

piatok, 16.januára 2009

## Korporátna stratégia a ekonomické analýzy

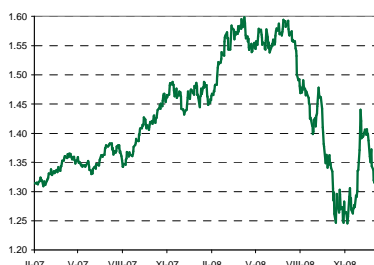
**Zdenko Štefanides**  
Hlavný ekonóm

**Martin Lenko**  
Senior analytik

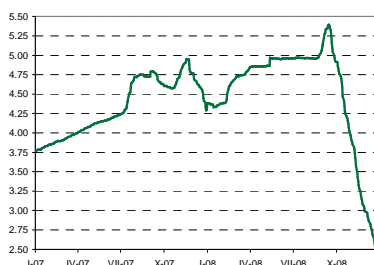
## Obsah

Správy, udalosti a trendy .....	1
Ekonomická aktivita.....	2
Inflácia.....	4
Vonkajšia a fiškálna bilancia.....	5
Meny a úrokové sadzby .....	7
Mesačné predikcie.....	10
Makroekonomické indikátory ...	11
Globálny ekonom. kalendár.....	12
Trhové dáta.....	13
Grafy.....	14

## EUR/USD



## 3M EURIBOR



Všetky trhové dáta sú z Reuters

## Hlavné správy

- Priemysel sa v novembri hlboko prepadol
- Ekonomický sentiment na najnižšej úrovni v histórii
- Inflácia spomalila v decembri na úroveň 4,4% r/r
- Akciový trh bez väčších zmien, výnosy štátnych dlhopisov klesali
- ECB znížila úrokové sadzby o 50bps na úroveň 2,00%

## Kľúčové očakávané udalosti

- Zasadnutie ECB je naplánované na 5. februára. Vzhľadom na skutočnosť, že zverejnenie dôležitých dát (rýchly odhad HDP v EÚ za 4Q08, a prijatie nových fiškálnych opatrení, najmä v Nemecku) je naplánované až po februárovom zasadnutí ECB, zaujme centrálna banka vo februári skôr vyčkávaciu stratégiu, aby posúdila dopady svojich predchádzajúcich rozhodnutí a opatrení na trh a reálnu ekonomiku. Ďalšie rozhodnutie znižovať úrokové sadzby by následne bolo závislé najmä na alokácii a použití fiškálnych stimulov a trende v inflačných očakávaniach.

## Trendy trhu

	Posledná	Zatvorenie		Trend					
		31.12.2008	30.11.2008	Minulý mesiac	Minulý týždeň	OZR			
EUR/USD	1.3239	1.3978	1.2711	6.13%	▲	5.87%	▲	6.01%	▲
GBP/USD	1.4928	1.4626	1.5366	-2.87%	▼	9.09%	▲	11.61%	▲
EURIBOR 3M	2.51	2.89	3.85	-0.96	▼	-0.17	▼	-0.38	▼
EURIBOR 12M	2.65	3.05	3.95	-0.90	▼	-0.19	▼	-0.40	▼
SK ŠD 2R výnos	3.24	3.33	3.91	-0.47	▼	-1.43	▼	-0.20	▼
SK ŠD 5R výnos	4.10	3.92	4.44	-0.52	▼	-0.35	▼	0.18	▲
SK ŠD 10R výnos	4.64	4.15	4.87	-0.72	▼	0.10	▲	0.49	▲

## Predikcie

	Posledná	Predikcie			
		1Q09	2Q09	3Q09	4Q09
EUR/USD	1.324	1.280	1.350	1.375	1.400
GBP/USD	1.493	1.400	1.540	1.560	1.580
EURIBOR 3M	2.51	1.90	1.45	1.40	1.60
EURIBOR 12M	2.65	2.05	1.55	1.60	1.70
SK ŠD 10R výnos	4.64	3.60	2.70	2.50	2.70
ECB refinan. s.	2.50	1.50	1.00	1.00	1.00
FED funds s.	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
BoE prime s.	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00

Zdroj: Intesa Sanpaolo, VÚB banka research

## Ekonomická aktivita

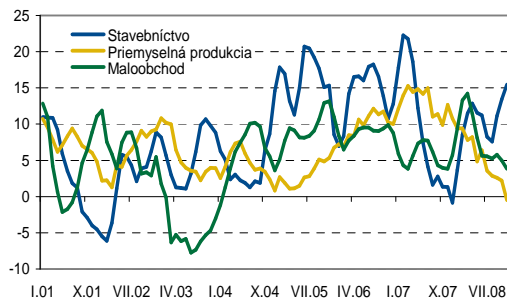
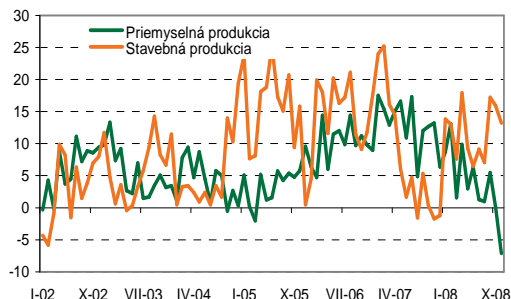
*Trend  
ekonomickej  
aktivity  
spomaľuje*

Údaje o prepadávajúcej sa priemyselnej výrobe, slabých maloobchodných tržbách, a narastajúcej miere nezamestnanosti potvrdili, že ekonomická aktivita v novembri značne spomalila. Navyše, berúc do úvahy decembrový pád indexu ekonomického sentimentu na historické minimum, celkový HDP zaznamenal pravdepodobne vo štvrtom štvrtroku oproti tretiemu štvrtroku pokles (po sezónnom očistení).

- **Priemyselná produkcia** v novembri vykázala prvý medziročný pokles od marca 2005. Pri poklese o 7,1% r/r bola dynamika priemyselnej produkcie najhoršou od roku 1999, kedy slovenská ekonomika načas upadla do technickej recesie. Prepad celkovej produkcie bol ovplyvnený najmä prepadom v priemyselnej výrobe (-8,3% r/r vs. +0,1% v októbri). Zvyšné dva segmenty priemyslu vykázali o niečo lepšie výsledky: ťažba nerastných surovín klesla o 2,5% r/r, čo bolo podobné tempo poklesu ako v októbri (-2,4%), zatiaľ čo výroba a dodávka elektriny, plynu a vody zaznamenala rast o 3,1% r/r vs. 0,6% v októbri. V rámci samotnej priemyselnej výroby zaznamenali medziročný rast už len dva sektory: papierenský (7,2%) a elektrotechnický (2,4%). Naopak najvýraznejší prepád výroby zaznamenali najvýznamnejšie sektory hospodárstva: výroba dopravných prostriedkov (-16,4%), výroba strojov (-14,6%), chemický priemysel (-12,8%) a výroba a spracovanie kovov (-12,4%). Klesajúci zahraničný dopyt a s tým súvisiaca klesajúca dôvera v priemysle nevytvára lepšie vyhliadky ani pre najbližšie mesiace. Očakávame, že v decembri klesla priemyselná produkcia medziročne o 10,7%, pričom údaje za január môžu byť ešte slabšie vzhľadom na prerušenú výrobu v mnohých podnikoch z dôvodu zastavenia dodávok zemného plynu z Ruska.
- Oproti klesajúcej produkcii v priemysle pokračovala aj v novembri **stavebná produkcia** v dvojciferných mierach rastu, keď vzrástla o 13,2% r/r vs. 15,9% v októbri. Ťahúňom rastu bola aj v novembri domáca stavebná produktivita (13,5%), opäť najmä z dôvodu rýchlo rastúceho segmentu opráv a údržb (27,5%). Kľúčový segment, nová výstavba, rekonštrukcie a modernizácie si udržal rast v okolí 11%.
- Klesajúci sentiment v maloobchode a medzi spotrebiteľmi začal naštrbovať aj dopytovú stranu ekonomickej aktivity. Skutočne, **maloobchodné tržby** v novembri spomalili na 2,2% r/r zo 4,6% v októbri a 5,8% v 3Q08. Spomalenie dynamiky tržieb sa prejavilo v štruktúre tržieb, a to v pokračujúcom poklese tržieb v predajniach s nešpecializovaným tovarom (-17,6%), ktorý bol vyvažovaným rýchlym, no spomaľujúcim rastom tržieb v predajniach so špecializovaným tovarom (17,1%) a maloobchodom mimo predajní (25,3%).

**Graf: Priemyselná a stavebná produkcia (reálny r/r rast v %)**

**Graf: Trendy v stavebnej, priem. produkcii a maloobchodných tržbách (r/r, 3mma)**

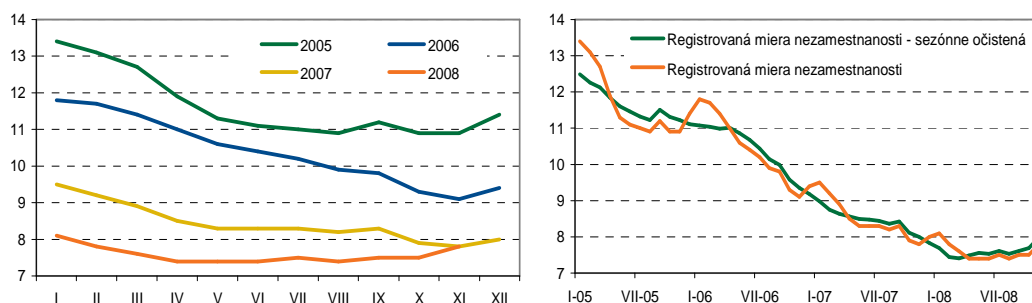


## Ekonomická aktivita

- Podmienky na trhu práce sa medzitým taktiež zhoršili. **Registrovaná miera nezamestnanosti** v novembri vzrástla medzimesačne o tri desatiny percentuálneho bodu na úroveň 7,8% (rovnaká úroveň ako pred rokom), keď priemyselné podniky pokračovali v prepúšťaní zamestnancov v reakcii na klesajúci zahraničný dopyt.

**Graf: Registrovaná nezamestnanosť (v %)**

**Graf: Registrovaná nezamestnanosť – sezónne upravená (v %)**



- Čo sa týka ekonomického sentimentu, **Indikátor ekonomického sentimentu** pokračoval v decembri opäť v dramatickom prepade, keď stratil oproti predchádzajúcemu mesiacu 6,2 bodu a klesol na historické minimum 82,2. Index je momentálne 18,9 bodu pod minuloročnou hladinou a 18,8 bodu pod jeho dlhodobým priemerom. Pokles sentimentu bol ovplyvnený všetkými jeho zložkami, no najmä horšou dôverou v priemysle (pozri tabuľku a graf). Sentiment na Slovensku a v EÚ na historických minimách zhoršuje obavy ohľadom dopadu finančnej krízy na reálnu ekonomiku v Európe vrátane Slovenska (posledný graf).

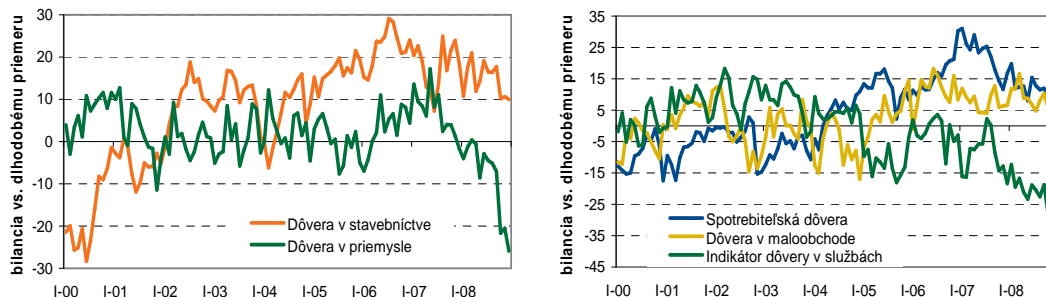
**Tabuľka: Indikátor ekonomického sentimentu (IES) a jeho zložky**

IES a jeho zložky, saldá	2006 priemer	2007 priemer	2008					Nov	Dec
			1Q	2Q	3Q	4Q	88,0		
<b>Indikátor ekonomického sentimentu</b>	<b>104,8</b>	<b>106,7</b>	<b>100,1</b>	<b>97,8</b>	<b>96,7</b>	<b>88,0</b>	<b>88,5</b>	<b>82,2</b>	
<b>Zložky IES</b>									
Indikátor dôvery v priemysle	7,6	12,1	3,7	1,2	-0,2	-17,9	-15,0	-21,3	
Indikátor dôvery v stavebníctve	-2,3	-4,8	-5,2	-6,2	-4,2	-10,3	-10,0	-10,5	
Indikátor dôvery v maloobchode	22,8	20,4	26,7	21,6	21,2	11,1	10,3	3,7	
Indikátor dôvery v službách	42,8	34,6	27,0	21,6	21,6	6,0	4,7	-0,3	
Indikátor spotrebiteľskej dôvery	-9,1	-1,0	-7,4	-9,9	-9,5	-24,3	-31,0	-30,0	

Zdroj: ŠÚSR, VÚB

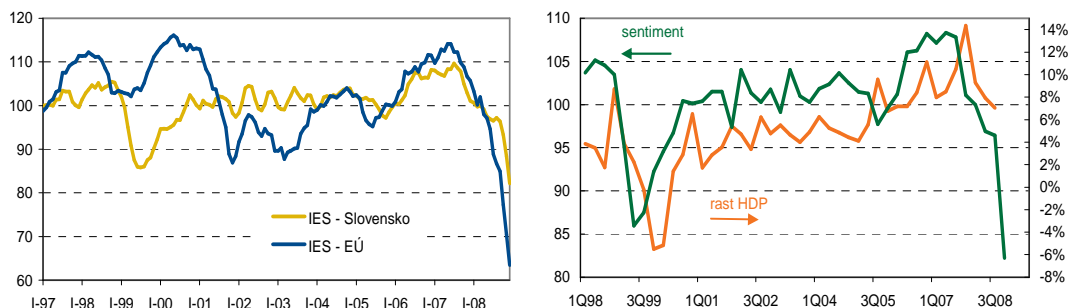
**Graf: Dôvera v stavebníctve a priemysle**

**Graf: Dôvera v spotrebiteľskom sektore, maloobchode a službách**



## Ekonomická aktivita

**Graf: Ekonomický sentiment - Slovensko vs. EÚ**  
**Graf: HDP a index ekonomického sentimentu (štvrtročne, priemer)**



## Inflácia

*Inflácia v decembri spomalila na 4,4%*

Spotrebiteľské ceny pokračovali v decembri v spomaľovaní svojho medziročného rastu na úroveň 4,4% r/r z 4,9% v novembri (odhad trhu bol 4,7%, náš odhad 4,8%). Medzimesačne klesol index CPI o 0,2%. Za rýchlejšim ako očakávaným spomaľením rastu spotrebiteľských cien stáli najmä medzimesačne nezmenené ceny imputovaného nájomného. Naopak, podľa našich očakávaní klesli ceny potravín a nealkoholických nápojov (-0,2% m/m) a ceny pohonných hmôt (-8,9% m/m). Celkovo za celý rok 2008 dosiahla spotrebiteľská inflácia priemerný rast 4,6% oproti 2,8% v roku 2007. Spomaľenie rastu na úroveň 3,3% z 4,1% v novembri zaznamenala aj jadrová inflácia (CPI očistené o regulované ceny a nepriame dane), ako aj čistá inflácia (jadrový CPI očistený o ceny potravín) na 3,5% r/r z 4,3% v novembri. Čo sa týka európskej harmonizovanej inflácie, tá poklesla medzimesačne o 0,1% a vykázala z pohľadu štruktúry podobné trendy ako rast inflácie v národnom meraní. Medziročne index HICP spomalil na úroveň 3,5% z 3,9% v novembri.

Čo sa týka výhľadu na január 2009 očakávame, že index CPI spomalí svoj medziročný rast na úroveň 3,7% najmä pod vplyvom trendov v cenách potravín a pohonných hmôt. Medzimesačne by však mal index CPI vzrásť o 0,6% pod vplyvom rastu nákladových položiek (najmä ceny energií a imputované nájomné) v oblasti bývanie a energie. Počas nasledujúcich mesiacov roka 2009 očakávame ďalšie spomaľovania rastu indexu CPI, ktorý by sa v 3Q09 mal dostať pod úroveň 2,5%.

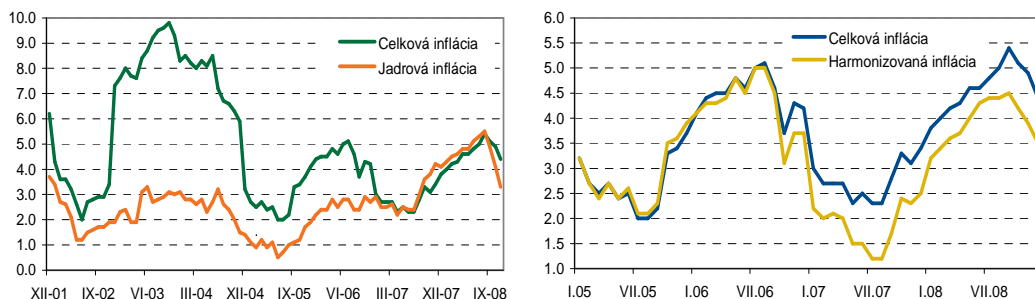
**Tabuľka: Spotrebiteľská inflácia r/r%**

	2006	2007	2008					
	Dec	Dec	1Q	2Q	3Q	4Q	Nov	Dec
<b>EU-harmonizovaný index spotr. cien (HICP)</b>	3,7	2,5	3,4	4,0	4,4	3,9	3,9	3,5
Tovary	4,0	1,8	3,1	3,8	4,2	-	3,0	-
Priemyselné tovary bez energií	1,1	-1,2	-0,2	0,5	0,8	-	0,4	-
Energie	7,4	1,2	3,7	4,0	5,1	-	5,2	-
Potraviny	4,1	5,8	6,3	3,0	7,6	-	4,3	-
Služby	3,1	3,7	4,0	4,5	5,0	-	5,7	-
<b>Celková spotrebiteľská inflácia (CPI)</b>	4,2	3,4	4,0	4,5	5,1	4,8	4,9	4,4
Regulované ceny	7,5	0,9	3,1	3,9	4,5	6,4	6,6	6,8
<b>Jadrová inflácia</b>	2,7	4,2	4,3	4,7	5,3	4,1	4,1	3,3
Potraviny	3,0	8,0	8,6	10,2	9,7	3,7	3,5	2,5
Čistá inflácia	2,7	3,4	3,3	3,5	4,3	4,2	4,3	3,5
<b>PPI</b>	5,4	2,8	4,9	6,2	6,7	-	6,7	-

Zdroj: SUSR, NBS

## Inflácia

**Graf: Celková a jadrová inflácia (% r/r)**  
**Graf: Celková a harmonizovaná inflácia (% r/r)**

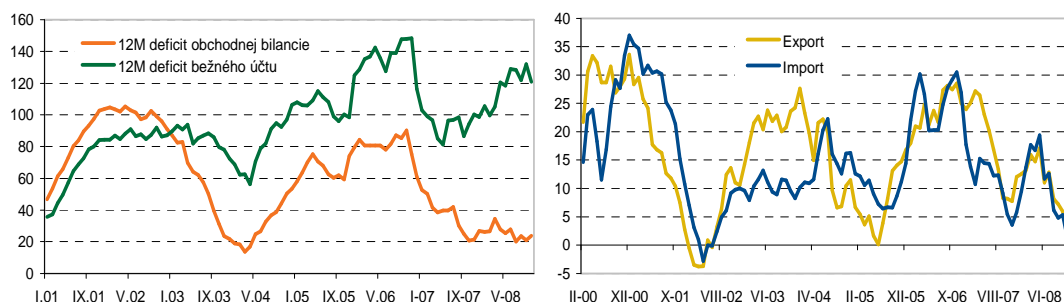


## Vonkajšia a fiškálna bilancia

*Novembrová obchodná bilancia v deficite, obchodné toky klesli*

Prudký prepád priemyselnej produkcie sa odrazil aj na novembrových dátach za zahraničný obchod. Zatiaľ čo obchodné toky značne klesli, exporthy o 15,6% r/r a importy o 13,2%, bilancia zahraničného obchodu vykázala deficit vo výške 7,3 mld. Sk (234,7 mln. Eur) vs. nášmu odhadu a minuloročnému deficitu vo výške -4,6 mld. Sk. Spolu s revíziou dát za predchádzajúce mesiace tak kumulatívny deficit za jedenásť mesiacov tohto roka dosiahol výšku 12 mld. Sk, čo je o 2 mld. viac ako v rovnakom období pred rokom. Berúc do úvahy nami očakávaný deficit obchodnej bilancie v decembri 2008 vo výške 14,4 mld. Sk by sa mal kumulatívny deficit za celý rok 2008 posunúť do okolia 26 mld. Sk oproti deficitu 21,4 mld. v roku 2007.

**Graf: Deficit obchodnej bilancie a deficit bežného účtu (Sk mld., SKK 12m suma)**  
**Graf: Rast vývozov a dovozov (% r/r 3mma)**



## Vonkajšia a fiškálna bilancia

Tabuľka: Platobná bilancia (Sk mld., suma za obdobie)

	2006	2007	Jan-Okt 07	Jan-Okt 08	Okt 07	Okt 08
<b>Bežný účet</b>	<b>-116,5</b>	<b>-98,7</b>	<b>-76,0</b>	<b>-96,5</b>	<b>-16,8</b>	<b>-2,7</b>
Obchodná bilancia	-75,3	-21,4	-5,2	-4,7	0,7	3,3
Bilancia služieb	22,5	13,1	9,7	-11,1	-1,6	-1,4
Bilancia výnosov	-62,1	-79,4	-68,7	-58,8	-15,8	-1,6
Dividendy	-63,2	-80,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Reinvestovaný zisk	-23,8	-23,3	-21,0	-14,0	-2,4	-1,4
Transfery	-1,6	-11,1	-11,8	-21,9	-0,1	-3,0
	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>Jan-Sep 07</b>	<b>Jan-Sep 08</b>	<b>Sep 07</b>	<b>Sep 08</b>
<b>Finančný a kapitálový účet</b>	<b>32,4</b>	<b>185,7</b>	<b>146,5</b>	<b>122,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>6,1</b>
Priame investície	112,9	71,2	45,2	31,0	-3,5	5,6
v SR	123,8	80,7	47,6	33,2	-3,6	5,7
Portfóliové investície	48,2	-17,6	6,3	47,8	2,1	2,4
Ostatné dlhodobé investície	18,6	18,9	8,9	4,6	2,6	1,0
Ostatné krátkodobé investície	-141,3	100,4	80,4	20,2	-0,5	-3,7

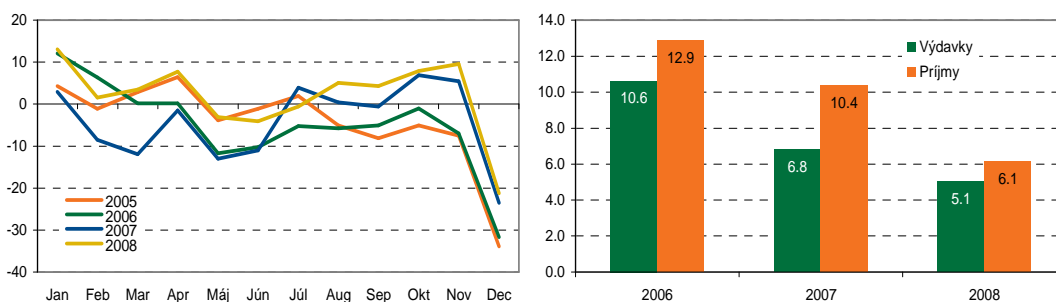
Zdroj: NBS, VUB

Štátny rozpočet uzatvoril rok 2008 v deficite 21 mld. Sk

Štátny rozpočet uzatvoril rok 2008 s hotovostným deficitom vo výške 21,2 mld. Sk, čo bolo menej ako sa plánovalo (o jednu tretinu) a taktiež menej ako v predchádzajúcich dvoch rokoch (pozri tabuľku). Nižší než plánovaný deficit bol dosiahnutý znížením výdavkov oproti ich plánovanej výške. Oproti predchádzajúcimi dvom rokom bol však minulý rok horší aj na príjmovej strane. Hlavným dôvodom nenaplnenia plánovaných príjmov bolo pomalé čerpanie transferov z EÚ, ktoré boli 30% pod ich plánovanou úroveň.

Graf: Štátny rozpočet (mld. Sk, mesačná báza, kumulatívne)

Graf: Dynamika výdavkov a príjmov (%)



Tabuľka: Kumulatívna výkonnosť štátneho rozpočtu v novembri v rokoch 2006, 2007 a 2008

	2006		2007		2008	
	mld. Sk	% plnenia ročného plánu	mld. Sk	% plnenia ročného plánu	mld. Sk	% plnenia ročného plánu
<b>Príjmy</b>	292,0	107,1	322,2	103,8	342,0	98,2
<b>Výdavky</b>	323,7	98,0	345,7	99,1	363,2	95,5
<b>Bilancia</b>	-31,7	55,1	-23,5	61,3	-21,2	66,3

Zdroj: ŠÚSR, MF SR

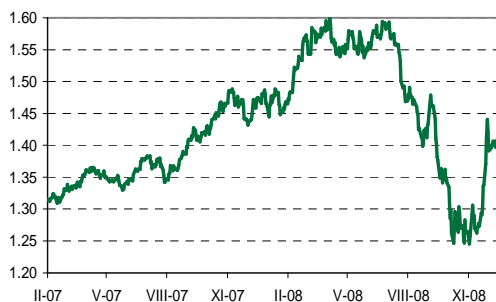
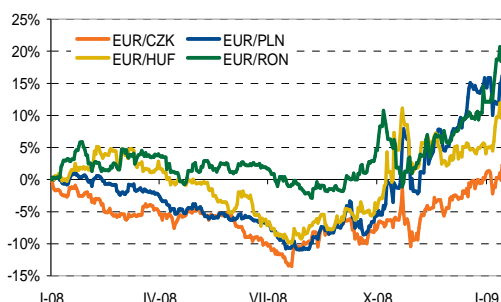
## Meny a úrokové sadzby

*Stredoeurópske meny stále pod tlakom, dolár ožil*

Devízové trhy ostali v januári pod vplyvom zmien v averzii voči riziku, klesajúcich cien nerastných surovín a meniacich sa očakávaní týkajúcich sa rozsahu zníženia úrokových sadzieb ECB. Všetky tieto faktory zvýhodnili najmä americký dolár, ktorý od nášho posledného mesačného komentára (polovica decembra) posilnil voči euru o 8% a o 4,3% voči britskej libe. Na druhej strane, slabé ekonomické vyhliadky pre stredoeurópske krajiny pokračovali v penalizácii ich mien, keď investori sťahovali kapitál preč z regiónu (pozri graf).

**Graf: Výkonnosť mien stredoeurópskych krajín (1.1.2008 = 100) \***

**Graf: Kurz EUR/USD**



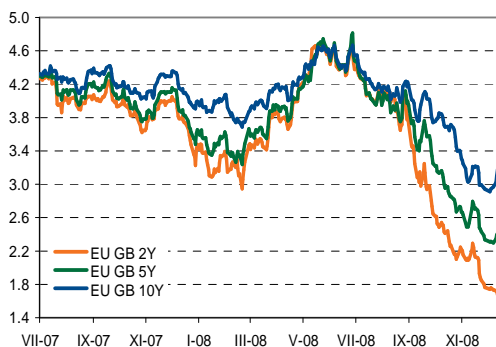
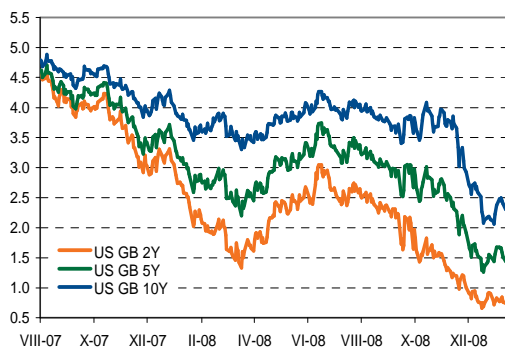
\* (pohyb nadol znamená posilnenie domácej meny voči euru)

*Akciový trh bez zmien, výnosy dlhopisov pokračovali v poklese*

Nie veľmi povzbudzujúce makroekonomické dáta v kombinácii s bledým ekonomickým výhľadom pre hlavné svetové ekonomiky a nadchádzajúcou sezónou zverejňovania korporátnych výsledkov držali kapitálové trhy pod tlakom. Vskutku, zatiaľ čo akciový trh nezaznamenal od polovice decembra výrazné zmeny, výnosy štátnych dlhopisov pokračovali v poklese, a to najmä v decembri (pozri grafy). Pokles výnosov štátnych dlhopisov v EMÚ pokračoval v ovplyvňovaní aj výnosov slovenských štátnych dlhopisov, ktoré klesli pozdĺž celej výnosovej krivky.

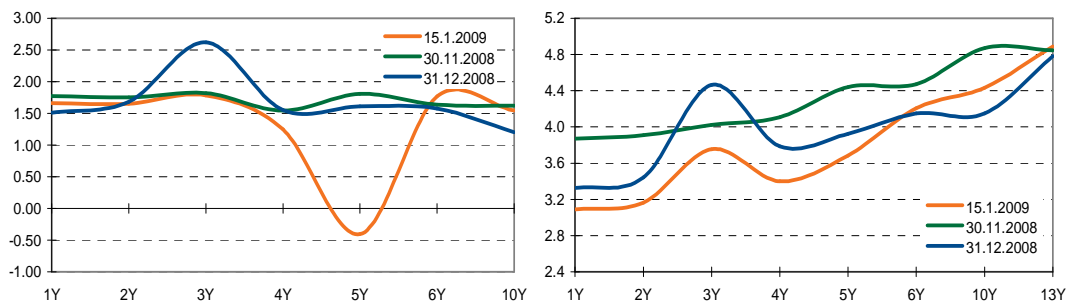
**Graf: Výnosová krivka amerických štátnych dlhopisov**

**Graf: Výnosová krivka európskych štátnych dlhopisov**

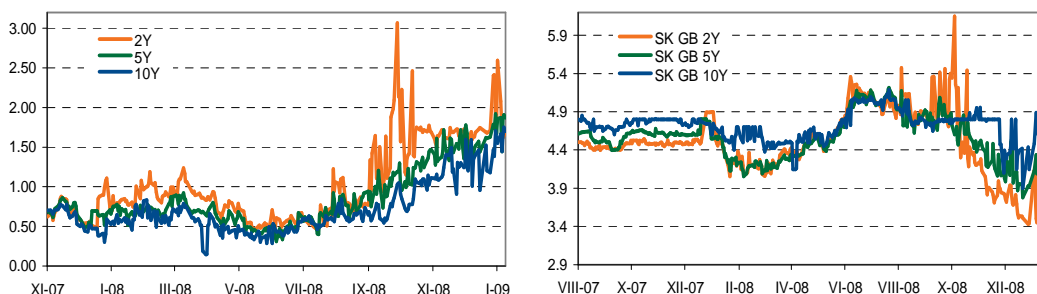


## Meny a úrokové sadzby

**Graf: Spready ŠD - SK výnosy vs EÚ výnosy**  
**Graf: Výnosová krivka slovenských štátnych dlhopisov**



**Graf: Vývoj spreadov ŠD - SK výnosy vs EÚ výnosy**  
**Graf: Výnosy slovenských ŠD**

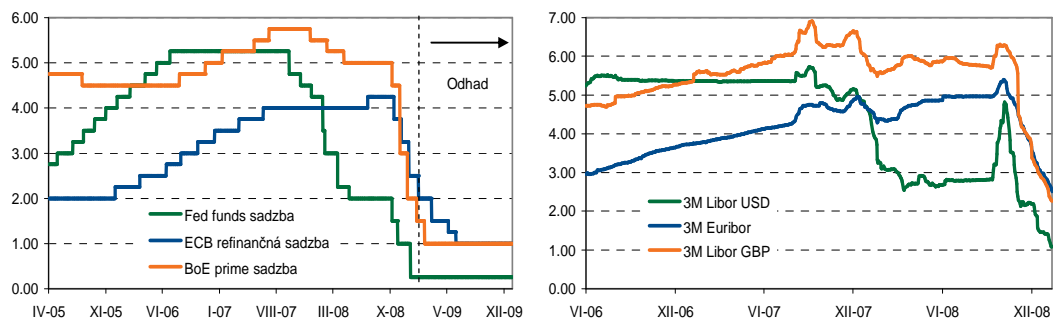


*ECB znížila úrokové sadzby na 2,00%*

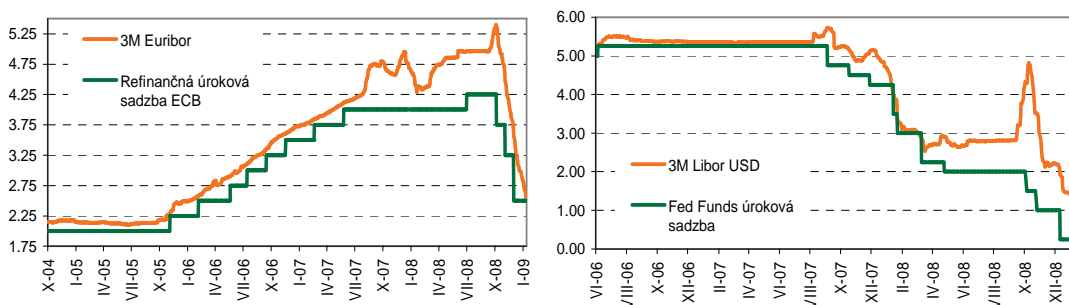
Po znížení sadzieb viac než sa čakalo o 75bps na 2,50% na zasadnutí ECB 4. decembra naznačovala rétorika centrálnej banky možnú pauzu v uvoľňovaní podmienok menovej politiky v januári. Avšak vývoj na trhu a na makroekonomickom poli postupne posunul očakávania pozorovateľov na trhu späť k pokračovaniu znižovania sadzieb. Toto bol 15. januára aj potvrdené, keď ECB znížila finančnú sadzbu o 50bps na úroveň 2,00%. Zverejnené stanoviská predstaviteľov ECB potvrdili, že centrálna banka nevníma inflačné riziká ako vyvážené ale vidí skôr smerom nadol. Zároveň riziká na strane hospodárskeho rastu ostávajú naďalej zvýšené. Nasledujúce zasadnutie ECB je naplánované na 5. februára. Vzhľadom na skutočnosť, že zverejnenie dôležitých dát (rýchly odhad HDP v EÚ za 4Q08, a prijatie nových fiškálnych opatrení, najmä v Nemecku) je naplánované až po tomto zasadnutí, zaujme centrálna banka vo februári zrejme skôr vyčkávaciu stratégiu, aby posúdila dopady svojich predchádzajúcich rozhodnutí a opatrení na trh a reálnu ekonomiku. Ďalšie rozhodnutie znižovať úrokové sadzby by následne bolo závislé najmä na alokácii a použití fiškálnych stimulov a trende v inflačných očakávaniach.

## Meny a úrokové sadzby

**Graf: Kľúčové úrokové sadzby**  
**Graf: 3M Euribor, Libor USD and Libor GBP**



**Graf: 3M Euribor a refinančná úroková sadzba ECB**  
**Graf: 3M Libor USD Fed funds sadzba**



## Mesačné predpovede

Dátum	Dáta	Obdobie	Minulý mesiac	Posled. Údaj	VÚB odhad
8. 1.	Maloobchodné tržby	November	4,6%	2,2%	n/a
9. 1.	Priemyselná produkcia	November	0,0%	-7,1%	-1,0%
9. 1.	Stavebná produkcia	November	15,9%	13,2%	n/a
9. 1.	Zahraničný obchod	November	4,0 mld.	-7,3 mld.	-4,6 mld.
13. 1.	CPI m/m	December	0,2%	-0,2%	0,2%
13. 1.	CPI r/r	December	4,9%	4,4%	4,8%
13. 1.	Jadrový CPI m/m	December	-0,2%	-0,4%	0,0%
13. 1.	Jadrový CPI r/r	December	4,1%	3,3%	3,7%
15. 1.	HICP m/m	December	0,1%	-0,1%	-0,2%
15. 1.	HICP r/r	December	3,9%	3,5%	3,6%
15. 1.	Zasadnutie ECB (1T refinančná sadzba)	Január	2,50%	2,00%	2,00%
28. 1.	PPI m/m	December	-0,2%	-	0,0%
28. 1.	PPI r/r	December	6,7%	-	6,7%
29. 1.	Výsledky konjunkturálneho prieskumu a indikátor ekonomického sentimentu	Január	82,2	-	n/a
4. 2.	Maloobchodné tržby	December	2,2%	-	n/a
5. 2.	Zasadnutie ECB (1T refinančná sadzba)	Február	2,00%	-	2,00%
9. 2.	Priemyselná produkcia	December	-7,1%	-	-10,7%
9. 2.	Stavebná produkcia	December	13,2%	-	n/a
11. 2.	CPI m/m	Január	-0,2%	-	0,6%
11. 2.	CPI r/r	Január	4,4%	-	3,7%
11. 2.	Jadrový CPI m/m	Január	-0,4%	-	0,4%
11. 2.	Jadrový CPI r/r	Január	3,3%	-	2,6%
11. 2.	Zahraničný obchod	December	-7,3 mld.	-	-14,4 mld.
13. 2.	Rýchly odhad HDP	4Q08	7,0%	-	4,2%
27. 2.	PPI m/m	Január	n/a	-	n/a
27. 2.	PPI r/r	Január	n/a	-	n/a
27. 2.	Výsledky konjunkturálneho prieskumu a indikátor ekonomického sentimentu	Február	n/a	-	n/a
27. 2.	HICP m/m	Január	-0,1%	-	0,5%
27. 2.	HICP r/r	Január	3,5%	-	2,8%

## Komentár

### Ekonomická aktivita

- Klesajúci zahraničný dopyt a slabá dôvera v priemysle vôbec nepoukazujú na priaznivý vývoj v priemysle ani v nasledujúcich mesiacoch. Očakávame, že v decembri **priemyselná výroba** klesla medziročne až o 10,7%. V januári môže byť pokles dokonca ešte výraznejší vzhľadom na výpadok výroby spojený s výpadkom dodávok zemného plynu z Ruska.

### Inflácia

- Očakávame, že index **CPI** v januári 2009 spomalí svoj medziročný rast na úroveň 3,7% najmä pod vplyvom základného efektu na strane spomaľujúcich cien potravín a pokračujúceho poklesu cien pohonných hmôt. Medzimesačne by však mal index CPI vzrásť o 0,6% pod vplyvom rastu nákladových položiek (najmä ceny energií a imputované nájomné) v oblasti bývanie a energie.

### Zahraničný obchod

- Vzhľadom na zhoršené vyhliadky v priemysle možno očakávať veľmi slabú dynamiku zahranično-obchodných tokov aj v decembri 2008 a v úvode roka 2009. Nami očakávaný **deficit obchodnej bilancie** v decembri 2008 vo výške 14,4 mld. Sk by mal posunúť kumulatívny deficit zahraničného obchodu za celý rok 2008 do okolia 26 mld. Sk oproti deficitu 21,4 mld. v roku 2007.

### Úrokové sadzby

- Vzhľadom na skutočnosť, že zverejnenie dôležitých dát (rýchly odhad HDP v EÚ za 4Q08, a prijatie nových fiškálnych opatrení, najmä v Nemecku) je naplávané až po februárovom zasadnutí **ECB**, zaujme centrálna banka vo februári skôr vyčkávaciu stratégiu, aby posúdila dopady svojich predchádzajúcich rozhodnutí a opatrení na trh a reálnu ekonomiku. Ďalšie rozhodnutie znižovať úrokové sadzby by následne bolo závislé najmä na alokácii a použití fiškálnych stimulov a trende v inflačných očakávaniach.

## Slovenské makroekonomické indikátory

		2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2Q08	3Q08	Oct08	Nov08	Dec08	2009F	2010F	2011F
<b>HDP</b>															
Reálny HDP	t/r % rast	4.7	5.2	6.5	8.5	10.4	7.0	7.6	7.0	-	-	-	3.0	3.3	4.4
Nominálny HDP	t/r % rast	10.3	11.3	9.1	11.7	11.7	10.8	11.3	10.2	-	-	-	5.9	6.6	8.0
HDP (bežné ceny)	mln EUR	40.6	45.2	49.3	55.1	61.5	68.1	16.7	17.7	-	-	-	72.1	76.9	83.0
HDP na obyvateľa	EUR	5 485	6 324	7 148	8 275	10 173	12 149	2 996	3 271	-	-	-	13 335	14 200	15 319
Domáci dopyt	t/r % rast	-0.7	5.9	8.5	6.5	5.9	6.5	7.0	6.4	-	-	-	1.6	1.9	3.8
Spotreba domácností	t/r % rast	1.6	4.2	6.6	5.9	7.1	6.1	5.7	6.0	-	-	-	2.7	2.4	4.9
Spotreba verejnej správy	t/r % rast	4.1	-2.2	3.3	10.2	0.7	3.7	9.6	3.3	-	-	-	0.4	2.1	1.5
Tvorba hrubého fixného kapitálu	t/r % rast	-2.7	4.8	17.6	9.3	7.1	7.0	11.8	7.3	-	-	-	0.7	2.2	4.3
Vývoz	t/r % rast	15.9	7.4	10.0	21.0	16.0	5.3	8.1	2.7	-	-	-	1.0	3.9	7.0
Dovoz	t/r % rast	7.4	8.3	12.4	17.7	10.4	5.0	7.7	2.0	-	-	-	0.5	2.5	6.5
<b>Inflácia</b>															
CPI	t/r % rast	9.3	5.9	3.7	4.2	3.4	4.4	4.6	5.4	5.1	4.9	4.4	2.6	3.5	3.5
CPI	priemer	8.5	7.6	2.7	4.5	2.8	4.6	4.5	5.1	-	-	-	2.9	3.3	3.6
HICP	t/r % rast	9.4	5.8	3.9	3.7	2.5	3.5	4.3	4.5	4.2	3.9	3.5	2.3	3.4	3.3
HICP	priemer	8.4	7.5	2.8	4.3	1.9	3.9	4.0	4.4	-	-	-	2.2	3.1	3.4
Jadrový CPI	t/r % rast	3.0	1.5	1.7	2.7	4.2	3.3	4.8	5.5	4.9	4.1	3.3	2.0	3.5	3.2
Jadrový CPI	priemer	2.6	2.6	1.1	2.5	2.9	4.6	4.7	5.3	-	-	-	1.8	3.2	3.5
PPI	t/r % rast	8.6	4.3	7.0	5.4	3.4	6.7	6.3	6.8	7.5	6.7	-	2.5	3.2	3.3
PPI	priemer	8.3	3.4	4.7	8.4	2.1	6.2	6.2	6.6	-	-	-	3.7	2.6	3.3
<b>Vonkajšia bilancia</b>															
Bilancia zahraničného obchodu - kumul.	mln EUR	-1 673.6	-2 456.1	-2 498.0	-709.8	-878.5	-896.0	-14.9	-206.0	-155.2	-399.0	-	-0.7	-0.4	0.0
Obchodná bilancia / HDP	%	-3.7	-5.0	-4.5	-1.2	-1.3	-1.2	-1.4	-1.3	-1.0	-1.2	-	-0.9	-0.5	0.0
Vývoz	t/r % rast	23.2	11.8	10.2	24.5	15.2	5.5	14.8	12.8	-0.9	-15.6	-	2.0	5.0	5.0
Dovoz	t/r % rast	10.5	14.7	12.2	22.9	10.2	5.8	16.7	12.6	-2.8	-13.2	-	2.0	4.5	4.5
Bežný účet - kumul.	mln EUR	-2.4	-3.5	-4.1	-3.9	-3.3	-4.3	-2.1	-3.1	-	-	-	-4.3	-3.0	-1.7
Bežný účet / HDP	%	4.2	4.1	4.8	-4.7	-5.3	-6.3	-6.6	-6.6	-	-	-	-5.9	-3.9	-2.0
Kapitálový a finančný účet - kumul.	mln EUR	3.7	5.3	5.9	1.1	6.2	5.5	2.7	4.1	-	-	-	-	-	-
PZI koniec roka	mln EUR	17.2	20.7	25.1	29.2	26.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Prílev PZI	mln EUR	2.6	3.2	2.5	4.6	0.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Prílev PZI / HDP	%	6.5	7.2	5.1	8.4	1.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Verejné financie</b>															
Bilancia štátneho rozpočtu	mln EUR	-1.9	-2.3	-1.12	-1.1	-1.2	-0.7	0.1	-0.1	0.3	0.3	-0.7	-1.7	-0.9	-0.4
Bilancia štátneho rozpočtu / HDP	%	-4.7	-5.3	-2.4	-1.9	-2.0	-1.0	-	-	-	-	-	-2.3	-1.2	-0.4
Fiskálny deficit (ESA 95)	mln EUR	1.1	1.0	1.4	1.9	-1.7	-1.5	-	-	-	-	-	-1.3	-0.7	0.0
Fiskálny deficit / HDP	%	2.7	2.3	2.8	3.5	-2.8	-2.3	-	-	-	-	-	-1.8	-0.8	0.0
Verejný dlh	mln EUR	17.2	18.7	16.8	16.8	18.1	19.7	-	-	-	-	-	21.1	22.1	22.3
Verejný dlh / HDP	%	42.4	41.4	34.2	30.4	29.4	28.9	-	-	-	-	-	29.3	28.8	26.9
<b>Trh práce</b>															
Miera nezamestnanosti	t/r % rast	15.6	13.1	11.4	9.4	8.0	8.1	7.4	7.5	7.5	7.9	-	9.3	8.0	8.0
Miera nezamestnanosti	priemer	15.2	14.3	11.6	10.4	8.4	7.6	7.4	7.5	-	-	-	8.5	8.8	8.8
Počet nezamestnaných	tis	413	342	334	273	240	244	223	227	228	235	-	280	239	239
Miera nezamestnanosti (VZPS)	priemer	17.4	18.1	16.2	13.3	11.0	9.9	10.1	9.0	-	-	-	10.5	10.0	11.0
Počet zamestnancov	tis	2 165	2 170	2 216	2 301	2 357	2 419	2 405	2 473	-	-	-	2 431	2 460	2 492
Produktivita práce	t/r % rast	2.3	5.8	4.6	5.8	8.1	5.3	4.8	3.7	-	-	-	2.0	2.3	0.0
Hrubá mesačná mzda	EUR priemer	477	525	573	623	669	729	712	705	-	-	-	777	840	919
Nominálna mesačná mzda	t/r % rast	6.3	10.2	9.2	8.0	7.2	9.2	9.5	8.8	-	-	-	6.6	8.0	9.4
Reálna mesačná mzda	t/r % rast	-2.0	2.5	6.3	3.3	4.3	4.6	4.8	3.5	-	-	-	2.5	3.8	5.2
<b>Produkcia, tržby a sentiment</b>															
Priemyselná produkcia	t/r % priemerný rast	5.0	4.2	3.9	9.9	12.9	2.7	6.4	2.5	0.0	-7.1	-	2.0	4.0	4.0
Stavebná produkcia	t/r % priemerný rast	5.7	5.2	15.0	14.9	7.8	-	11.2	11.1	15.9	13.2	-	-	-	-
Maloobchodné tržby	t/r % priemerný rast	-5.2	6.2	9.8	8.3	4.8	7.5	5.7	5.8	4.6	2.2	-	3.0	4.0	4.0
Indikátor ekonomického sentimentu	koniec obdobia	100.3	102.5	99.6	108.2	101.1	82.2	96.9	96.4	93.3	88.4	82.2	-	-	-
<b>Úrokové sadzby</b>															
ECB refinančná sadzba	koniec obdobia	2.00	2.00	2.25	3.50	4.00	2.50	4.00	4.25	3.75	3.25	2.50	1.00	2.00	3.00
3M BRIBOR	koniec obdobia	2.1	2.2	2.5	3.7	4.7	2.9	4.9	5.3	4.8	3.9	2.9	1.6	2.5	3.1
1R BRIBOR	koniec obdobia	2.3	2.4	2.8	4.0	4.7	3.0	5.4	5.5	4.9	4.0	3.0	1.7	2.7	3.2
Výnos 10R SK štátneho dlhopisu	koniec obdobia	5.4	4.7	-	-	4.7	4.1	5.1	4.8	4.9	4.9	4.1	2.7	3.9	5.0
Výnos 10R EU štátneho dlhopisu	koniec obdobia	4.3	3.7	3.3	4.0	4.3	2.9	4.6	4.0	3.9	3.2	2.9	2.0	3.3	4.5
<b>Výmenný kurz</b>															
EUR /USD	koniec obdobia	1.259	1.356	1.184	1.320	1.459	1.398	1.576	1.410	1.273	1.271	1.398	1.350	1.380	1.350
EUR /USD	priemer	1.133	1.244	1.244	1.256	1.371	1.471	1.563	1.502	1.328	1.273	1.354	1.322	1.370	1.350

Poznámka: Pokiaľ nie je uvedené inak, všetky údaje sú ku koncu roka

Zdroj: Národná banka Slovenska, Štatistický úrad SR, Národný úrad práce, VÚB banka, Intesa Sanpaolo



# Mesiac s VÚB bankou

## Trhové dáta

### PENAZNY A DLHOPISOVY TRH

Sadzby peňaz. trhu	Zatvorenie			Trend		
	Posledná	31.12.2008	30.11.2008	Minulý mesiac	Minulý týždeň	OZR
LIBOR EUR 1M	2.19	2.59	3.57	-0.98	-0.15	-0.40
LIBOR EUR 3M	2.50	2.89	3.85	-0.96	-0.16	-0.39
LIBOR EUR 12M	2.65	3.06	3.96	-0.90	-0.19	-0.41
LIBOR USD 1M	0.33	0.44	1.90	-1.47	-0.06	-0.10
LIBOR USD 3M	1.09	1.43	2.22	-0.79	-0.15	-0.34
LIBOR USD 12M	1.77	2.00	2.77	-0.76	-0.17	-0.23
LIBOR GBP 1M	1.68	2.17	3.26	-1.10	-0.35	-0.48
LIBOR GBP 3M	2.27	2.77	3.91	-1.14	-0.32	-0.50
LIBOR GBP 12M	2.60	3.07	4.12	-1.04	-0.30	-0.48

Sadzby peňaz. trhu	Zatvorenie			Trend		
	Posledná	31.12.2008	30.11.2008	Minulý mesiac	Minulý týždeň	OZR
EURIBOR 1W	2.01	2.39	3.15	-0.76	-0.14	-0.37
EURIBOR 2W	2.07	2.45	3.19	-0.74	-0.16	-0.39
EURIBOR 1M	2.20	2.60	3.57	-0.97	-0.16	-0.40
EURIBOR 2M	2.39	2.79	3.78	-0.99	-0.17	-0.39
EURIBOR 3M	2.51	2.89	3.85	-0.96	-0.17	-0.38
EURIBOR 6M	2.57	2.97	3.90	-0.93	-0.18	-0.40
EURIBOR 9M	2.62	3.02	3.94	-0.92	-0.19	-0.40
EURIBOR 1Y	2.65	3.05	3.95	-0.90	-0.19	-0.40

Státne dlhopisy	Zatvorenie			Trend		
	Posledná	31.12.2008	30.11.2008	Minulý mesiac	Minulý týždeň	OZR
EU ŠD 2R	1.54	1.76	2.16	-0.40	-0.20	-0.22
EU ŠD 5R	2.22	2.31	2.63	-0.32	0.00	-0.09
EU ŠD 10R	2.93	2.97	3.25	-0.30	0.09	-0.01
EU ŠD 30R	3.78	3.53	3.72	-0.19	0.22	0.26
US ŠD 2R	0.78	0.77	1.00	-0.23	-0.07	0.01
US ŠD 5R	1.47	1.56	1.91	-0.36	-0.16	-0.09
US ŠD 10R	2.31	2.22	2.92	-0.70	0.04	0.09
US ŠD 30R	2.95	2.68	3.44	-0.76	0.26	0.27
JP ŠD 2R	0.39	0.39	0.61	-0.21	-0.01	0.00
JP ŠD 5R	0.72	0.70	0.88	-0.17	0.05	0.01
JP ŠD 10R	1.23	1.26	1.40	-0.23	0.12	0.06
JP ŠD 30R	1.90	1.92	2.19	-0.45	0.19	0.17

Státne dlhopisy	Zatvorenie			Trend		
	Posledná	31.12.2008	30.11.2008	Minulý mesiac	Minulý týždeň	OZR
SK ŠD 2R	3.24	3.44	3.91	-0.47	-1.43	-0.20
SK ŠD 5R	4.10	3.92	4.44	-0.52	-0.35	0.18
SK ŠD 10R	4.64	4.15	4.87	-0.72	0.10	0.49
CZ ŠD 2R	3.16	3.73	4.00	-0.27	-0.22	-0.57
CZ ŠD 5R	3.64	3.82	4.34	-0.53	0.04	-0.17
CZ ŠD 10R	4.03	4.61	4.88	-0.27	-0.06	-0.18
PL ŠD 2R	4.78	5.33	5.92	-0.59	-0.51	-0.55
PL ŠD 5R	4.96	5.34	5.75	-0.42	-0.13	-0.37
PL ŠD 10R	5.31	5.46	5.90	-0.44	-0.01	-0.15
HU ŠD 3R	10.22	9.70	11.20	-1.50	0.39	0.52
HU ŠD 5R	10.05	9.55	11.09	-1.54	0.50	0.50
HU ŠD 10R	9.24	8.41	9.01	-0.60	0.85	0.83

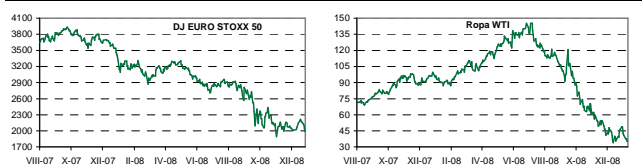
St. dlhopisy spready *	Zatvorenie			Trend		
	Posledná	31.12.2008	30.11.2008	Minulý mesiac	Minulý týždeň	OZR
EU ŠD 2R	-0.76	-0.99	-1.16	0.17	0.13	0.23
EU ŠD 5R	-0.76	-0.76	-0.72	-0.04	-0.17	0.00
EU ŠD 10R	-0.62	-0.72	-0.33	-0.39	-0.05	0.10
JP ŠD 2R	0.39	0.38	0.40	-0.02	-0.06	0.01
JP ŠD 5R	0.75	0.85	1.04	-0.19	-0.21	-0.10
JP ŠD 10R	1.09	1.06	1.53	-0.47	-0.08	0.03
SK ŠD 2R	-1.70	-1.68	-1.75	0.07	1.23	-0.02
SK ŠD 5R	-1.88	-1.61	-1.81	0.20	0.36	-0.27
SK ŠD 10R	1.71	1.20	1.62	-0.42	0.02	0.50

St. dlhopisy spready *	Zatvorenie			Trend		
	Posledná	31.12.2008	30.11.2008	Minulý mesiac	Minulý týždeň	OZR
CZ ŠD 2R	-1.62	-1.97	-1.84	-0.13	0.01	0.35
CZ ŠD 5R	-1.42	-1.51	-1.71	0.20	-0.04	0.09
CZ ŠD 10R	-1.10	-1.67	-1.63	-0.04	0.14	0.57
PL ŠD 2R	-3.24	-3.57	-3.76	0.19	0.31	0.33
PL ŠD 5R	-2.74	-3.02	-3.12	0.10	0.14	0.28
PL ŠD 10R	-2.37	-2.51	-2.65	0.14	0.09	0.14
HU ŠD 3R	-8.27	-7.86	-9.00	1.14	-0.54	-0.42
HU ŠD 5R	-7.83	-7.24	-8.46	1.22	-0.50	-0.59
HU ŠD 10R	-6.31	-5.47	-5.76	0.30	-0.76	-0.84

### AKCIOVE & KOMODITNE TRHY

Akciové indexy	Zatvorenie			Trend		
	Posledná	31.12.2008	30.11.2008	Minulý mesiac	Minulý týždeň	OZR
DJIA 30	8 212	8 776	8 829	-0.60%	-4.82%	-6.43%
S&P 500	843.7	903.3	896.2	0.78%	-4.45%	-6.59%
NASDAQ Comp.	1 512	1 577	1 536	2.70%	-3.71%	-4.13%
NASDAQ 100	1 184	1 212	1 186	2.18%	-3.22%	-2.32%
DAX 30	4 431	4 810	4 669	3.01%	2.45%	-7.88%
CAC 40	3 064	3 218	3 263	-1.37%	-1.50%	-4.78%
FTSE 100	4 121	4 393	4 288	2.44%	-2.48%	-6.18%
DJ Euro stoxx 50	2 033	2 065	2 159	-4.33%	0.72%	-1.55%
NIKKEI 225	8 230	8 860	8 512	4.08%	-0.26%	-7.10%
TOPIX	818	859	835	2.93%	-0.49%	-4.81%
HANG SENG	13 256	14 387	13 888	3.59%	-4.42%	-7.87%
PX 50	843	858	863	-0.58%	0.76%	-1.77%
BUX	12 144	12 242	12 695	-3.57%	2.43%	-0.79%
WIG 20	1 699	1 790	1 742	2.74%	1.54%	-5.05%
RTS Index	568	632	658	-3.99%	-0.80%	-10.08%
SAX	361.3	359.2	349.8	2.69%	0.01%	0.59%

Komodity	Zatvorenie			Trend		
	Posledná	31.12.2008	30.11.2008	Minulý mesiac	Minulý týždeň	OZR
Ropa WTI	35.46	44.60	54.43	-18.06%	-11.89%	-20.49%
Ropa BRENT	47.39	47.30	45.59	3.75%	6.48%	3.95%
ZLATO	822.8	878.2	813.0	8.02%	-2.24%	-6.31%
STRIEBRO	10.69	11.30	10.26	10.14%	-2.43%	-5.40%
PLATINA	930	925	872	6.08%	5.14%	0.54%
PALADIUM	180	185	187	-1.07%	0.53%	-2.44%



### DEVIZOVÉ TRHY

Křížové kurzy men. párov	Zatvorenie			Trend		
	Posledná	31.12.2008	30.11.2008	Minulý mesiac	Minulý týždeň	OZR
EUR/USD	1.3239	1.3978	1.2711	9.97%	-3.09%	-5.29%
GBP/USD	1.4928	1.4626	1.5366	-4.82%	4.19%	2.06%
USD/JPY	90.37	90.60	95.54	-5.17%	-2.05%	-0.25%
USD/CHF	1.1198	1.067	1.2127	-12.02%	3.03%	4.96%
EUR/CHF	1.4828	1.493	1.5424	-3.19%	-0.17%	-0.70%
EUR/GBP	0.8867	0.956	0.827	15.61%	-7.04%	-7.26%
EUR/JPY	119.66	126.64	121.44	4.28%	-5.04%	-5.51%
EUR/CZK	27.04	26.75	25.35	5.56%	-0.82%	1.09%
USD/CZK	20.42	19.11	18.86	1.33%	2.32%	6.81%
EUR/PLN	4.147	4.115	3.784	8.75%	-3.48%	0.77%
USD/PLN	3.133	2.961	2.965	-0.12%	-0.22%	5.81%
EUR/HUF	276.10	263.55	259.29	1.64%	4.50%	4.76%
USD/HUF	208.45	188.30	202.93	-7.21%	7.49%	10.70%
EUR/RON	4.26	4.01	3.78	6.13%	5.87%	6.01%
USD/RON	3.22	2.88	2.97	-2.87%	9.09%	11.61%
EUR/RUB	43.178	41.248	35.457	16.33%	-4.02%	4.68%
USD/RUB	32.60	30.53	27.90	9.41%	-0.83%	6.80%

Kľúčové úrok. sadzby	Na začiatku roka	
	Aktuálna	2008
EU	2.50	2.50
US	0.25	0.25
JP	0.10	0.10
UK	1.50	2.00
CZ	2.25	2.25
PL	5.00	5.00
HU	10.00	10.00



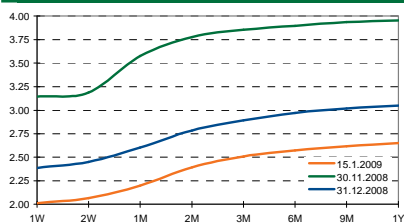
\* EU a JP vs. US; SK, CZ, PL a HU vs. EU

Posledná - Posledná hodnota pri aktualizácii    Zatvorenie - Zatváracia hodnota v udanom dni    Minulý mesiac - Výkonnosť za minulý mesiac    Minulý týždeň - Výkonnosť za minulý týždeň    OZR - Výkonnosť od začiatku roka  
Aktualizované: 16.1.2009 11:16

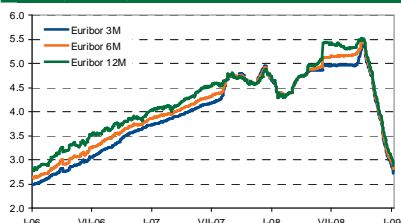
# Mesiac s VÚB bankou

## Grafy

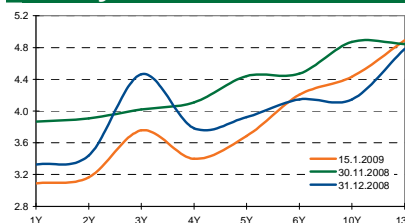
### EURIBOR krivka



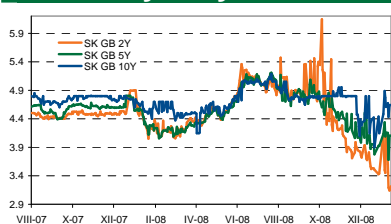
### 3M, 6M, 12M EURIBOR



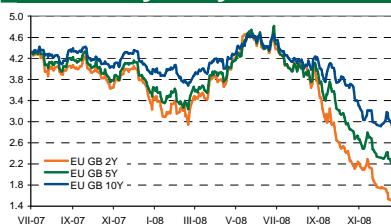
### SK Výnosová krivka



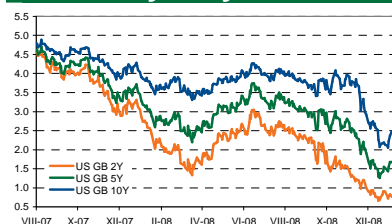
### SK ŠD výnosy



### EU ŠD výnosy



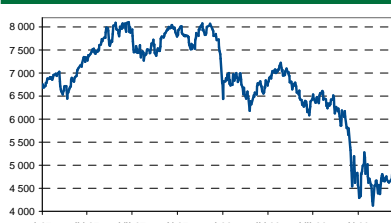
### US ŠD výnosy



### DJIA 30



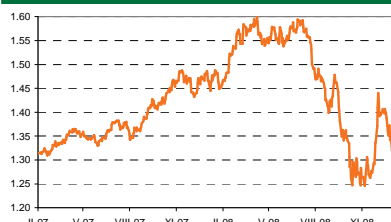
### DAX 30



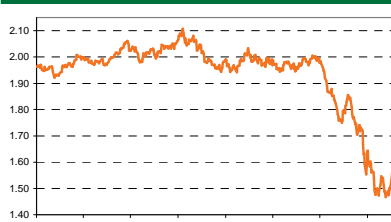
### NIKKEI 225



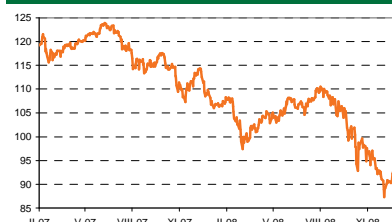
### EUR/USD



### GBP/USD



### USD/JPY



Tento materiál je pripravovaný: Odbor Korporátna stratégia a ekonomické analýzy, VÚB banka

#### Hlavný ekonóm

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

#### Senior analytik

Martin Lenko +421 2 5055 2812 mlenko@vub.sk

#### Predaj, riaditeľ

Milan Chúpek +421 2 5055 9500

#### Štrukturovaný predaj

Ladislav Jakab +421 2 5055 9630

Ondrej Mikula +421 2 5055 9520

Tomáš Kraus +421 2 5055 9595

#### Predaj

Marianna Hubíková +421 2 5055 9640

Iveta Mikušková +421 2 5055 9620

Lenka Mackaničová +421 2 5055 9660

Krídva Martin +421 2 5055 9650

Mrvová Lucia +421 2 5055 9402

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 sollicitácia 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.