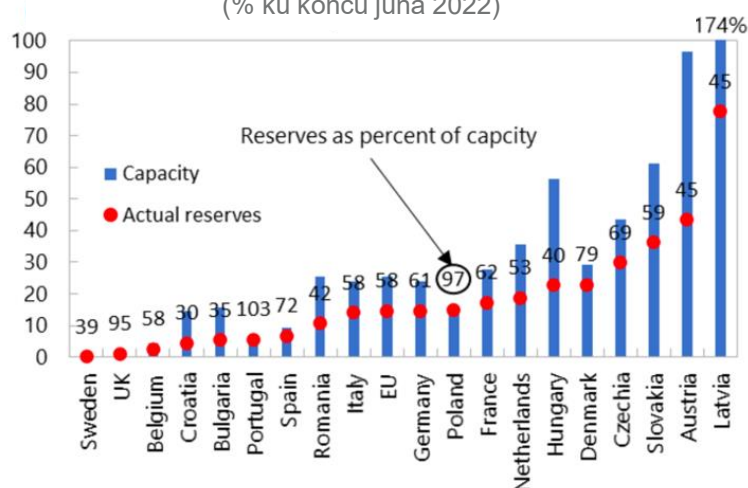
Zdroj: Oxford Economics/Haver Analytics

Graf 5: Naplnenie zásobníkov v EÚ je dobré (%)



Zdroj: AGSI

Graf 6: Zásoby ako podiel ročnej spotreby (% ku koncu júna 2022)



Zdroj: MMF

## Naš'astie, zásobníky sa plnia

Dobrou správou je, že plynové zásobníky sa pred nadchádzajúcou zimou napriek nízkym dodávkam z Ruska darí plniť (Graf 5). Ich celková naplnenosť v Európe sa dostala ku koncu augusta už na 80%, čo znamená, že sa prekonal cieľ Európskej komisie dosiahnuť tento míľnik k 1. novembru. Celkovo však toto množstvo predstavuje len 21% percent ročnej spotreby EÚ. V prípade krajín V4 a ich vysokej závislosti na ruskom plyne sú čísla naplnenosti zásobníkov v ich pomere k ročnej spotrebe pozitívnejšie. V priemere sú vo V4 zásobníky naplnené na 81%, avšak v porovnaní s ročnou spotrebou je V4 na tom o 14 percent. bodov lepšie s naplnenosťou na 35%. Pri naplnenosti ale nikdy nie je udávaná informácia o miestnych zásobách súkromných, či zahraničných vlastníkov.

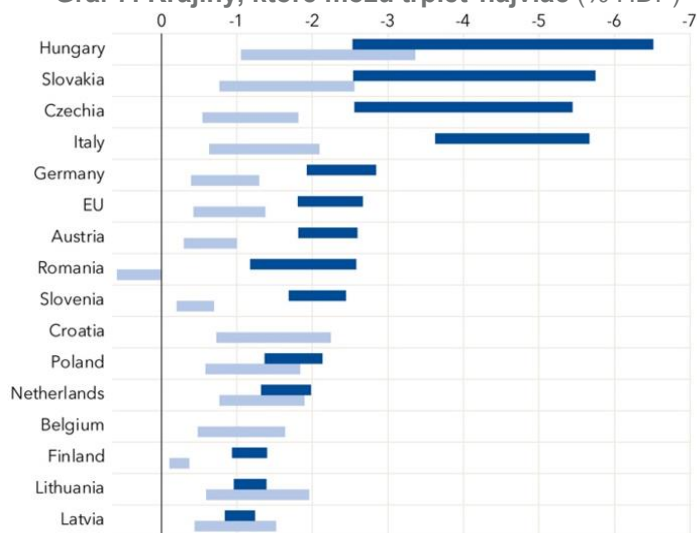
Slovensko bolo spomedzi krajín EÚ na túto zimu ku koncu júna pripravené tretie najlepšie po Lotyšsku, ktoré ale drží na svojom území aj estónske zásoby plynu (zásobníky na 174% ročnej spotreby krajiny, Graf 6), a Rakúsku. K pomere k celkovej ročnej spotrebe sme mali zásobníky naplnené na zhruba 40%, čo bolo vysoko nad priemer EÚ a aj V4. Aj na základe simulácií Medzinárodného menového fondu pre scenár kompletného vypnutia ruských dodávok to dáva nádej, že najbližšiu zimu zvládneme bez väčších ťažkostí a dopady na priemysel a domácnosti nebudú také drastické.

Dôležitejším obdobím budú prípravy zásob na budúcu zimu a teda výhľad zo strednodobého hľadiska. Aj tu ale treba podotknúť par pozitív: a to že, Slovensko pre SPP zabezpečilo už [65% budúcej potreby](#) plynu dodávkami z Nórska a prostredníctvom chorvátskeho LNG terminálu. V blízkej budúcnosti budú tiež dostavané plávajúce LNG terminály v Nemecku, ktoré by mali byť spustené na začiatku roku 2023, a bude tu taktiež možnosť čerpať plyn cez LNG terminál z Poľska vďaka novému plynovodnému prepojeniu so severným susedom. Európskej plynovej sieti by tiež mohlo pomôcť zvýšenie kapacity rúr vedúcich zo Španielska do Francúzska.

## Maďarsko a Slovensko môžu trpieť najviac

Napriek tomu však Európe hrozí vážna recesia. Podľa spomínaného scenára MMF by to najväčší prepád ekonomiky znamenalo v Maďarsku a na Slovensku. V prípade, že krajiny Európskej únie budú pri nedostatku plynu spolupracovať, čo aspoň pre domácnosti a kritickú infraštruktúru predpokladá aj dohoda o dobrovoľnom znížení jeho spotreby do jari 2023 o 15%, mohla by následná recesia na Slovensku dosiahnuť do 2,5%. Ak by sa však spoločný trh a solidarita v kríze rozpadli, prepád ekonomiky by mohol dosiahnuť až takmer 6%, teda porovnateľnú úroveň z hospodárskou krízou v roku 2009 (Graf 7). Nateraz však v základnom scenári očakávame na Slovensku len miernu recesiu, čo by celoročné dynamiky HDP za tento i budúci rok dokázalo udržať v pluse.

Graf 7: Krajiny, ktoré môžu trpieť najviac (% HDP)



Zdroj: Medzinárodný menový fond

Dopad na krajiny Vyšehradskej štvorky by bol najhorší z dôvodu priamej nedostupnosti medzinárodného trhu s LNG, ktorý k nám, krajinám bez prístupu k moru, musí byť prepravený buď z Talianska, Chorvátska, Poľska a po dostavaní nových terminálov aj z Nemecka. Celková závislosť na dovoze ruského plynu je v regióne strednej a východnej Európy najvyššia zo všetkých členov Únie. V prípade V4 je to až viac ako 40% plynu, ktoré by nám chýbali pri úplnom vypnutí ruských dodávok, čo by viedlo k vyššie spomínanému scenáru vážnej hospodárskej recesie.

## Slovensko môže prísť o svoju najziskovejšiu spoločnosť a štát o dividendy

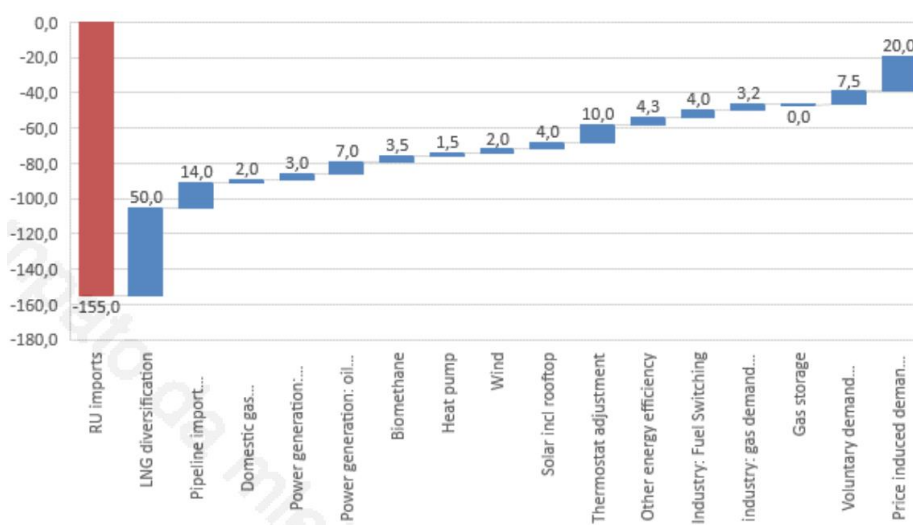
Ak by plyn z Ruska na Západ prestal tečť úplne a dlhodobo, Slovensko by sa tiež ocitlo nie na začiatku plynovodov smerujúcich do Európy, kde je teraz, ale prakticky na ich konci. Prišlo by tak o objemné príjmy z prepravy plynu a ropy z východu na západ, ktorú u nás prevádzkujú firmy Eustream a Transpetrol. Eustream ako prevádzkovateľ tranzitu plynovodom Družba je jednou z najziskovejších spoločností na Slovensku s profitom nad 270 mil. eur ročne. Z celkového objemu plynu tečúceho cez naše územie, čo predstavovalo 41,1 mld. kubických metrov, odoberáme totiž pre domácu spotrebu iba 10%. Preto ak by prišlo k úplnej odstávke ruského plynu, bola by to relatívne veľká strata aj pre štátnu kasu. Príjmy z dividend Eustreamu sú v rozpočte na roky 2023 a 2024 očakávané vo výške 220 mil. eur ročne, k čomu treba pripočítať aj výpadok dane z príjmu spoločnosti, ktorá v bežných rokoch dosahuje 60-90 mil. eur, či dane a zamestnanosť zamestnancov jej dodávateľov, spolu možno okolo 0,4% HDP ročne.

## LNG pomôže cíteľne, ale stále len čiastočne

Dopady takýchto čiernych scenárov sa dajú zmierniť škálou rôznych opatrení: napríklad šetrením energiami, diverzifikáciou zdrojov, ochranou domácností a taktiež ďalším naplnením plynových zásobníkov, ktoré by nám mohli pomôcť prekonať najbližšiu zimu. K otázke nahradenia potenciálne všetkého množstva importovaného ruského plynu v krátkodobom horizonte však zatiaľ neexistuje jasná a stručná odpoveď. Veľkou nádejou sú spomínané importy skvapaneného plynu, ktoré sú už dnes v Európe o zhruba polovicu vyššie ako v rovnakom období vlaňajška. Biznis s LNG ale už momentálne atakuje limity svojich produkčných a prepravných kapacít (špeciálne lode) a tieto kapacity tak nebudú stačiť na vykrytie veľkých krátkodobých potrieb. Dlhodobo by však skvapanený plyn mal tvoriť najväčšiu časť náhrady za ruské dovozy. A to až v objemoch okolo 50 miliárd metrov kubických ročne, predpokladá Európska komisia (Graf 8 nižšie).

Najvhodnejším kandidátom na zlepšenie výhľadu energetickej bezpečnosti EÚ je obnovenie ťažby zemného plynu v holandskom Groningene. Celkové zásoby tohto ložiska sú 450 miliárd kubických metrov, čo je celková ročná spotreba EÚ. Ťažba v Groningene prechádza postupnou odstávkou od roku 2015 kvôli ohrozeniu životov a škodám napáchaným zemetraseniami v okolí. Pre tento dôvod je reštartovanie ťažby politicky ťažko predstaviteľné a pre holandskú vládu ako polovičného vlastníka zatiaľ jednou s posledných možností. Potenciálny reštart by ale ihneď vedel vykryť 20 miliárd metrov kubických ročne a ak by sa priblížil k historickej produkcii, vedel by vykryť až 55 miliárd metrov (úroveň plne funkčného plynovodu Nordstream).

**Graf 8: Stratégia nahradenia ruských dodávok plynu**  
 (miliardy metrov kubických ročne)



Zdroj: Európska komisia

Medzi ostatné opatrenia zvažované Európskou komisiou do budúcnosti patrí zníženie spotreby zemného plynu, ktoré by zabezpečili vysoké ceny, znižovanie teploty zimného vykurovania, či zvyšovanie dodávok inými ako ruskými plynovodmi. Mnohé krajiny už úsporné opatrenia spúšťajú: španielske verejné budovy, vrátane obchodov, hromadnej dopravy, divadiel a kín nesmú mať v letných mesiacoch klímu nastavenú na menej ako 27 stupňov a v zime kúrenie na viac ako 19 stupňov, Nemecko zasa obmedzuje [verejné osvetlenie](#) kultúrnych pamiatok a dodávky teplej vody do verejných inštitúcií.



## **Ak sa neuskromnia domácnosti, ekonomike zostane energií ešte menej**

S rekordnými maximami cien plynu a elektriny na európskych trhoch vyvstáva tiež otázka, koľko budú energie stáť domácnosti. MMF vo svojom scenári úplnej odstávky ruského plynu počítal s kompletnou ochranou spotrebiteľov štátom, čím cenové maximá dopadnú „len“ na sektor ponuky, teda výroby. To však zväčšuje dopad krízy na HDP o zhruba polovicu v porovnaní so scenárom, že by vysoké ceny zdieľali domácnosti rovnako ako firmy.

Zhoda medzi ekonómami je, že v záujme o motivácie šetriť energiami by aj domácnosti mali znášať trhové motivácie a lepšou formou ich podpory je finančná kompenzácia ako regulovaná nízka cena. Lepšou zo zlých možností regulovaných cien je stanoviť regulovanú cenu len do určitej výšky bežnej spotreby, napríklad do 80 či 85% (tak to funguje v Rakúsku a možno bude aj na Slovensku). V takom prípade domácnostiam ostáva stále motivácia energiami šetriť. A domácnosti by na túto motiváciu rastu nákladov na „posledných“ 15-20% spotreby isto aspoň čiastočne zareagovali. Na Ukrajine sa po zdvojnásobení (uvoľnení) spotrebiteľských cien v roku 2015 napríklad znížila ich spotreba v priemere [o 16%](#).

Napriek tomu z aspoň čiastočnej ochrany spotrebiteľov pramení mnoho sociálnych benefitov – napríklad vyrovnávanie dopytu v ekonomike v čase. Aj slovenský Úrad pre reguláciu sieťových odvetví preto varoval, že vláda by mala konať čo najskôr. Podľa prepočtov ÚRSO by sa bez zásahu vlády priemerné ročné náklady domácností na plyn zvýšili z 1200 eur na 3000 eur. Vláda ešte oficiálne svoju finálnu predstavu vývoja regulovaných cien nepredstavila, dá sa ale očakávať, že dodávatelia budú poskytovať viacročné kontrakty, v ktorých bude cena energií rásť miernejším a predvídateľným tempom počas dlhšieho obdobia. V teoretickom prípade klasickej regulácie podľa vývoja burzových cien by domácnosti od januára zaznamenali až trojnásobný rast cien elektriny, plynu a tepla, čo by miestnej inflácii mohlo pridať až 22 percentuálnych bodov a pokoriť tak aj 30-ročný inflačný rekord z roku 1993.

## **Ako môžu pomôcť (a zároveň uškodiť) cenové stropy**

Do toho všetkého prichádza so svojou iniciatívou Európska komisia, ktorá ohlásila balík opatrení na zastropovanie privysokých cien energií aj pre neregulované subjekty a snahu o oddelenie cenotvorby elektriny od cien plynu. Malo by ísť o zníženie marží výrobcov elektrickej energie, ktorým náklady nenarástli tak rýchlo, ako napríklad výrobcom zo zemného plynu. Teda zníženie cien elektriny vyrábanej z obnoviteľných zdrojov a jadrových elektrární. Detaily európskeho návrhu by mal byť predstavené 14. septembra.

Takýto cenový strop by dosiahol niečo podobné, ako teoretické zdanenie nadmerných ziskov a ich prerozdelenie zákazníkom takýchto výrobcov na nákup elektriny. No s jedným podstatným rozdielom. Cenový strop vytvorí prevys dopytu po lacnejšej forme elektriny nad jej ponukou, čo môže znamenať jej ďalší nedostatok. Problémom cenového stropu je tiež nedostatočná motivácia zvyšovať výrobu – napríklad o subjekty a zdroje, ktorým sa ešte pri regulovanej cene neoplatí vyrábať, ale pri vyššej, trhovej cene, by sa im to už oplátilo. Tak či onak, Európa sa s touto Ruskom-vyvolanou energetickou krízou musí veľmi rýchlo vysporiadať, pretože jej firmy sa pri takto vysokých nákladoch na svetových trhoch rýchlo stávajú nekonkurencieschopné.

## **V „zaujímavých časoch“ zvíťazia tí, čo sa dokážu prispôbiť**

Známa čínska „urážka“ hovorí o tom, že si človek človeku želá žiť v „zaujímavých časoch“. V takých časoch aktuálne nesporne žijeme, aj keď mnohí by zniesli aj menej adrenalínu. Najprv Európu šokovala pandémia, potom veľká vojna u susedov a dnes už aj energetická kríza. Každá výzva však vytvára aj nové príležitosti a poučenia. Tie by mali byť jednoznačne o diverzifikácii a energetickej bezpečnosti, ale, ako ukazujú scenáre MMF, aj o európskej jednote a solidarite. Každé jedno opatrenie by v najlepšom prípade malo prejsť testom hodnoty za peniaze – nech sa využívali najmä tie, ktoré prinesú najviac úžitku za čo najmenšie náklady. Pretože tie náklady môžu byť v najbližších štvrtrokochoch obrovské. Výhodné by taktiež bolo, keby začínajúca európska energetická transformácia bola zároveň čo najviac „zelená“, teda nízkouhlíková. Pretože to je ďalšia veľká výzva, ktorá nás v budúcnosti neminie: teda zbaviť sa využívania fosílnych palív, vrátane dnes preklínaného zemného plynu, v čistom úplne.

# Ďalšie správy ostatného mesiaca

## Čínske hospodárske problémy vedú centrálnu banku k znižovaniu úrokov

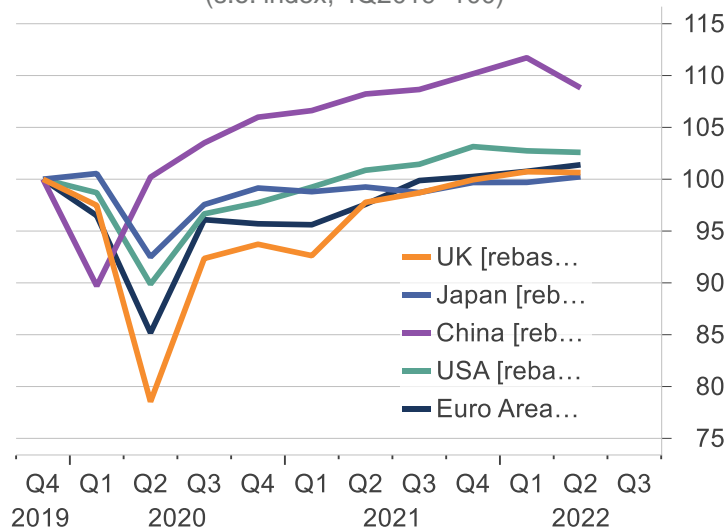
Kým drvivá väčšina svetových centrálnych bánk aktuálne v boji proti vysokej inflácii úrokovú sadzbu zvyšuje, k niekoľkým málo výnimkám popri Turecku a Rusku patrí napríklad Čína. Prispel k tomu aj pokles najväčšej ázijskej ekonomiky v 2. štvrtroku, ktorý mala na svedomí miestna politika nulovej tolerancie voči covidu, ako aj recesia v miestnom dôležitom stavebnom a realitnom sektore (ten tvorí takmer tretinu miestnej ekonomiky). Investori už napríklad očakávajú straty z dolárových dlhopisov developerov zhruba vo výške [130 miliárd](#).

Ročný rast HDP v Číne poklesol len na 0,4% (Graf 9). Čína tiež aktuálne trpí veľkými suchami, ktoré spôsobujú výpadky elektrickej energie.

Čínska centrálna banka (PBC) tak v auguste po druhýkrát tento rok znížila svoju základnú jednoročnú úrokovú sadzbu o symbolických 5 bázických bodov na 3,65%. PBC tiež znížila päťročné sadzby pre hypotekárne úvery z [4,45 na 4,3%](#). Bude tiež developerskému sektoru pomáhať s likviditou. Ten predával mnohé nehnuteľnosti ešte pred výstavbou a aktuálne ich nevie všetky dokončiť.

To však s najväčšou pravdepodobnosťou problémy reálného sektora nevyrieši. Podobne čínska komunistická strana zrejme nezmení svoju politiku úplného „vyhubenia“ covidu zo svojich území, čo bude aj naďalej dopadať na jej veľké mestá, prístavy, spotrebu domácností priemyselnú produkciu i export.

Graf 9: Čínsky HDP v 2. štvrtroku klesol (s.o. index, 4Q2019=100)

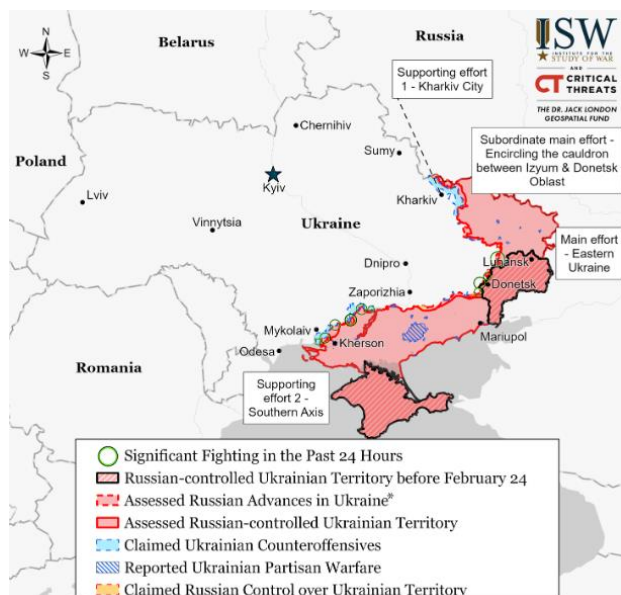


Zdroj: Macrobond

## Pol roka vojny je za nami, no jej koniec je v nedohľadne

24. augusta uplynulo presne šesť mesiacov od začatia ruskej dobyvačnej vojny na Ukrajine. Už od apríla sa však ovládané územia medzi útočníkmi a obrancami menia len málo: Rusi po stiahnutí sa zo severnej časti krajiny pomaly postupujú v dobývaní územia na Donbase a Ukrajinci zasa získali späť časť územia v južnej Mykolajivskej a Chersonskej oblasti. Kyjev tak už dlhšie kontroluje len [78-79%](#) svojho územia spreď roku 2014 (Mapa 1 nižšie). Vojna u susedov si pritom vyžiadala už desaťtisíce obetí na životoch a milióny utečencov.

Mapa 1: Ruskom ovládané územia na Ukrajine



Zdroj: Institute for the Study of War, 3. september 2022

Západ na vojnu reagoval najmä dodávkami vojenskej techniky a sankciami proti Rusku. Tie zatiaľ ruskú ekonomiku na kolená nepoložili, aj keď za druhý štvrtrok vykázala medziročný pokles výkonu o 4%. Podľa odborníkov sú však sankcie behom na dlhé trate a priniesť želaný efekt im môže trvať [dlhé roky](#).

Pokračovanie vojny a sankcií však znamená aj pokračovanie odvetných protisankcií, vrátane škrtania dodávok zemného plynu do Európy. Práve to je spúšťačom európskej energetickej krízy popísanej v hlavnej téme tohto mesačníka. Konflikt tak začína pripomínať bezradnú „hru na kura“ (angl. game of chicken), v ktorej protivníkom hrozí úplné zničenie, pretože ani jeden nechce skončiť ako ten slabší, či „strachopud“ (angl. chicken) a ustúpiť.

Väčšina vojen v histórii netrvala dlhšie ako rok či dva. No mnohé trvali aj desiatky rokov. Aj tá ruská voči Ukrajine fakticky začala už v roku 2014 anexiou Krymu a podporou separatizmu na Donbase. Ak sa nestane niečo nečakané, tento konflikt nemá prečo tak skoro skončiť.

## Makroekonomické indikátory a prognózy

		2020	2021	4Q21	1Q22	2Q22	V.22	VI.22	VII.22	2022F	2023F
<b>HDP</b>											
Reálny HDP	r/r % rast	-4,4	3,0	1,4	3,1	1,7	-	-	-	1,5	2,1
Nominálny HDP	r/r % rast	-2,1	5,5	5,2	9,3	9,9	-	-	-	8,3	7,5
Spotreba domácností	r/r % rast	-1,3	1,1	2,8	9,1	-	-	-	-	1,9	0,7
Spotreba verejnej správy	r/r % rast	0,9	1,9	2,1	-0,4	-	-	-	-	-2,1	0,1
Tvorba hrubého fixného kapitálu	r/r % rast	-11,6	0,6	6,0	6,4	-	-	-	-	-1,4	9,2
Vývoz	r/r % rast	-7,3	10,2	1,6	-4,5	-	-	-	-	0,5	3,9
Dovoz	r/r % rast	-8,2	11,2	3,5	-1,3	-	-	-	-	0,7	4,3
<b>Inflácia</b>											
CPI	r/r % rast, priemer	2,0	3,2	5,5	9,3	12,5	12,6	13,2	13,6	12,2	11,5
CPI	r/r % rast, decem.	1,6	5,8	-	-	-	-	-	-	13,3	8,5
HICP	r/r % rast, priemer	2,0	2,8	4,8	8,5	11,7	11,8	12,5	12,8	11,8	11,8
Jadrová inflácia	r/r % rast, priemer	2,0	3,6	6,0	8,2	12,0	12,1	12,9	13,3	11,7	6,6
Ceny priemyselných výrobcov	r/r % rast, priemer	0,9	5,5	13,2	33,2	44,3	40,9	43,2	42,9	38,6	-2,0
<b>Vonkajšia bilancia</b>											
Bilancia zahr. obchodu - kumulatívna	mln. EUR	3317	1692	1805	-1087	-1467	-1389	-1467	-	-3 048	-2 408
12M obchodná bilancia / HDP	%	3,0	1,7	1,9	-0,7	-1,5	-1,3	-1,5	-	-2,9	-2,1
Vývoz	r/r % rast	-5,5	16,3	9,4	10,9	16,7	30,8	12,9	-	13,5	6,1
Dovoz	r/r % rast	-8,4	19,3	14,5	23,3	21,2	30,8	17,1	-	19,4	5,3
<b>Trh práce</b>											
Miera nezamestnanosti (ÚPSVaR)	priemer	6,8	7,5	6,7	6,8	6,4	6,4	6,3	6,2	6,4	5,5
Miera nezamestnanosti (VZPS)	priemer	6,7	6,8	6,6	6,4	-	-	-	-	6,3	6,0
Hrubá mesačná mzda	priemer v EUR	1133	1211	1331	1212	-	-	-	-	1 296	1 399
Nominálna mesačná mzda	r/r % rast	3,8	6,9	6,9	7,8	-	-	-	-	7,0	8,0
Reálna mesačná mzda	r/r % rast	1,9	3,6	1,3	-1,4	-	-	-	-	-4,6	-3,1
<b>Produkcia, tržby a sentiment</b>											
Priemyselná produkcia	r/r % rast	-8,6	10,4	4,2	-1,5	-4,7	1,1	-5,7	-	-3,3	3,1
Stavebná produkcia	r/r % rast	-9,6	-2,8	1,6	1,7	-1,4	2,5	-4,1	-	1,0	8,4
Maloobchodné tržby	r/r % rast	-1,0	1,4	2,4	16,0	6,3	7,8	1,5	-	3,7	0,9
Indikátor ekonomického sentimentu	body, s.o.	85,8	94,3	94,5	94,4	93,9	98,0	98,4	91,2	-	-
<b>Úrokové sadzby</b>											
ECB refinančná sadzba	koniec obdobia	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	1,50	2,00
3M EURIBOR	koniec obdobia	-0,55	-0,57	-0,57	-0,46	-0,20	-0,34	-0,20	0,23	1,11	1,59
1R EURIBOR	koniec obdobia	-0,50	-0,50	-0,50	-0,07	1,04	0,39	1,04	0,92	2,19	2,09
Výnos 10R SK štátneho dlhopisu	koniec obdobia	-0,52	0,14	0,14	1,26	2,35	1,99	2,35	1,78	2,30	2,40
Výnos 10R DE štátneho dlhopisu	koniec obdobia	-0,57	-0,18	-0,18	0,55	1,34	1,12	1,34	0,82	1,40	1,60
<b>Výmenný kurz</b>											
EUR/USD	koniec obdobia	1,22	1,13	1,13	1,11	1,05	1,07	1,05	1,02	1,04	1,11
<b>Rozpočtová politika</b>											
Bilancia verejných financií, 4 kvartály	% HDP	-5,5	-6,1	-6,1	-5,3	-	-	-	-	-3,9	-3,6
Dlh verejnej správy	% HDP	59,7	63,1	63,1	62,4	-	-	-	-	61,3	59,8

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

Tento materiál je pripravovaný Odborom Ekonomický prieskum, VÚB banka

**Hlavný ekonóm**

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

**Makroekonomóm**

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

**Predaj**

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

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.