

číslo 1 (január 2009) ročník 4

„Doba kamenná neskončila preto, že došli kamene, ale pretože vznikli bronzové nástroje, ktoré ľuďom viac vyhovovali.“

Jeroen van der Veer



## Obsah

Nestrieľať slepými nábojmi  
str. 1

Výdavky štátu  
str. 2

Naplní sa Friedmanova predpoveď?  
str. 3

2536  
str. 3

Balvan na hrdle západných ekonomík  
str. 4

Keď nulový úrok nestačí  
str. 6

Optimistická revízia daňových príjmov?  
str. 7

Cena štátu  
str. 8

Investovanie v čase finančnej krízy  
str. 9

Pro/Anti Market  
str. 10

Zaujímavá internetová adresa  
str. 10

[www.cenastatu.sme.sk](http://www.cenastatu.sme.sk)

[www.INESS.sk](http://www.INESS.sk)

## Editorial

### Richard Ďurana



Nový rok nám zatiaľ veľa dobrého nepriniesol. Hospodárska kríza vo svete sa prehĺbuje a priame dôsledky badáme čoraz zreteľnejšie aj na Slovensku. Podniky, ktorým klesá odbyť, racionalizujú alebo zatvárajú prevádzky a ľudia začínajú prichádzať o prácu. Dolce far niente (sladké ničnerobenie) vlády nemohlo vydržať donekonečna a premiér a jeho ministri si vyhrnuli rukávy. Vznikla Rada pre hospodársku krízu, ktorá minulý týždeň začala svoje zasadania a poznáme už aj prvé návrhy riešení, ako zabrániť ešte väčšiemu prepadu do červenej priepasti rastúcej nezamestnanosti. Vláda sa rozhodla zachraňovať existujúce pracovné miesta. Na to vyčlenila 330 miliónov eur, ktoré chce získať škrtmi vo výdavkoch ministerstiev. O tom, či by nebolo lepšie naopak vytvárať také prostredie, kde ľahko vznikajú nové, píšeme v článku *Nestrieľať slepými nábojmi*.

Hospodárska kríza je tiež skúškou životaschopnosti meny, ktorú sme si osvojili len pred mesiacom. Krajiny eurozóny stratili vlastné nástroje monetárnej stimulácie ekonomík a jednotný meter všetkým nevyhovuje. Aj vládne balíčky boja proti hospodárskej recesii, ktoré sa nevyhnutne premietnu do porušenia maastrichtských kritérií, skôr či neskôr vyvolajú pnutia, na ktoré nemusi byť jednoduché reagovať. O tom, ako to vyzerať s budúcnosťou eura píšeme v článku *Naplní sa Friedmanova predpoveď?*

Zaujímavé veci sa dejú aj za oceánom. Americká centrálna banka v snahe stimulovať padajúce hospodárstvo znižuje úrokovú sadzbu na nulu. O tom, čo je to monetarizácia štátneho dlhu, sa dočítate v článku *Keď nulový úrok nestačí*.

Aj nákladné sociálne systémy podstupujú neľahký test. Čelia rizikám, o akých sa vládnym predstaviteľom v čase expanzie štátu v tejto oblasti ani

nesnívalo. Ak sa chcete dozvedieť viac, prečítajte si článok *Balvan na hrdle západných ekonomík*. Niektoré riziká si uvedomuje aj slovenská vláda, najmä v oblasti dôchodkového zabezpečenia. Potrebuje peniaze na čiastočné vykrytie deficitu I. priebežného piliera a už po druhýkrát otvorila II. kapitalizačný pilier. V článku 2356 píšeme, ako reaguje slovenská verejnosť a aký je jej vzťah k vlastným úsporám na dôchodkových účtoch.

Útlm hospodárskej výkonnosti sa dotkne aj príjmov štátnej kasy. Na začiatku januára sme v článku *Optimistická revízia daňových príjmov* avizovali, že pozeráť sa na svet okolo seba cez ružové okuliare nemusí byť strategicky najlepší prístup pri zostavovaní štátneho rozpočtu. Konečným sudcom bude tak ako vždy koncoročná realita, vláda by však mala v týchto neistých časoch voliť opatrnejší prístup, než aký zaujala.

INESS vstupuje do štvrtého roka svojej činnosti. Ak si myslíte, že robíme správne veci, podporte nás. Na našej internetovej stránke nájdete na ľavom paneli formulár, pomocou ktorého nás môžete jednoducho podporiť z tepla Vášho domova alebo kancelárie. Pomaly sa tiež blíži obdobie daňových priznaní. Aj v súvislosti s touto povinnosťou nám prostredníctvom asignácie 2% z dane z príjmu môžete pomôcť presadzovať myšlienky a hodnoty, ktoré zastávame. Predvyplnené formuláre nájdete na našej stránke. Vopred Vám za Vašu podporu ďakujeme a prajeme Vám v roku 2009 veľa pracovných i osobných úspechov.

*Richard Ďurana*

## Nestrieľať slepými nábojmi

### Richard Ďurana



Pokles spotreby vo vyspelých krajinách Európskej únie, inými slovami dopytu, sa musí zákonite pretaviť do zníženej produkcie. Slovenská ekonomika, exportujúca na úrovni 85% HDP, nemôže reagovať inak, ako znížením objemu produkcie.

A kde sa vyrába menej, tam je aj menej práce, a netýka sa to len Slovenska. Len v Spojených štátoch amerických prišlo za posledné štyri mesiace o prácu 1,9 milióna ľudí a nezamestnanosť stúpa rapidným tempom aj v Európe. V krajine nedávneho európskeho tigra Írsku stúpla nezamestnanosť medziročne o 62 percent, rovnakým tempom stúpa aj v Španielsku, ktoré nás s 13,4 percentnou nezamestnanosťou vystriedalo na nelichotivom prvom mieste v EÚ.

Ľudia na Slovensku prichádzajú o prácu tiež a čoraz častejšie správy z médií o prepúšťaní dávajú tušiť, že tempo sa stupňuje.



Počet evidovaných nezamestnaných, ktorý v polovici minulého roka dosiahol úroveň 7,4 percenta, sa začal koncom roka zvyšovať a v decembri sa vyšplhal na 8,4 percenta. Odpoveď na otázku, kedy sa tento trend zastaví a aké rozmery dosiahne, dnes nevie dať nikto. Situácia na Slovensku je totiž do výraznej miery podmienená dianím vo svete. Neznamená to však, že nedokážeme tvrdé údery, ktorá kríza rozdáva, čiastočne eliminovať. Ide teraz o to, aby sme použili tie správne náboje. Z novembrového vládneho protikrizového balíčka sa okrem zvýšenia podielu záruk štátu na úvery podnikateľov nezrealizovalo nič. V januári zareagovala návrhom balíčka aj najsilnejšia opozičná strana, ktorá navrhuje znížiť rovnú daň na 16 percent či odvodové a daňové prázdniny pre začínajúcich živnostníkov.

V stredu premiér hovoril o možnej liberalizácii zákonníka práce na obdobie jedného roka či znížení lehoty na vrátenie nadmerných odpočtov DPH firmám zo 60 na 30 dní. No a zrejme najsilnejšiu mediálnu váhu má jeho odhodlanie z verejných zdrojov vyčleniť 330 miliónov eur na zachovanie pracovných miest, ktoré včera odobrila aj novoformovaná Rada pre hospodársku krízu. Prvé dva ná-

vrhy určite súkromný sektor, ktorý generuje 90 percent HDP na Slovensku, uvíta. Je ale v poriadku zachraňovať existujúce pracovné miesta?

Pre slovenský pracovný trh je v súčasnosti kľúčová jeho pružnosť. Štruktúra ekonomík krajín celého sveta nepochybne prejde zmenami. Niektoré produkty sa budú vyrábať v menšom množstve, po niektorých iných naopak dopyt vzrastie. Kto dokáže posúdiť, ktoré firmy na trhu prežijú a ktoré nie? Dotovanie pracovných miest v podnikoch, ktoré nemajú odbytu, môže krátkodobo vyvolať dojem, že situácia sa stabilizuje, z dlhodobého hľadiska je to však len oddaľovanie nevyhnutného konca. Slovensko musí byť prispôsobivé a nepomáhať selektívne vybraným podnikom a zamestnávateľom, ale vytvoriť také prostredie, ktoré plošne pomôže všetkým podnikom. Cieľom by nemalo byť zachovanie existujúcich miest, ale vytvorenie prostredia, v ktorom nové miesta ľahko vznikajú. Preto treba odstraňovať podnikateľom spod nôh polená, na ktoré si dlhodobo sťažujú: vysoké odvodové zaťaženie práce, vysokú minimálnu mzdu a nepružný zákonník práce. Inak nová práca bude vznikať len ťažko.

Flexibilný trh práce pritom neznamená, že

nezamestnaný môže v priebehu pol roka absolvovať 3 rekvalifikačné kurzy. Ani umelo vytvorené pracovné miesta v podnikoch, ktoré existujú vďaka štátnym dotáciám. Pružnosť znamená skôr možnosť vytvárať pracovné pomery na dobu určitú a na obmedzený počet hodín, bez toho, aby bol podnikateľ nútený odvádzať vysoké odvody na úrovni minimálnej mzdy a vyplňať stohy tlačív.

Dopady hospodárskej recesie ponesie celá ekonomika a tým každý občan vo väčšej či menšej miere. V tomto smere vláda zlyháva v komunikácii nepríjemnej pravdy. Náboje, ktoré môže efektívne použiť totiž nepredstavujú rýchlu a účinnú liečbu, ako by si mnohí priali. Nižšie sadzby daní ani odvodov nás nevrátia na vysoký rast za dva mesiace. Flexibilnejší trh práce umožní podnikovým zamestnávateľom a nezamestnaným hľadať cestu z núdze, ale tí, ktorí nebudú ochotní za prácou cestovať, sa z problémov nedostanú. To, čo nás v najbližšom období čaká totiž nebude bezstarostnosť a sledovanie prudkého rastu priemernej mzdy, ale vyhrnutie rukávov a uťahovanie opaskov. Ten, kto sľubuje opak, zrejme ešte stále nepochopil o čo tu ide.

**Hospodárske noviny, 30.1. 2009**

## Porovnanie

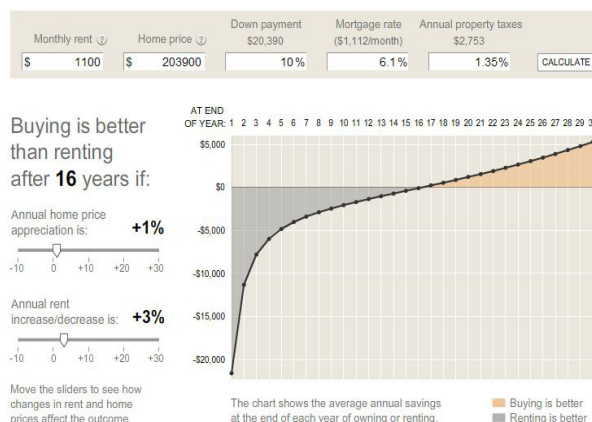
### Oplatiť sa byť skôr kúpiť alebo prenajať?

The New York Times prinieslo ďalšiu pomôcku pre rozhodnutia ohľadom vašich osobných financií. Po tom ako ste si mohli spočítať, koľko vám bude trvať kým sa vrátia vaše straty z portfólia na kapitálových trhoch, sa teraz môžete pohrať s kalkulačkou, ktorá vám má uľahčiť rozhodovanie, či si byt kúpiť alebo radšej prenajať.

Napriek tomu, že kalkulačka je v dolároch, pokojne môžete zadávať hodnoty v eurách (v eurách sú potom aj úspory zobrazované vo výslednom grafe). Do jednotlivých políček postupne zadajte mesačné nájomné vo vami vybranom byte (bez energií), cenu takéhoto bytu, výšku prvej splátky, úrokovú sadzbu na hypotéku a sadzbu dane z nehnuteľnosti. Po tom ako vľavo dole nastavíte váš odhad ohľadom budúceho vývoja cien nehnuteľností a výšky nájomov, vám kalkulačka vypočíta, koľko rokov by ste mali v byte minimálne bývať, aby sa vám ho oplatiť kúpiť. Graf zobrazuje úsporu v jednotlivých rokoch, ktorú by vám kúpa bytu od nasťahovania priniesla.

Aby ste zmenili nastavenie kalkulačky tak, aby čo najviac zodpovedala vašim očakávaniam ohľadom budúceho ekonomického vývoja, kliknite na Advanced Settings vpravo hore. Môžete tam meniť ostatné vstupné údaje potrebné do výpočtu, ako je napr. miera očakávanej inflácie, daň z príjmu, alternatívny výnos peňazí, náklady spojené s predajom alebo nákupom nehnuteľnosti, doba trvania hypotéky atď.

Zdroj: [http://www.nytimes.com/2007/04/10/business/2007\\_BUYRENT\\_GRAPHIC.html?\\_r=2&scp=1&sq=buyrent&st=cse](http://www.nytimes.com/2007/04/10/business/2007_BUYRENT_GRAPHIC.html?_r=2&scp=1&sq=buyrent&st=cse)



## Výdavky štátu

### Úrad verejného zdravotníctva Ministerstva dopravy, pôšt a telekomunikácií SR

**Suma dotácie podľa rozpočtu na rok 2009:** 29,3 mil. Sk (971,5 tis. Eur)

**Počet zamestnancov:** 50

**Popis:** Úrad je jedným z posledných štátnych rozpočtových organizácií bez internetovej stránky, ktorá by poskytovala prehľad o jeho činnostiach (paradoxne financovaný ministerstvom, ktoré má telekomunikácie v správe). Podľa informácií poskytnutých se-

kretariátom plní úrad funkciu dozoru nad hygienou v doprave a v telekomunikáciách. Vzhľadom na skutočnosť, že existuje rozpočtová organizácia Ministerstva zdravotníctva SR s názvom Úrad verejného zdravotníctva a s ročným rozpočtom presahujúcim 1 mlrd. Sk, ktorý spravuje sieť regionálnych úradov (bývalých hygienických staníc), považujeme existenciu tohto úradu za neefektívnu duplicitu. Jeho funkcie by mali byť po prehodnotení ich zmysluplnosti (potrebuje sektor telekomunikácií, alebo železničnej dopravy

osobitného hygienika?) prevedené na úrad v správe Ministerstva zdravotníctva SR.

**Zdroj:** Úrad a rozpočet Ministerstva dopravy, pôšt a telekomunikácií SR 2009



## Naplní sa Friedmanova predpoveď?

Juraj Karpiš



Pred takmer siedmimi rokmi predpovedal americký ekonóm, nositeľ Nobelovej ceny a najvýznamnejší predstaviteľ monetarizmu Milton Friedman rozpad eurozóny do 5 až 15 rokov. Príčinou mali byť rozdielne reakcie krajín eurozóny na externé ekonomické problémy. Ako to s eurozónou vyzerá na začiatku odhadovaného intervalu rozpadu?

Nie, eurozóna sa zatiaľ nerozpadá, avšak problémy, ktorých sa Friedman obával, naberajú stále konkrétnejšie kontúry. Politický projekt jednotnej meny bol doteraz považovaný za úspech, no jeho reálnu životaschopnosť otestujú až dopady svetovej finančnej krízy. Tá totiž odhaľuje výrazné rozdiely medzi jednotlivými členmi eurozóny a ukazuje sa, že eurozóna nie je ani zďaleka taká homogénna, ako ju politici pri zavádzaní eura chceli mať. Veľké rozdiely v poklese ekonomickej výkonnosti, nezamestnanosti (nezamestnanosť v Španielsku je takmer dvojnásobná ako v Nemecku), či obchodných bilanciách jednotlivých krajín eurozóny vytvárajú napätie medzi jednotlivými vládami ohľadom toho, ako by mala vyzeráť ideálna monetárna politika Európskej centrálnej banky.

Na diverzitu v rámci eurozóny poukazujú aj rekordné rozdiely v nákladoch, ktoré musia jednotlivé štáty v rámci eurozóny platiť za požičané peniaze. Napríklad rozdiel medzi nemeckým a gréckym dlhopisom je desaťkrát väčší ako bol pred dvoma rokmi (2,32%). Recesia a predpokladaný prepád príjmov rozpočtu pri expandujúcich verejných výdavkoch už viedli k zníženiu ratingu Grécka, Španielska, Portugalska a Talianska ratingovou agentúrou S&P. Podobnému osudu neu-

nikne pravdepodobne ani Írsko. Problémom rastu deficitov verejných financií sa síce týka všetkých krajín eurozóny, no pri ekonomicky slabších krajinách dochádza k výraznejšiemu rastu rizikovej prirážky štátneho dlhu. Tá odrzkadľuje zvyšovanie pravdepodobnosti defaultu (neschopnosti splácať dlh) týchto krajín. A práve rast pravdepodobnosti neschopnosti niektorých krajín eurozóny splácať svoje záväzky priniesol oživenie špe-



kulácií ohľadom životaschopnosti menovej únie aj v renomovaných médiách. Existuje totiž riziko, že niektorá z týchto krajín, pre ktoré sa stáva euro nepríjemným obmedzením, eurozónu opustí.

Euro totiž odstránilo jednu z možností, akou v minulosti vlády často riešili ekonomické problémy. Devalvácia domácej meny expanzívnu monetárnu politiku znížila reálnu hodnotu dlhu emitovaného vo vlastnej mene a zároveň podporila export zlacnením domácej produkcie. Nedávne nepokoje v Grécku alebo výroky niektorých talianskych a španielskych politikov ukazujú, že aký taký potenciál pre radikálne riešenie problémov

vystúpením z eurozóny existuje, aj keď sa takáto možnosť v oficiálnych euro dokumentoch nenachádza.

Dôvod k optimizmu nedáva ani nedávna emisia nemeckých dlhopisov. Napriek tomu, že ide o najsilnejšieho člena eurozóny a pravdepodobne jedinu krajinu, ktorá si udrží najlepší AAA rating, bol dopyt po prvej emisii štátneho dlhu v tomto roku sklamaním. Otázne preto je, ako budú svoj dlh umiestňovať slabšie krajiny s horším ratingom a v prostredí, keď sa na trh dostane kopa nových štátnych dlhopisov kryjúcich expanzívne fiškálne plány ostatných krajín. Doteraz nepredstaviteľný scenár, že niektorá z krajín eurozóny bude mať problém predať svoj dlh, sa tak stáva čoraz pravdepodobnejším.

Kľúčovou a stále otvorenou otázkou zostáva, ako sa k prípadnej neschopnosti niektorých členov eurozóny získať zdroje na finančných trhoch postaví Európska centrálna banka. Napriek tomu, že ochota ECB finančne podporiť postihnuté krajiny nákupom ich dlhu za novo vytlačené eurá by určite zvýšila stabilitu menovej únie a poprela Friedmanove predpovede, takýto krok by mal závažné inflačné dôsledky. Bol by zlou správou aj pre Slovensko, už tak ohrozené rýchlejšou infláciou z dôvodu nízkej konvergencie reálnej ekonomiky. Prebranie zodpovednosti za lokálne verejné financie európskou centrálnou inštitúciou by navyše predstavovalo výrazný posun v politike EÚ smerom k fiškálnej harmonizácii a jednotnému európskemu superštátu.

Finančník.sk, 29.1. 2009

## 2536

Radovan Ďurana



Kto by v týchto časoch myslel na druhý pilier, povie si. V hlavách ľudí prebiehajú hrozivé scenáre o dôsledkoch vyčerpania plynu, ktoré môžu nastať možno za desať dní, možno za dva týždne, v závislosti od použitej kalkulačky. Na dlhodobé vízie, ako je výška dôchodku z druhého piliera, teraz niet pomyslenia.

Ale predsa sa pri ňom zastavme. Krach amerických investičných bánk, prasknutie nafúknutej bubliny amerického trhu s bývaním a s ním spojenými finančnými nástrojmi sa negatívne podpísali pod americké, ale aj európske burzy. Poklesy sa nevyhli ani správcom úspor slovenských investorov (nepresne sporiteľov). Premiér Fico ešte nedávno burcoval na poplach: „Druhý pilier považujeme za najohrozenejší pokiaľ ide o dosahy finančnej krízy“. Dokonca si pomáhal aj nepresnými informáciami, keď hovoril

o kolapse islandských dôchodkových fondov a tento scenár považoval za realistický aj pre Slovensko.

Novela zákona o dôchodkovom sporení na seba nedala dlho čakať. Druhý pilier sa v roku 2008 už druhýkrát otvoril. Spolu s balíkom zmien zákona o sociálnom poistení sa však dali čakať aj zásadnejšie zásahy do druhého piliera, ak vezmeme do úvahy komunikačnú stratégiu premiéra a ministerky Tomanovej. Ďalšie predĺženie minimálnej doby sporenia, znižovanie poplatkov pre DSS či zavedenie povinného garantovaného výnosu sú len príkladmi opatrení, ktoré by človek mohol očakávať od vlády, ktorá voči druhému pilieru neprechováva práve najhlbšie sympatie. Prihliadajúc na súčasnú popularitu premiéra by sa tak dal očakávať aj masívny exodus zdesených sporiteľov, ktorí so znepokojením sledujú správy o poklese burzových indexov.

Nestalo sa tak. Druhý pilier je po druhýkrát otvorený (už od 15. novembra), no vystúpilo z neho iba 2 536 investorov. Obavy súčasnej vlády z nestability a rizikovosti druhého piliera teda nezdíela 1,4 milióna investorov, ktorí v ňom ostali aj po prvom polroku trvajúcom otvorení dverí.

Také nízke číslo musí mať svoje vysvetlenie. Viacerí analytici upozorňujú na skutočnosť, že povedomie obyvateľstva o reálnom investičnom základe II. piliera je veľmi nízke. Že väčšina účastníkov kapitálového investovania (nesprávne sporenia) si presne neuvedomuje vzťah medzi poklesom burzových indexov a budúcim dôchodkom. V tomto prípade je to však nedostatočné vysvetlenie. Ak by sme predpokladali, že len 1 % investorov (nepresne sporiteľov) si dokáže spočítať dva a dva, bolo by ich 14 000, 6-krát viac ako počet doteraz vystúpivších

investorov. Práve vzhľadom na tento nízky počet treba zvažovať iné vysvetlenia. Vzdelaní investori mohli zvoliť vyčkávaciu taktiku, a čakajú, či sa do polroka trhy spamätajú. Alebo sú si vedomí, že po poklese prichádza rast a takisto prvý pilier ako alternatíva nemusí byť pre možné riziká príťažlivejšia. Dôležitejšie je však poznať, ako k účasti v druhom pilieri pristupuje masa voličov, ktorá niektorým aspektom finančných trhov nerozumie do dôsledkov. Dôležité je to preto, že táto skupina má vláde priniesť podľa odhadov Sociálnej poisťovne 7 mld. Sk, čo zase vláde umožňuje kalkulovať s vyšším deficitom štátneho rozpočtu. Kde sa nájde potrebných 150-tis. ľudí?

Na stránkach ministerstva práce je podozrivé ticho. O možnosti a dôvodoch vystúpiť z druhého piliera je tam potenciálny záujemca informovaný len dvomi vetami. Sociálna po-

istovňa síce vystúpeniu venuje viac priestoru, ale zase pripája k informáciám len texty horiace proti druhému pilieru bez potreby uviesť opačný názor.

Ktohovie, či je vláda a ministerka súčasným stavom zaskočená. Alebo sa spoliehajú na hypotézu, že ak vďaka intenzívnej marketingovej kampani vstúpilo do II. piliera dvakrát toľko investorov, ako sa očakávalo, tak sa rovnako vďaka vhodnej kampani vláde podarí z druhého piliera vytiahnuť požadovaný počet investorov. Nasledujúce mesiace ukážu, koľko zaplatia daňoví poplatníci za informačnú kampaň, a aká silná je väzba investorov k vlastným peniazom, možnosť dedenia a ich viera v oživenie ekonomiky v porovnaní s neistým štátnym prísľubom výplat dôchodku v budúcnosti.

Hospodárske noviny, 16.1. 2009



## Balvan na hrdle západných ekonomík

Juraj Karpiš



Štátny sociálny systém prešiel od svojho vzniku významnými zmenami. Ešte prekvapivejší ako jeho dramatický rast je posun dôrazu v úlohách, ktoré v modernej spoločnosti plní. Zo záchrannej siete pre tých nešťastnejších z nás sa stal silný redistribučný nástroj, v rukách politikov často zneužívaný na nakupovanie hlasov u vybraných skupín obyvateľstva. Výrazné zmeny v demografickom vývoji západnej spoločnosti však vysielajú pomerne jasný signál. Priebežné nastavenie majúce svoj pôvod a opodstatnenie v 19. storočí vytvorilo slučku, na krku ekonomiky, ktorá sa postupným starnutím obyvateľstva a vymýšľaním nových a vyšších dávok čoraz viac sťahuje.

V slovenskom sociálnom systéme dochádza k miešaniu troch základných koncepcií sociálnych systémov (anglo-americkej, nemeckej a škandinávskej). Chýba mu jednotná koncepcia, ktorá by jasne definovala priority a ciele a na základe ktorých by mohla byť vyhodnocovaná efektivita jeho fungovania. Namísto pomoci ľuďom v hmotnej núdzi sa systém stal komplexným prerozdelením nástrojom (na Slovensku máme viac ako 70 rôznych druhov sociálnych platieb[i]). Nejde však o slovenské špecifikum, ale skôr o vývoj charakteristický pre väčšinu západných demokracií. Absencia konkrétnych cieľov a jednoduchá možnosť zneužitia prerozdelenia na zvýhodňovanie niektorých skupín obyvateľstva vedie k neustávajúcej expanzii sociálnych systémov (v roku 1905 predstavovali náklady sociálneho systému v Nemecku iba 1,4 % z hrubého domáceho produktu[ii], v roku 1950 17 % a v roku 1996 už 28 % [iii]). Štátny sociálny systém, ktorý sa snaží riešiť stále nové úlohy a problémy, znižuje množstvo peňažných prostriedkov v privatej sfére a bráni tak plnému hospodár-

skemu rastu.

Expanzia štátneho sociálneho systému má okrem záťaže pre ekonomiku aj negatívny vplyv na prirodzené mechanizmy, ktorými sa odnepamätá spoločnosť vyrovnávala s problémami chudoby a nedostatku niektorých jej členov. Štátna pomoc je v prevažnej miere finančná a neosobná. Zároveň v nej absentujú kontrolné mechanizmy, ktoré by vyhodnocovali efektivitu jednotlivých opatrení. Odlišné nastavenie motivácií vedie k tomu, že systém často ani nie je schopný identifikovať osoby, u ktorých je potreba cudzej pomoci najintenzívnejšia. Ak zoberieme záujmy osôb, ktoré sú zodpovedné za nastavenie systému, potom nie je prekvapivé, že v prevažnej miere nejde o skutočnú solidaritu ale skôr o vyvolanie zdania solidarity bez bližšieho skúmania reálnych dopadov. Málokto vie, že len približne 5% zdrojov v slovenskom sociálnom systéme ide na pomoc občanom v hmotnej núdzi. Zvyšok sú transfery, ktoré nemajú so solidaritou príliš spoločné a sú skôr nútenou a zároveň nákladnou redistribúciou bohatstva, ako pomocou bližnému v núdzi. Ďalším problémom štátneho systému, ktorý vedie k jeho predražovaniu je jeho masívne zneužívanie.

Prirodzené sociálne siete teda najmä rodina a komunita (v minulosti to boli aj bratstvá, cechy, odbory) vďaka detailným lokálnym informáciám o stave, reálnych potrebách (na ceste z biedy nie sú peniaze často to najdôležitejšie), motiváciách majú všetky predpoklady na to, aby boli v pomoci výrazne efektívnejšie. Štátne systémy však svojou expanziou tieto prirodzené mechanizmy postupne vytlačujú (vytláčili). Nejde však výlučne o problém ukrajovania čoraz väčšieho objemu súkromných zdrojov, ktoré následne chýbajú rodine a komunite na ich

vlastné charitatívne činnosti. Problematické je aj narušenie prirodzených vzťahov a motivácií v spoločnosti. Osoby, ktoré potrebujú pomoc sa tak prestávajú obracať na svojich najbližších a na komunitu, v ktorej žijú, a svoje požiadavky smerujú na štát. Na druhej strane, ľudia už žobráka na ich ulici nevnímajú ako svoj problém, ale ako problém imaginárneho štátu, ktorý im práve za účelom riešenia takýchto záležitostí berie každý mesiac z výplaty peniaze. Napriek tomu, že obe strany žijú v tesnej blízkosti, namiesto spolupráce otáčajú v očakávaní svoje hlavy smerom k štátu. Rozsiahly štátny sociálny systém preto v konečnom dôsledku vedie k pretŕhaniu a zníženiu intenzity prirodzených medziľudských vzťahov. Sociálne platby vytvárajú z občana atomizovaného jednotlivca, ktorý opúšťa tradičné väzby. Tzv. crowding out efekt, čiže vytlačovanie súkromných aktivít expandujúcim štátom vidno aj z objemu súkromných príspevkov na charitu. Kým v Spojených štátoch amerických s výrazne menším štátnym sociálnym systémom ako je ten náš to bolo v roku 2000 691 amerických dolárov na osobu za rok v Bismarckovskej Európe iba 57 dolárov [iv].

Pre ilustráciu fungovania moderného sociálneho štátu nemusíme chodiť ďaleko. Na Slovensko čoskoro zavíta Euro. Áno, euro pravdepodobne prinesie rýchlejšiu infláciu. Súčasná vláda rovnako ako tá predchádzajúca však tento problém ignorovala, a teraz sa chystá problém hasiť zvyšovaním dávok. Až konkrétna predstava nespokojných infláciou utrápených voličov vo volebnom roku 2010 vyburcovala v politikoch odhodlanie k akcii. Preskočíme otázku, prečo sociálno-demokratická vláda vehementne podporuje euro, ktoré zrýchlenou infláciou postihne najmä dôchodcov, nezamestnaných a níz-

kopríjmové skupiny obyvateľstva a pozrime sa bližšie na navrhnuté riešenia.

Premiér má nachystanú celú paletu „opatrení“. Zvýšenie príspevku na prvé dieťa, zvýšenie vianočného príspevku pre dôchodcov, trinásť dôchodok atď. Okrem toho, že plošné zvyšovanie dávok inflačné tlaky iba zvýši, navrhnuté opatrenia si nezaslúžia ani názov sociálne. Úplne všetky z navrhovaných opatrení sú plošné, čiže nezohľadňujú príjem alebo majetok príjemcu. Skutočne „sociálnemu“ opatreniu by však mala predchádzať snaha o identifikáciu osôb, ktoré budú eurom trpieť najviac a situáciu nie sú schopní riešiť z vlastných zdrojov. Ak majú dávky reálne riešiť nejaký konkrétny sociálny problém musia byť adresné. Trinásť dôchodok však adresný nie je. Dostanú ho úplne všetci dôchodcovia. Teda nie len tí, ktorí ozaj trú bledu a zvyšovanie cien ich reálne ohrozí ale aj takmer 20 000 dôchodcov s mesačným dôchodkom vyšším ako 15 000 Sk (ekvivalent hrubej mzdy takmer 20 000 Sk). Čo je sociálneho na vyplatení 13. dôchodku piatim dôchodcom, ktorí poberajú mesačný dôchodok viac ako 50 000 Sk?[v].

Zo strany politikov preto len ťažko možno hovoriť o starostlivosti o sociálne slabšie skupiny obyvateľstva. Ide skôr o pomerne drahý nákup voličských hlasov. Navrhované zvýšenie dôchodku o 1000 korún totiž dnes stojí priemerného pracujúceho mesačne približne 500 korún na odvodoch. Situácia sa však pomerne rýchlo zhoršuje. Podľa poslednej správy o sociálnej situácii Slovenska z dielne Ministerstva práce sociálnych vecí a rodiny[vi] je starnutie obyvateľstva „najzávažnejším dôsledkom súčasného demografického vývoja“. Podľa odhadov sa priemerný vek zvýši do roku 2025 o 4,6 roka. Kým dnes pripadá na 100 detí vo veku 0 až 14 rokov 73 obyvateľov vo veku 65 a viac rokov, približne od roku 2018 budú na Slovensku prevažovať seniori nad deťmi. Takýto vývoj samozrejme negatívne ovplyvní počet pracujúcich. Znamená to, že ešte nákladnejší sociálny systém ako je dnes (bude viac starobných dôchodcov) bude musieť financovať klesajúci počet pracujúcich. Odvodové a daňové zaťaženie pracujúcich preto v prípade, že radikálnym spôsobom neznížime sľuby sociálneho systému, výrazne narastie, čo negatívne ovplyvní produktivitu celej ekonomiky.

Práve problém starnutia sa snažila riešiť reforma dôchodkového systému zavedením druhého kapitalizačného piliera. Ten umožnil presunúť časť dôchodcov mimo priebežný pilier čím síce zvýšil momentálne náklady systému, no z dlhodobého hľadiska predchádza kolapsu v hospodárení Sociálnej poisťovne. Táto reforma sa však u súčasnej vlády stretla s nepochopením. Vládna koalícia stráca čas žabomyšími vojnami okolo nastavenia druhého piliera nechápajúc, že pes je stále zakopaný v príliš štedro nastavenom

prvom priebežnom pilieri.

Rozsah demografických zmien a závažnosť ich dopadov ilustruje nasledujúca tabuľka. Výpočty sú jednoduchým stacionárnym modelom postaveným na aktuálnych demografických prognózach. Model predpokladá

trendy nerealizovateľných sľubov, a zrealizovania výšky sľubovaných platieb, dochádza k presnému opaku. Nepříjemné prognózy jednoducho ignorujú a štedré príjmy z rýchlo rastúcej ekonomiky nešetria na horšie časy, ale bezhlavo ich rozdeľujú.

|                                                                     | 2007      | Iba prvý pilier | S druhým pilierom | Iba prvý pilier | S druhým pilierom |
|---------------------------------------------------------------------|-----------|-----------------|-------------------|-----------------|-------------------|
|                                                                     |           |                 | 2025              |                 | 2050              |
| Výdavky na starobné dôchodky v mld. Sk                              | 97,8      | 133,6           | 126,9             | 176,7           | 106               |
| Počet ľudí nad 62 rokov                                             | 790 176   | 1 253 183       |                   | 1 667 171       |                   |
| Počet aktívnych osôb (20-61 rokov)                                  | 3 367 660 | 3 151 163       |                   | 2 388 634       |                   |
| Počet obyvateľov                                                    | 5 399 847 | 5 521 745       |                   | 4 880 189       |                   |
| Počet pracujúcich                                                   | 2 357 300 | 2 205 814       |                   | 1 666 644       |                   |
| Počet pracujúcich na jedného človeka nad 62 rokov                   | 2,98      | 1,76            |                   | 1,00            |                   |
| Ročné náklady na jedného pracujúceho občana                         | 41 473 Sk | 60 574 Sk       | 57 552 Sk         | 106 654 Sk      | 63 992 Sk         |
| Ročné náklady na jedného pracujúceho občana – rozdiel oproti dnešku |           | 46%             | 39%               | 157%            | 54%               |

zachovanie súčasného nastavenia výplat (priemerného dôchodku na dôchodcu) a stabilnú mieru zamestnanosti. Z tabuľky vyplýva, že ak by sme mali dnes demografiu ako v roku 2050 a rovnaké nastavenie dôchodkov ako dnes, každý pracujúci by musel zaplatiť na výplatu dôchodkov o 54% viac ako dnes. K tomu samozrejme treba prirátat ešte individuálny príspevok na dôchodkové sporenie v druhom pilieri. Bez druhého piliera by sa náklady na jedného pracujúceho zvýšili až o 157%.

Priebežný systém prvého piliera má na rozdiel od väčšiny sociálnych dávok jednu špecifickú nevýhodu. Výtvara dlhodobý záväzok, ktorého splatnosť presahuje 50 rokov. Akosi sa zabúda na to, že ak dnes prisľúbime súčasným dôchodcom zvýšenie dôchodkov na 50 % priemernej mzdy, sľúbime to zároveň aj tým, ktorí si dnes platia odvody a prvý dôchodok dostanú až o 40 rokov. Súčasní pracujúci, ktorí sú schopní pochopiť význam demografických zmien, by mali plošné zvyšovanie dôchodkov zamietnuť nielen kvôli okamžitému zníženiu čistej mzdy (hoci vo verejných financiách existujú miliardové rezervy), ale kvôli tomu, že na tak vysoké dôchodky im o 40 rokov nebude mať kto pracovať.

Tvrdá realita demografických zmien nám pripomína, že ak nedôjde k výrazným zmenám v nastaveniach hlavne dôchodkových systémov, bude sa západným ekonomikám s týmto balvanom len ťažko držať na hladine. Výnimkou samozrejme nie je ani Slovensko. No aj tu dávajú politici prednosť ilúziám pred tvrdou realitou. Namiesto postupného obmedzovania, vzhľadom na demografické

Výpočty INESS z nasledujúcich zdrojov: Sociálna poisťovňa, Prognóza demografického vývoja do roku 2025 ŠÚ SR, Prognóza demografického vývoja do roku 2005, Vaňo, Jurčová, Meszároš (2002)

Poznámky: V roku 2025 predpokladáme na základe súčasnej vekovej štruktúry sporiteľov, že 288 000 sporiteľov bude poberať dôchodok z druhého piliera. V roku 2050 predpokladáme, že 20% dôchodcov bude poberať dôchodok len z prvého piliera, ostatní budú aj z druhého piliera.

[i] Karpiš J., Ďurana R., Ďurana R., Jelenčiak M.: Analýza sociálneho systému SR. INESS, Bratislava, 2006

[ii] Alber, J.: Is there a crisis of the welfare state? Cross-national evidence from Europe, North America, and Japan. European Sociological Review, 4:181-203, 1988

[iii] Lampert, H.: Lehrbuch der Sozialpolitik, 5. Aufl., Heidelberg 1998 str. 444

[iv] Alberto Alesina v prednáške: "The welfare state in the US and Europe: why so different?" 20. november 2002, Rodolfo De-benedetti Lecture, Harvard University and IGIER Bocconi

[v] Údaje za rok 2007, zdroj Sociálna poisťovňa.

[vi] Správy o sociálnej situácii obyvateľstva Slovenskej republiky za rok 2007, Ministerstvo práce sociálnych vecí a rodiny, 2008

# Keď nulový úrok nestačí

Juraj Karpiš



Najdôležitejšia centrálna banka sveta – americký FED – prešla v snahe o záchranu ekonomiky na nezvyčajnú politiku nulovej úrokovej sadzby (tzv. ZIRP – Zero Interest Rate Policy). Ako sa FED pripravoval k nulovým úrokom a aké efekty môže táto politika priniesť?

## Deleveraging

Masívne výpredaje všetkých druhov aktív či sa jedná o domy, akcie alebo komodity investormi po celom svete v uplynulých mesiacoch viedli k skokovitému prepadu ich cien. Gigantické hedge fondy musia predávať všetko čo sa dá, len aby získali americké doláre potrebné na vyplatenie v húfoch vystupujúcich podielnikov. Odstraňovaním finančnej páky zo systému (tzv. deleveraging) dochádza k znižovaniu dlhu v systéme a tým aj vyparovaniu elektronických peňazí, ktoré doteraz pomáhali držať ceny hore. V kombinácii s týmto znižovaním peňažnej ponuky v ekonomike na znižovanie cien pôsobí aj vysoká averzia k riziku.

## Keď si štát požičiava zadarmo

Naozaj extrémne vysoká nevôľa držať rizikové a menej likvidné aktíva bola zdokumentovaná poslednou aukciou amerických pokladničných poukážok. Vystrašení investori považujú americký dlh za posledný bezpečný prístav pre ich peniaze. Obrovský dopyt po krátkych dlhopisoch v kombinácii s očakávaným ďalším poklesom cien v ekonomike viedol k najnižšiemu výnosu na trojmesačných pokladničných poukážkach v histórii – 0%! Počas aukcie bol výnos v niektorých momentoch dokonca negatívny. Ešte predtým než ale vyhlásime investorov ochotných platiť za to, že môžu požičať americkej vláde za iracionálnych, treba sa pozrieť na pravidlá investovania niektorých fondov, podľa ktorých tieto musia držať určitý špecifický objem amerických pokladničných poukážok, čo mohlo viesť k paradoxnej prémii menej likvidného aktíva nad hotovosťou.

Veritelia v tejto aukcii teda požičali americkej vláde 30 miliárd USD (neuspokojený dopyt pritom dosahoval až štvornásobok tejto sumy) bez nároku na akýkoľvek úrok (zadarmo), len za prísľub, že im americký štát presne rovnakú čiastku za pár mesiacov vráti späť.

## Deflačná panika

Extrémna opatrnosť investorov vedie k tomu, že peniaze nemenia majiteľa tak rýchlo, ako tomu bolo ešte v nedávnej minulosti a vo veľkej miere ostávajú zaparkované v bilanciách vystrašených investorov, čo vedie k poklesu rýchlosti obehu peňazí. Zmenšujúce sa množstvo peňazí a pokles rýchlosti obratu peňažnej jednotky spoločne tlačia ceny smerom dolu a tento efekt zatiaľ nevie kom-

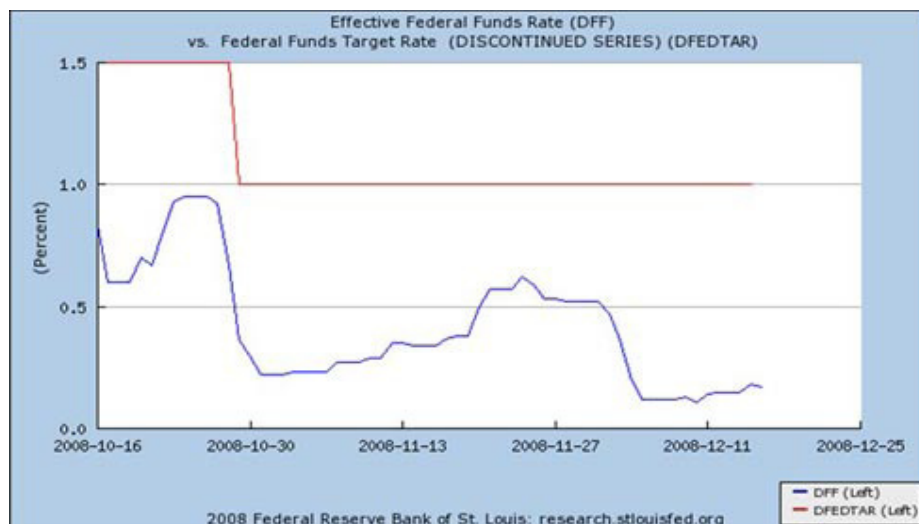
penzovať ani klesajúca produkcia výrobkov a služieb alebo inflačná aktivita americkej centrálnej banky. Prichádza preto deflácia. Za posledné tri mesiace klesli v USA spotrebiteľské ceny o 3% čo je najprudší pokles od Veľkej hospodárskej krízy.

Keďže deflácia je pre mnohých ekonómov a politikov, ignorujúcich historické príklady kedy bol pokles cien sprevádzaný rapidným ekonomickým rastom, synonymom ekonomickej katastrofy (tu si môžete pozrieť pomýlené propagandistické video o blahodarných efektoch inflácie z časov Veľkej hospodárskej krízy, ktorým bohužiaľ aj dnes verí množstvo ľudí), ekonomickí plánovači siahajú po prachom zapadnutých monetárnych opatreniach toho najťažšieho kalibru.

## Helikoptéry, z ktorých budú vyhadzovať protideflačné doláre sú už vo vzduchu

Najvplyvnejším muž svetových finančných trhov, guvernér americkej centrálnej banky (FED) Ben Bernanke (známy aj pod prezývkou Helicopter Ben) dostal svojej povesti na všetko odhodlaného bojovníka proti defláci. Jeho FED na poslednom zasadnutí znížil úrokovú sadzbu de facto na nulu (FED prvýkrát v histórii neuviedol presnú cieľovú sadzbu, ale jej rozpätie 0% - 0,25%). Aj keď trhy očakávali, menej radikálny postup, toto prekvapenie nie je na mieste. FED posledným znížením cieľovej úrokovej sadzby len spätne legitimoval svoje aktivity. Americká centrálna banka v poslednej dobe totiž ignorovala vlastnú oficiálnu cieľovú 1% úrokovú sadzbu a svojou neochotou sterilizovať prebytočnú likviditu na trhu s bankovými rezervami, nechala efektívnu úrokovú sadzbu oscilovať nad nulou. Posledné zníženie je preto len správou pre novinárov, iba signálom, a nie reálnou zmenou nastavenia monetárnej politiky.

Cieľová úroková sadzba FEDu (červená čiara) verzus efektívna úroková sadzba na rezervy (modrá čiara):



## Zachráni USA monetarizácia dlhu?

Ako však bojovať s defláciou keď už nepomáhajú ani super nízke úroky? Ako „stimulovať“ ekonomiku monetárnou politikou, keď sa jej hlavný nástroj nachádza už na nule? Že zverejnenie politiky nulových úrokov na súčasnej situácii, v ktorej sa peniaze dostanú maximálne po banky, ktoré ich nepúšťajú ďalej do systému, nič nezmení a že sa pomaly mihá munícia možných opatrení, vedľa samozrejme aj vo FEDe. V tlačovej správe, ktorá sprevádzala znižovanie úrokovej sadzby preto ohlasujú použitie najmocnejšej zbrane v rukách centrálnych bankárov – monetarizácie štátneho dlhu.

„...počas niekoľkých budúcich štvrťrokov bude FED nakupovať veľké množstvo agentúrneho dlhu a hypotekárne cenné papiere aby podporil hypotekárny a realitný trh.... Komisia taktiež zvažuje potenciálne prínosy nákupu štátnych dlhopisov....“

Monetarizácia štátneho dlhu, čiže vytlačenie nových peňazí centrálnou bankou, za ktoré sa následne nakúpi štátny dlh predstavuje dodatočnú daň na obyvateľstvo. Vláda si totiž takto na svoje výdavky reálne nepožičiava ale platí za ne „falošnými“ novo vytlačenými peniazmi, ktoré znižujú kúpnu silu peňažnej jednotky.

Monetarizácia dlhu je jednou z podôb tzv. kvantitatívneho uvoľňovania (Quantitative Easing - QE) čiže radikálnej monetárnej politiky, pri ktorej centrálna banka vyčaruje nové peniaze, za ktoré nakúpi aktíva (štátny dlh, hypotekárne cenné papiere, dlhopisy Fannie Mae & Freddie Mac, podiely v bankách alebo hocaké iné aktívum, ktorého cenu sa rozhodnú v centrálnej banke zvýšiť). Quantitative Easing je silným nástrojom na podporu všeobecného rastu cien a naposledy bol použitý v Japonsku v roku 2000, keď sa nedarilo defláciu poraziť ani nulovými úrokovými sadzbami.

## Nežiaduce účinky

Ako všetky zázračné riešenia aj QE má niekoľko háčikov. Nákupy aktív za falošné peniaze deformujú ich ceny a vysielajú chybné signály do ekonomiky. Popletení aktéri na trhu upravujú svoje konanie podľa manipulovaných a nie reálnych cien, čo má za následok chyby a nákladné, neefektívne správanie. Dva roky po prasknutí megabubliny v nehnuteľnostiach by už mali vo FEDe niečo vedieť o efektoch manipulácie trhov monetárnou politikou.

Ďalším efektom je, že monetárna politika sa v prostredí nulových úrokov de facto zmení na fiskálnu politiku. Centrálna banka totiž na to, aby dosahovala svoje ciele, musí peniaze MÍŇAŤ, čo je však zvyčajne úlohou vlády, prípadne ministerstva financií.

No sú tu aj vážnejšie obavy, ako je nečakané prehodenie kompetencií medzi jednotlivými štátnymi inštitúciami. Každý čerstvý, novo

vytlačený dolár, ktorý sa dostane do ekonomiky pri nákupe aktív centrálnou bankou bude mať pri fungujúcom bankovom systéme niekoľkonásobne väčší efekt na ceny. Vložením tohto dolára do banky totiž na ňom prebehne vďaka systému frakčných rezerv niekoľkonásobná a ťažko predpovedateľná multiplikácia. QE sa tak môže veľmi ľahko vymknúť kontrole a namiesto inflácie zobudiť jej hrozivejšiu sestru hyperinfláciu, ktorej vyčinenie si momentálne užívajú v Zimbabwe. Áno v Japonsku sa to nestalo a hyperinflácia v USA je v súčasnej situácii zmrazeného bankového sektora nepredstaviteľná. Peniaze sú však o dôvere a tá sa nemení v priebehu rokov ale zo sekundy na sekundu. Ak dôjde k naštrbeniu ilúzie neotrasiteľnej schopnosti americkej vlády splácať svoje dlhy a tým aj k oslabeniu viery v stabilitu amerického dolára, nemusí to trvať ani dobu kým sa zozbierajú posledné makro čísla a mierna inflácia,

o ktorú sa FED silou mocou snaží sa môže neudržateľne rozcváľať.

Finančník.sk, 21.1. 2009



## Optimistická revízia daňových príjmov?

Radovan Ďurana



Skôr, než zameriame našu pozornosť na výsledok úpravy daňových príjmov zohľadňujúcich pokles hospodárskeho rastu, v krátkosti sa pozrieme, ako to dopadlo v roku 2008.

Tohtoročné príjmy štátneho rozpočtu sa nezaplnili, predbežné údaje ukazujú na 98,2% plnenie. Stojí za tým predovšetkým nižší ako plánovaný výber nepriamych daní, hlavne DPH, na čo sme už upozorňovali na našich stránkach.

Železné pravidlo o mýňaní čo najväčšieho množstva rozpočtovaných prostriedkov ku koncu roka ilustruje bilancia rozpočtu v posledných dvoch mesiacoch. Ešte v novembri bol rozpočet v prebytku 317,9 miliónmi eur (9,577 miliárd korún), na konci decembra sa štatistika rýchlo obrátila o výše 1 mld. Eur a rozpočet skončil so schodkom 704,18 milióna eur (21,214 miliardy korún).

Minimálne absolútne medziročné zníženie schodku o 76,81 milióna eur (2,314 miliardy korún) je na jednej strane dôkazom absencie snahy o dosiahnutie vyrovnaného rozpočtu (prítom daňové príjmy vzrástli medziročne o cca. 8 mld. Sk (odhad INESS)). Na druhej strane poukazuje na minuloročný vianočný darček občanov vláde SR, keď vláda vybrala o 12 mld. Sk na daniach viac, ako plánovala, čo pochopiteľne podstatne znížilo plánovaný schodok v roku 2007.

Nižšie ako očakávané daňové výnosy vrhajú tiež na schopnosti, či možnosti ministerstva financií realisticky predpovedať ich výšku. Práve preto je zaujímavé pozrieť sa, ako vlastne ministerstvo zredukovalo predpokladané daňové výnosy vo svetle nižšieho budúcoročného hospodárskeho rastu.

Nižší ekonomický rast sa nutne prejaví v po-

malšom raste miezd, nižšej tvorbe zisku podnikov a pravdepodobne aj v poklese spotreby domácností. To sú všetko faktory, ktoré ovplyvnia výber hlavných daní štátneho rozpočtu. Nasledujúca tabuľka uvádza prehľad skutočného výberu na konci roka 2007, predpoklad výberu ku koncu roka 2008, plánovaný výber na rok 2009, a revidovaný výber po znížení hospodárskeho rastu.

| V tis. eur                     | skutočnosť | odhad MF   | zmena<br>Odhad MF<br>za rok<br>2008 vs.<br>skutočnosť<br>2007 | pôvodný<br>návrh<br>rozpočtu | revidovaný<br>rozpočet | zmena<br>revidovaných<br>daní oproti<br>návrhu<br>rozpočtu | rast<br>revidovaných<br>daní oproti<br>roku 2008 |
|--------------------------------|------------|------------|---------------------------------------------------------------|------------------------------|------------------------|------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|
|                                | 2007       | 2008       |                                                               | 2009                         | 2009                   | 2009                                                       | 2009                                             |
| Daň z príjmov fyzických osôb   | 1 538 858  | 1 829 618  | 18,9%                                                         | 2 029 931                    | 1 982 177              | -2,4%                                                      | 8,3%                                             |
| Daň z príjmov právnických osôb | 1 736 710  | 2 104 443  | 21,2%                                                         | 2 436 054                    | 2 454 941              | 0,8%                                                       | 16,7%                                            |
| Daň z príjmov vyberaná zrážkou | 189 016    | 198 732    | 5,1%                                                          | 208 852                      | 207 030                | -1,3%                                                      | 4,2%                                             |
| Daň z pridanej hodnoty         | 4 494 765  | 4 691 429  | 4,4%                                                          | 5 071 201                    | 4 959 899              | -2,2%                                                      | 5,7%                                             |
| Spotrebné dane                 | 1 974 611  | 1 873 180  | -5,1%                                                         | 2 096 964                    | 2 071 933              | -1,2%                                                      | 10,6%                                            |
| Spolu                          | 9 933 960  | 10 697 402 | 7,7%                                                          | 11 844 002                   | 11 675 980             | -1,4%                                                      | 9,1%                                             |

Zdroj: prepočty autora, z materiálov MF SR a NR SR

Z tabuľky vyplýva, že vláda (MF SR) znížila odhad daňových výnosov o 1,4% oproti pôvodnému plánu. Zaujímavé však je, že v prípade právnických osôb pod vplyvom nižšieho hospodárskeho rastu odhad výnosov navýšilo. Nevieime, či je to výsledok politického tlaku pri zostavovaní rozpočtu alebo štatistika Daňovej správy priniesla od septembra do novembra tak podstatné zmeny, oprávňujúce ministerstvo k navýšeniu odhadu výnosov. Každopádne ešte zaujímavejší je celkový nárast daňových výnosov. Vysoký hospodársky rast v roku 2008 priniesol medziročné zvýšenie daňových výnosov o 7,7% (odhad MF SR). I napriek tomu, že ten-

to rok má byť hospodársky rast o 3,1% nižší (nominálne) vláda očakáva rast daňových výnosov o 9,1%. Dominuje opäť rast príjmov daní právnických osôb, ktorý by mal v tomto roku dosiahnuť 16,7% (pozn. ani ľavicová vláda neuvažuje o zvyšovaní daní podnikateľom, keď tieto rastú takmer 20% ročne. Diskusia sa ale iste začne, keď tento rast skončí...). Rast daní z príjmov fyzických osôb

je vyšší ako nominálny rast priemernej mzdy, v prognózach výberu sa totiž stále počíta s vysokým rastom miezd o 8,1% a mierne zvýšenou zamestnanosťou (na rast príjmov však pozitívne vplyva aj pomalé zvyšovanie životného minima). Rovnako DPH by mala rásť rýchlejším tempom ako predchádzajúci rok, pričom rast spotreby domácností by mal klesnúť o 3,3% oproti roku 2008. A to k novembriu 2008 dosiahol rast výberu DPH za rok 2008 necelé 1% v porovnaní s rokom 2007...

Na tomto mieste nechcem hodnotiť predikčné makro modely ministerstiev ani bánk. Akurát zdravý rozum a opatrnosť mi navráva, že tieto prognózy z nejakého dôvodu nechcú

brať do úvahy dopady očakávaného spomalenia reálnej ekonomiky. Ak napríklad česká škodovka obmedzí svoju výrobu zo dňa na deň na pol roka o 20%, naznačuje to, že na európskych trhoch sa musia diať veci, ktoré v slovenských prognózach ešte nie sú zahrnuté. Takáto skutočnosť sa pravdepodobne výraznejšie prejaví na celom odvetví (a nielen v Česku), a teda aj v makro číslach. Či nám táhá vláda medové motýzy popod nos, alebo my len zbytočne maľujeme čerta na stenu, ukáže až tohtoročná realita.

**Aktuálne.sk, 5.1. 2009**

alebo my len zbytočne maľujeme čerta na  
stenu, ukáže až tohtoročná realita.

Aktuálne.sk, 5.1. 2009

## INESS v roku 2008

Aké boli hlavné témy, ktoré rozoberal INESS na svojich internetových stránkach? Dá sa to jednoducho zistiť pomocou vtipnej aplikácie Wordle, ktorá zanalyzuje text a vyhotoví „oblak slov“ obsahujúci najčastejšie sa opakujúce slová. Tým väčším písmom je slovo zobrazené, čím častejšie sa v texte vyskytuje.

Analýza názvov príspevkov v sekcii komentáre, ktorých sme na našej stránke v minulom roku publikovali 370, prináša tento výsledok:



## Cena štátu

## Porovnanie daňového zaťaženia v EÚ v %

Tabuľka porovnáva mieru daňového zaťaženia (podiel príjmov štátu na HDP) a trend tohto parametra v rámci krajín V4 a vybraných vyspelých krajín EÚ. Slovensko drží dlhodobu pozíciu lídra, uvidíme ako poradím v tabuľke zamiešajú protiktízové balíčky jednotlivých vlád.

| Porovnanie daňového zaťaženia v EÚ v % | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  |
|----------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Slovensko                              | 36,7% | 37,4% | 35,4% | 35,3% | 33,5% | 34,7% |
| Česká republika                        | 39,5% | 40,7% | 42,2% | 41,4% | 41,0% | 40,8% |

|                                                     |                 |       |       |       |       |       |       |
|-----------------------------------------------------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Údaje pre všetky krajiny EÚ nájdete na tejto adrese | <b>Polsko</b>   | 39,2% | 38,4% | 36,9% | 39,0% | 40,0% | 40,4% |
|                                                     | <b>Maďarsko</b> | 42,4% | 41,9% | 42,4% | 42,1% | 42,6% | 44,6% |

|                                                      |                |       |       |       |       |       |       |
|------------------------------------------------------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| http://cenastatu.sme.sk/data/dahove_zatazenie_EU.xls | <b>Nemecko</b> | 44,4% | 44,5% | 43,3% | 43,5% | 43,8% | 43,9% |
|                                                      | <b>Švédsko</b> | 44,3% | 44,3% | 43,3% | 43,5% | 43,8% | 43,9% |

**www.cenastatu.sme.sk**

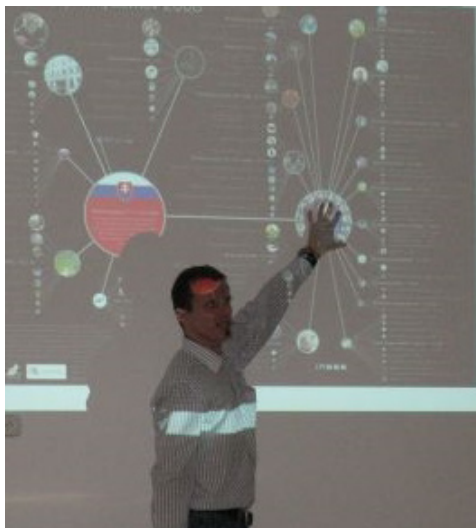
### Porovnanie daňového zaťaženia v EÚ v %

|                 | 2002         | 2003         | 2004         | 2005         | 2006         | 2007         |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Slovensko       | 36,7%        | 37,4%        | 35,4%        | 35,3%        | 33,5%        | 34,7%        |
| Česká republika | 39,5%        | 40,7%        | 42,2%        | 41,4%        | 41,0%        | 40,8%        |
| Poľsko          | 39,2%        | 38,4%        | 36,9%        | 39,0%        | 40,0%        | 40,4%        |
| Maďarsko        | 42,4%        | 41,9%        | 42,4%        | 42,1%        | 42,6%        | 44,6%        |
| Nemecko         | 44,4%        | 44,5%        | 43,3%        | 43,5%        | 43,8%        | 43,9%        |
| Švédsko         | 55,3%        | 55,8%        | 56,1%        | 57,2%        | 56,5%        | 56,0%        |
| <b>EÚ (27)</b>  | <b>44,3%</b> | <b>44,3%</b> | <b>43,9%</b> | <b>44,4%</b> | <b>44,9%</b> | <b>44,9%</b> |

## Cena štátu na stredných a vysokých školách

INESS v rámci vzdelávacieho projektu Cena štátu začal s prednáškami pre učiteľov a pre študentov, cieľom ktorých je objasniť fungovanie verejných financií, finančný vzťah občan - štát, ako aj ukázať, ako sa dá pri výučbe využiť internetový portál Cena štátu ([www.cenastatu.sk](http://www.cenastatu.sk)) a učebné pomôcky, ktoré sme pre učiteľov pripravili.

Týmto sa zároveň obraciame na učiteľov, ktorí majú záujem používať Cenu štátu ako pomôcku pri výučbe o verejných financiách: prosím, kontaktuje nás na telefónnom čísle 02 - 5441 0945 alebo elektronicky na adrese: [iness@iness.sk](mailto:iness@iness.sk), my pridáme za Vami na Vašu školu a v cca hodinovej prezentácii vzdelávací projekt Cena štátu Vaším učiteľom detailne predstavíme.



Sledujte denne aktualizované komentáre na  
našej stránke **www.iness.sk**

INESS je nezávislá nezisková organizácia, ktorá uskutočňuje svoje aktivity vo veľkej miere vďaka podpore darcov. Ak sympatizujete s aktivitami INESS a radi by ste finančne prispeli k ich uskutočňovaniu, môžete tak urobiť bankovým prevodom na účet INESS: 266 475 2087 / 1100 (Tatrabanka, a. s., Hodžovo námestie 3, 811 06 Bratislava). Do správy pre prijímateľa uveďte „Dar“.

Každému darcovi by sme radi zasielali informácie o našich aktivitách a o využití darovaných prostriedkov. Preto Vás prosíme, aby ste nám Váš príspevok oznámili na adrese [iness@iness.sk](mailto:iness@iness.sk)

Srdečne Vám ďakujeme.

# Investovanie v čase finančnej krízy

HSBC Bank, plc., komerčný príspevok

V dnešnej dobe, kedy sme dennodenne obklopaní následkami finančnej krízy, sa ľudia viac menej snažia vyhybať riziku pri investovaní svojich voľných prostriedkov.

Boli sme zvyknutí na vysoké výnosy aj pri konzervatívnych produktoch, teraz však nastal zvrät i v tejto ponuke, napríklad pri úrokoch z termínovaných vkladov. Porovnávajúci viaceré ponuky bánk, s termínovanými vkladmi na 12 mesiacov sa viažu úroky od 0,5% do 4%. Očakávaným trendom dneška je ďalšie znižovanie úrokových sadzieb. Ako v dnešnej dobe pristupovať k investovaniu a zhodnocovaniu nasporených finančných prostriedkov?

Samotný výber termínovaného vkladu už dnes nenapĺňa očakávania zaujímavého zhodnotenia peňazí. Mení sa i správanie investorov, klesá ich chuť investovať do rizikovejších aktív pre obavu, že nedosiahnu návratnosť svojho vkladu. Dôležitou súčasťou dnešného investičného slovníka sa stáva garancia a zaistenie. Takže treba hľadať alternatívy, ktoré umožňujú spojiť garanciu a vyšší výnos zároveň.

Aké je teda východisko? Zaujímavou alternatívou sú tzv. štruktúrované produkty. Existuje veľké množstvo rôznych variácií, ktoré banky ale aj poisťovne prispôbujú dobe a investičnej nálade. Mnohí z nás už do takýchto produktov investovali pod rôznymi názvami, ale čo je dôležité, je ich veľká rôznorodosť a preto by sme nemali tieto produkty dávať do jedného koša.

Štruktúrované depozitá umožňujú rozloženie investície napríklad na dve rovnaké polovice, jedna polovica je investovaná na fixované kratšie obdobie s atraktívnym garantovaným výnosom, ktorý je často krát 2 až 3x vyšší ako sú termínované vklady v bankách a druhá polovica je investovaná na dlhšie, napríklad na 5 ročné obdobie s možnosťou získať zaujímavý výnos na aktívach, ako sú napríklad akcie. Na celý produkt sa okrem iného vzťahuje 100% garancia návratnosti vkladu.

Aké aktívum si vybrať na 5 ročné obdobie? Do čoho ale investovať, keď kríza je v skutku globálna? Je tu krajina alebo odvetvie, ktoré nebolo zasiahnuté krízou? Ako rozložiť riziko?

„Často sa používa napríklad akciový Index The DOW JONES EURO STOXX 50 Index, čo je kapitálovo vážený index akcií 50 najväčších spoločností Eurozóny.

Minulá výkonnosť tohoto indexu sa meria od Decembra 1998 do Januára 2009,“ hovorí Peter Farkaš, vedúci Distribúcie a Wealth Managementu HSBC Bank plc na Slovensku. (Viď tabuľka)

V tomto dynamickom a neistom prostredí, je však iba jedna vec istá a to, že dopad tejto

| DJ Eurostoxx 50                             | posledných 5 rokov | p.a.   | od vzniku (1987) | p.a.  |
|---------------------------------------------|--------------------|--------|------------------|-------|
| výnos indexu                                | -7,22%             | -1,49% | 180,16%          | 4,85% |
| štvrtročné priemerovanie, 100% participácia | 35,73%             | 6,30%  | 190,70%          | 5,03% |
| štvrtročné priemerovanie, 50% participácia  | 17,87%             | 3,34%  | 95,34%           | 3,12% |

globálnej krízy pretvorí korporátny trh naprieč celým svetom.

Svetoví investori sústredia svoju pozornosť na menej rizikové spoločnosti v tradičných odvetviach z rozvinutých krajín, a to na spoločnosti, o ktorých si myslia, že sú najlepšie disponované, aby prestáli súčasnú krízu.

HSBC Global Research (tím odborníkov zameraný na prieskumy, jednej z najväčších globálnych bánk k dnešnému dňu najmenej postihnutých krízou) verí, že veľké spoločnosti so stabilným vývojom dividend nebudú z pohľadu životnosti krátkodobé.

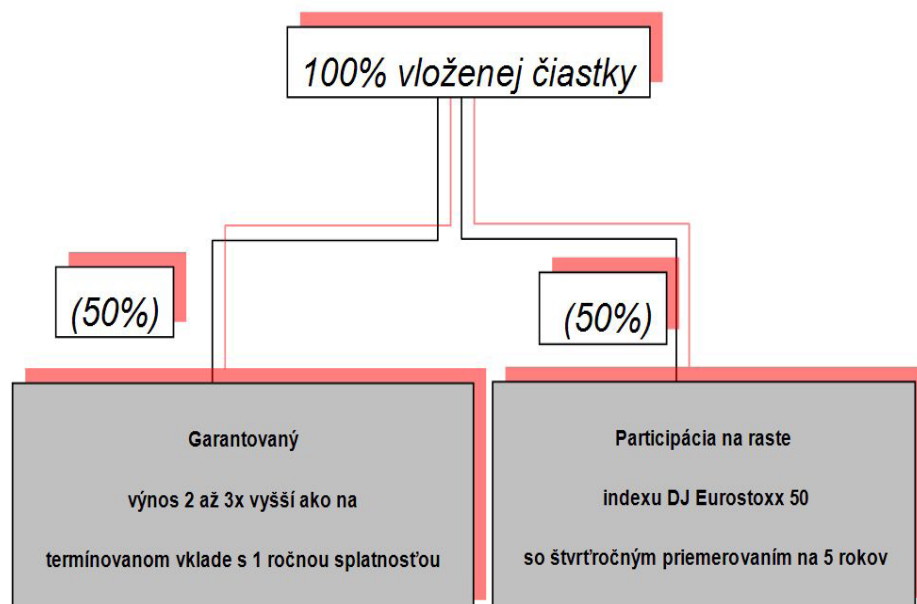
„Dnešná situácia nám môže pripomínať návrat k „nifty fifty“, čiže známej 50tke likvidných veľkých spoločností z rokov 1960/1970, ktoré vytvorili európske pobočky s rastovým trendom,“ vysvetľuje Peter Farkaš a dodáva: „Avšak od vrcholu v lete 2007 tento Index spadol o viac ako 50%, keď sa európske akcie ocitli pod tlakom globálnych ekonomických obáv. Ceny akcií v Európe sú mimoriadne nízke. Teraz je skutočné očakávanie, že rizikové aktíva vyskočia prudko z „aktuálnych nízkych úrovní, ktoré sú z veľkej časti ovplyvnené panickým odpredajom“, keď sa raz výhľad globálnej ekonomiky vyjasní a navráti sa stabilita výnosov.“

Najbližších 5 rokov rekapitalizácia bankového systému a nízkych úrokových mier by mali pohnúť reálnu ekonomiku a opäť stimulovať jej rast. Keď sa ekonomický rast obnoví v krajinách globálne, očakáva sa, že dopyt narastie, čo zlepši výhľad výnosnosti indexov.

A hoci minulé výkonnosť nie je zárukou budúcich výnosov, história naznačuje, že

zotavenie ekonomík by malo pomôcť zlepšiť zmýšľanie medzi investormi a následne zvýšiť ceny akcií.

Každá minca má dve strany a tak aj finančná kríza okrem stagnácie ekonomík dáva aj priestor na nové alternatívy, ktoré dokážu investorom priniesť garantovaný nadštandardný výnos už po 12 mesiacoch a následne podiel na očakávanom raste akciových trhov, ktoré sú dnes na minimálnych úrovniach. Garancia návratnosti vkladu je práve tá črta produktov, ktorá v dnešnej dobe otvára možnosti zaujímavých investícií.



## Pro/Anti Market

### ANTI MARKET

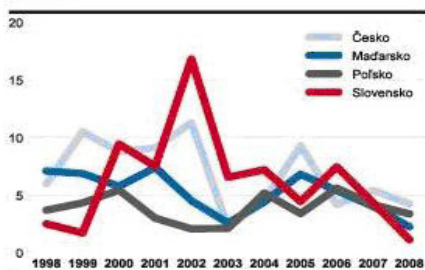
#### Kde je sľubovaný euroefekt?

Národná banka Slovenska ako jednu z hlavných dlhodobých výhod vyplývajúcich zo zavedenia eura uvádzala zvýšenie prílevu zahraničných investícií, čo malo viesť k ďalšiemu rastu životnej úrovne slovenských občanov. Euro sme de facto zaviedli v júli minulého roku, keď došlo ku stanoveniu konečného konverzného kurzu a zafixovaniu koruny.

Aké sú doterajšie efekty eura na prílev zahraničných investícií na Slovensko? Sú neviditeľné.

Čsopis TREND zostrojil graf vývoja podielu priamych zahraničných investícií (PZI) na HDP jednotlivých krajín V4. Vďaka efektom finančnej krízy klesajú zahraničné investície vo všetkých krajinách V4, no na Slovensku najrýchlejšie. Kým ešte v roku 2006 bol podiel PZI na HDP na Slovensku z okolitých krajín najvyšší, v roku 2008 sme sa prepadli na niečo cez jedno percento a skončili sme na poslednom mieste spomedzi našich neeurových susedov. S hodnotou 2,3 % nás predbehlo ešte aj krízou najviac postihnuté Maďarsko.

**Prílev priamych zahraničných investícií**  
(% HDP)



Pozn.: Údaje za roky 1998 – 2007 sú prepočítané z dolárových hodnôt PZI a HDP. Údaj za rok 2008 je prepočet v národných menách za prvý polrok.  
PRAMEN: Svetová banka, centrálna banka, TREND Analyses

#### Oko za oko

Zub za zub. EÚ zakázala dovoz amerického hormonálne ošetrovaného mäsa na starý kontinent. Nech už bol motív akýkoľvek, americká vendeta na seba dlho čakať a USA uvalili 300 percentné clo na dovoz rokfortových syrov. Komu tento odvetný krok pomôže? Nikomu. Naopak, doplácajú naň obe strany. Americkému spotrebiteľovi dramaticky stúpne cena tohto druhu syra, Francúz príde o dôležitého nákupcu svojich produktov.

#### Koľko stojí propagácia EÚ?

Najprv to boli vlajočky, nálepky, perá. Neskôr prišli povinné reklamné spoty a billboardy pri čerpaní eurofondov. Potom programy, ktorých primárnym cieľom je posilňovanie európskeho občianstva, integrácie. Naoko so vznešeným cieľom (napríklad výmena študentov), v skutočnosti však jednoduchá PR aktivita, ako popularizovať úniné inštitúcie a ďalšiu integráciu.

Analytici Open Europe sa pokúsili spočítať, koľko vynakladá únia ročne na programy, ktorých cieľom je priamo (nepriamo) propagovať úniu a jej ďalšiu integráciu.

Dopočítali sa závratného čísla 2,4 mld. eur (72 mld. Sk) ročne. Na jedného euroobčana cca. 5 eur ročne. Pre ilustráciu - 2,4 mld. eur je viac ako dvojnásobok oproti sume, ktorú Slovensko vydáva na zabezpečenie armády a obrany krajiny. Je to vyššia suma ako celosvetové výdavky Coca coly na reklamu.

Vo viac ako 100 stranovej analýze zdôvodňujú, ktoré výdavky do kategórie PR zaradili, a ktoré nie (prehľad zahrnutých výdavkov je od strany 134). Napríklad Európsky parlament minul v roku 2008 28,5 mil. eur na skupinovú návštevu vrátane programu Euroscola, ktorého cieľom je komunikovať s mládežou – tieto výdavky sa uskutočňujú s cieľom „Zvýšiť povedomie mladých o vplyve EÚ na ich budúcnosť“. Takto definovaný cieľ nie je

dostatočne presný ako napríklad – „podpora znalosti o EÚ“, preto nebol medzi výdavky zaradený, hoci v praxi to asi na stretnutiach vyzeralo rovnako.

Samotná suma by pritom podľa správy mala byť chápaná ako podhodnotená, na koľko mnohé výdavky EÚ nevykazuje v celej výške, a ciele bývajú často definované veľmi vágne.

#### Drahý rozvoj letiska

Vláda odklepla financovanie nového terminálu vo výške 69,71 mil. eur, ďalších 26,55 mil. eur zaplatí samotné letisko. Pri neustálom znižovaní predpokladaného rastu HDP na tento rok, je to len ďalšia záťaž na štátny rozpočet, hoci gro výdavkov bude treba uhradiť až v ďalších rokoch.



V roku 2007 letisko vytvorilo zisk 0,743 mil. eur, čo v kombinácii so vzniknutým záväzkom letiska, ktorý bude musieť splácať, vyvoláva otázky o schopnosti letiska splácať dlh. Návratnosť štátnej investície je teda povážlivá.

V roku 2006 pritom vtedajšia vláda schválila predaj bratislavského letiska za 200 mil. eur rakúsko-slovenskému konzorciu Two-One, ktoré ponúklo 200 mil. eur, spolu so záväzkom okamžitého kapitálového vkladu vo výške 262,2 mil. eur, pričom tie by boli preinvestované do 5 rokov, inak by prepadli v prospech štátu.

Súkromný investor teda chcel preinvestovať za približne rovnaké obdobie 3x viac peňazí ako chce súčasná vláda. Prejavilo by sa to vo zvýšenom komforte pasažierov, pričom by nebol zaťažovaný štátny rozpočet. Naopak, štát by získal peniaze na riešenie iných problémov.

## Zaujímavá internetová adresa

**Užitočné kalkulačky** Denník SME priniesol na svojich stránkach užitočné nástroje pre finančné kalkulácie každého z nás. Chcete vedieť, aké platíte odvody? Beriete si hypotéku a potrebujete si vypočítať, koľko budete mesačne platiť? A oplatí sa Vám byť kupovať či bývať v prenájme? Kupujete na splátku plazmový televízor a chcete vedieť, o koľko ho preplatíte v porovnaní s nákupom v hotovosti?

Je určite dobré, že jeden z najčítanejších slovenských portálov takýmto spôsobom posúva okraje hraníc ekonomického povedomia našich občanov.

A koľko presne zaplatíte štátu na daniach a odvodoch aj z ďalších vecí, ktoré v žiadnych iných kalkulačkách nie sú obsiahnuté (DPH, spotrebné dane z alkoholu a cigariet, koncesionárske poplatky atď.), sa dozviete na našej stránke Cena štátu...

<http://ekonomika.sme.sk/kalkulacky/>

