

obsah

Zadĺženie verejnej správy prudko vzrástlo

2

Celkový dlh verejného sektora dosiahol ku koncu júna 2013 výšku 58 % HDP a medzikvartálne išlo o šiesty najprudší rast dlhu medzi krajinami EU 28. Hlavným dôvodom rastu je predzásobenie sa likviditou na splatenie dlhopisov maturujúcich v októbri 2013 a najmä na začiatku roku 2014. Práve nutné predzásobenie sa na výplatu dlhopisov, pomerne obmedzené možnosti spätného odkúpenia a aj revízia HDP znamenajú reálnu možnosť, že dlh prekročí hodnotu 55 % HDP ešte tento rok. Vláda by tak musela už od mája 2014 prijať výdajové obmedzenia.

Dolár pod vplyvom politických nezhôd

3

Alternatív vývoja EUR/USD, ktoré môžu nastať, je viacero. Situácia ohľadne dlhového stropu prestane trhy znervózňovať do takej miery ako v súčasnosti a dolár sa pozvoľne vráti do rovnovážneho stavu k 1,31 – 1,32. Najpravdepodobnejší scenár, s ktorým počítajú aj naši viedenský kolegovia je, že americkí politici sa o niekoľko týždňov dohodnú a zároveň Fed začne v prvom kvartáli 2014 s postupným uťahovaním menovej politiky, čo by EUR/USD vrátilo k úrovni 1,3 a dolár by mal priestor na ďalšie posilňovanie.

Nepriaznivý report z trhu práce v USA, idylku v Európe naštrbili PMI

4

Po slabom výsledku septembrovej nezamestnanosti a zmiešaného dojmu z revízií predošlých mesiacov bol dopad na dolár negatívny, keďže podobný vývoj nahráva skôr odkladu uťahovaniu menovej politiky. Aktuálna miera nezamestnanosti je 7,2 %. Predbežný odhad indexu nákupných manažérov za október zredukoval zisky z predošlých mesiacov a bol aj pod očakávaniami trhu. Pokles bolo vidieť najmä v oblasti služieb.

Nízky rast cien vo V4

5

V Maďarsku vývoj cien poskytuje ďalší priestor na uvoľňovanie menovej politiky a Maďarská centrálna banka ho využíva tak, že 15-ty krát v rade znížila hlavnú úrokovú sadzbu, ktorá je v súčasnosti 3,4 %. V Poľsku pomalý rast cien tiež umožňuje držať uvoľnenú menovú politiku za účelom podpory rastu ekonomiky minimálne do konca prvého polroka 2014. V Českej republike by naopak preferovali vyšší rast cien, keďže sa obávajú prípadnej deflácie.

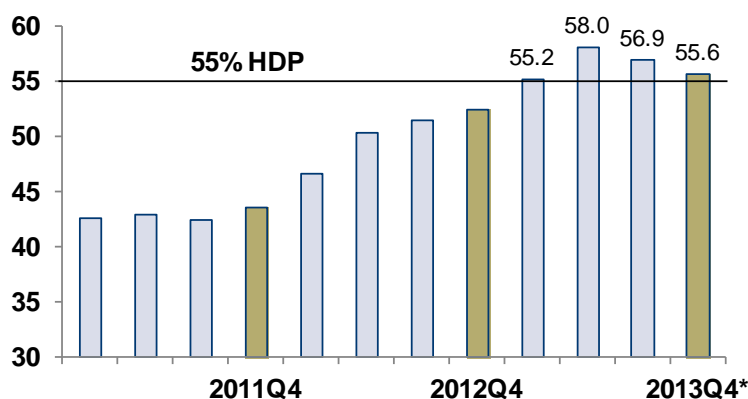
Kontakty:

robert_prega@tatrabanka.sk, juraj_valachy@tatrabanka.sk, boris_fojtik@tatrabanka.sk

Je celkom pravdepodobné,
že verejný dlh presiahne v
závere roka 2013 hranicu
55% HDP

Zdroj: Eurostat pre Q1 2011 - Q2 2013

*Odhad Tatra banka Research pre H2 2013
(bez spätných odkupov dlhopisov)



Zadĺženie Slovenska dosahuje rekordné hodnoty, no malo by mierne klesnúť

V stredu 23. októbra 2013 Eurostat zverejnil veľkosť verejného dlhu krajín EÚ 28 ku koncu júna 2013. **Slovensko malo k tomuto dátumu verejný dlh vo veľkosti 58 % HDP**, čo znamenalo medziročne zvýšenie hodnoty o 7,7p.b. Od prvého štvrťroka 2013 sa dlh zvýšil o 2,9 % HDP, čo bol 6. najrýchlejší rast dlhu spomedzi krajín EU 28. Aj keď je tempo rastu pozoruhodne vysoké, **z pohľadu ďalšieho vývoja verejných financií je skôr zaujímavé, či sa podarí dostať výšku dlhu pod hranicu 55 % HDP**. Pokiaľ by sa to ku koncu roka nepodarilo, od momentu zverejnenia oficiálnych čísiel (koniec apríla 2014) bude musieť vláda okamžite viazať 3 % výdavkov štátneho rozpočtu a na rok 2015 pripraviť rozpočet so zmrazenými výdavkami (nulový medziročný rast verejných výdavkov po očistení o niektoré druhy výdavkov). Vláda síce s prekročením hranice 55 % HDP počíta, ale až o rok neskôr, v roku 2014 a nie už teraz v roku 2013.

Táto správa samozrejme dosiahla pomerne veľký mediálny ohlas, keďže úroveň 58 % HDP pri laickom pohľade dosť vzdialené hranici 55 %. Pozrime sa preto bližšie ako reálne je, že sa vláde podarí znížiť dlh pod 55 % HDP.

Gro verejného dlhu tvoria emitované dlhopisy, presnejšie povedané dlhopisy, ktoré Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity (ARDAL) emitovala a ktoré nie sú na majetkovom účte MF SR, ergo ich vlastní investori. **Celkový verejný dlh bol vykázaný k polovici roku 2013 vo výške 41,648 mld. EUR** z neho až 37,007 mld. EUR tvorili práve emitované dlhopisy (podiel 89 %), zvyšok tvorili úvery ako napríklad pre fond EFSF (nazývaný aj dočasný euroval), úver od EIB, úvery obcí či VÚC. Pri tejto analýze nás skôr zaujíma akú má dlh formu (dlhopis alebo úver) a menej kde sa dlh vytvára (štátny rozpočet, príspevok do ESM a pod.). Dôvodom je, že väčšinu údajov zachytávajúci formu dlhu máme omnoho skôr ako analytické informácie o dôvodoch vzniku dlhu.

Vývoj verejného dlhu SR

mil. EUR	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3*	2013Q4**
Hotovosť	93	75	74	74	74
Cenné papiere	32 799	34 904	37 007	36 214	35 324
z toho Krátkodobé	1 316	829	327	75	75
Dlhodobé	31 483	34 075	36 680	36 139	35 249
Úvery	4 352	4 361	4 566	4 786	5 006
z toho EFSF	1 494	1 554	1 789	1 859	1 929
Celkový dlh	37 245	39 339	41 648	41 074	40 404
Celkový dlh, % HDP	52.4	55.2	58.0	56.9	55.6

* Odhad Tatra banka Research na základe publikovaných údajov ARDAL-u k 30.9.2013

** Odhad Tatra banka Research na základe údajov k 21. 10. 2013 a pri neuskutočnení žiadnych spätných odkupov štátnych dlhopisov

Zdroj: Eurostat, Tatra banka Research

Na základe údajov, ktoré sú pravidelne zverejňované v Mesačných reportoch ARDAL-u, môžeme pomerne spoľahlivo odhadnúť výšku dlhu ku koncu septembra 2013. Podľa našich prepočtov by **výška celkového dlhu mala**

klesnúť tesne pod 57 % HDP k 30. 9. 2013. Pri odhade úverov sme použili predpoklady, s ktoré zverejnilo MF SR.

V októbri 2013 je splatná emisia dlhopisov č. 215, ktorej sa predalo 1,5 mld. EUR. Časť z nich sa podarilo už spätne odkúpiť (asi 500 mil.), takže v októbri treba vyplatiť zostávajúcu miliardu eur. Keďže ARDAL má momentálne dostatok voľných financií, celú dlžnú sumu vyplatí z likvidnej rezervy, ktorú si vytvoril v priebehu druhého štvrťroka 2013 (emitované boli dlhopisy za 2,7 mld. EUR). Preto **počas októbra dôjde alikvotnému zníženiu celkovému dlhu voči septembru**.

No aj po vyrovnaní spomínanej emisie č. 215, bude zostávajúci objem emitovaných dlhopisov až na hodnotu okolo 35,3 mld. EUR. ARDAL pravdepodobne do konca roka 2013 neemituje už žiaden dlhopis (resp. len minimálnom rozsahu 100 - 200 mil. EUR). Preto **pokiaľ sa ARDAL-u nepodarí spätne odkúpiť dlhopisy aspoň za 500 mil. EUR do konca roka 2013, celkový dlh veľmi pravdepodobne prekročí hodnotu 55 % HDP**.

Začiatkom roka 2014 budú splatné dve veľké emisie dlhopisov. **Prvá je č. 202 je splatná 11. 2. 2014 v objeme 1,3 mld. EUR a zatiaľ sa spätne podarilo odkúpiť len asi 13 mil. EUR**. Druhá emisia č. 217 je splatná v apríli 2014 v objeme 1,5 mld. EUR, a z nej sa podarilo už spätne odkúpiť asi 350 mil. EUR (už započítané v údajoch k 21.10.2013). **Predčasné odkupy dlhopisov sú však najmä pre banky pomerne komplikovaný proces**. Pokiaľ má banka dlhopis vedený v tzv. portfóliu držanom do splatnosti (hold-to-maturity portfolio), nemôže dlhopis predčasne predávať. Pokiaľ však audítor umožní výnimku, **môže ho predčasne predat len maximálne 3 mesiace pred splatnosťou**. Preto pre banky bude prakticky nemožné predčasne predat dlhopis č. 217 ešte v roku 2013, pokiaľ ho nemajú v portfóliu dlhopisov určenom na predaj. **Jedinou možnosťou pre ARDAL je predčasný odkup dlhopisov z emisie č. 202, ktoré by sa dali teoreticky odpredať od 11. novembra 2013**.

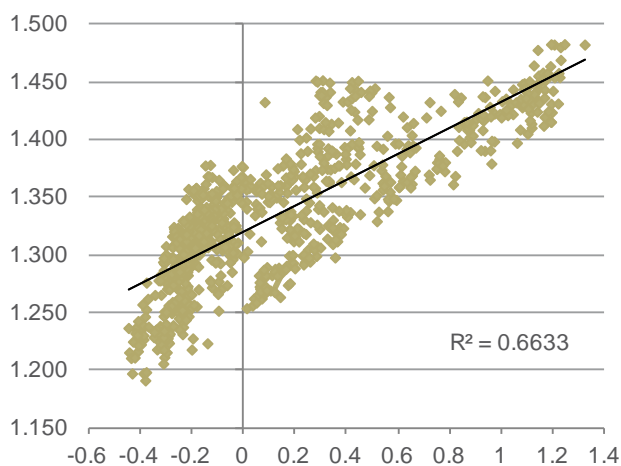
Ostatná revízia ročných údajov o HDP zo strany Štatistického úradu SR vláde trochu skomplikovala plnenie cieľa o veľkosti dlhu. ŠÚ SR zrevidoval ročné čísla o nominálnom HDP nadol, čo v prípade plnenia kritéria o veľkosti dlhu v pomere k HDP znamená, že **dlh musí byť nižší o takmer 200 mil. EUR ako bol pôvodný zámer**.

Preto si myslíme, že pokiaľ sa ARDAL-u nepodarí dohodnúť a uskutočniť spätný odpredej dlhopisov v objeme aspoň 500 mil. EUR (ideálne 600 – 700 EUR) do konca roka, celkový verejný dlh prekročí hranicu 55 % HDP ku koncu roka 2013. **Pomerne spoľahlivý odhad o veľkosti dlhu bude k dispozícii už v priebehu januára 2014**. Preto v prípade, že prekročí 55 % HDP, vláda by mala dosť času pripraviť sa na krátenie výdavkov štátneho rozpočtu od mája 2014.

Dolár pod vplyvom politických nezhôd

Dolár zažíva v posledných týždňoch najzaujímavejšie obdobie roka a vyzerá, že tak skoro sa neskončí. Bližší pohľad na vývoj dolára v minulosti by nám mohol lepšie priblížiť jeho ďalší možný vývoj. **V niekoľko posledných rokoch sa ako dobrý indikátor vývoja EUR/USD osvedčil pohyb diferenciálu medzi 2-ročným americkým a nemeckým dlhopisom ako reprezentantom eurozóny.** Vzťah rozdielu medzi výnosmi amerických a nemeckých dlhopisov dokázal za posledné tri roky vysvetliť takmer 70 % pohybov menového páru EUR/USD. Určite to nie je zanedbateľný výsledok, ale samozrejme, že má ďaleko k dokonalosti. Lepšie pochopiť tento vzťah, a teda lepšie vysvetliť reakciu EUR/USD na zmeny diferenciálu, nám pomôže rozdelenie časového úseku na viacero častí.

Rozdiel výnosov* a kurz EUR/USD

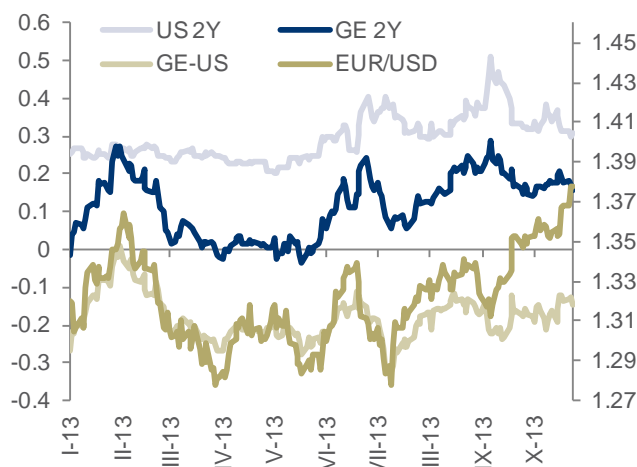


Zdroj: Thomson Reuters, Tatra banka Research * 2r. Bund-2r. dlhopis USA, jan. 2010- súčasnosť

Zasadením týchto časových úsekov do kontextu vývoja v USA a eurozóne uvidíme niekoľko intuitívnych vzťahov, čím sa schopnosť vysvetliť vzťah zvýši na 80 % až 90 %. Vo všeobecnosti sa dá povedať, že sú obdobia kedy dolár, resp. euro na pohyb rozdielu amerických a nemeckých výnosov reaguje senzitivnejšie, inokedy menej. To znamená, že aj malá zmena rozdielu vo výnosoch dlhopisov vyvolá veľkú zmenu a zvýšená volatilita EUR/USD je na svete. Potom už len záleží na tom, z ktorej strany Atlantiku väčšia nervozita prichádza. Logika tohto vzťahu je nasledovná, **krajine s rastúcimi výnosmi by mala silnieť mena.** Teda ak má Taliansko alebo Španielsko problémy a investori sa presúvajú do nemeckého bezpečného prístavu, euro reaguje oslabením. No kvôli zvýšenej senzitivite je táto zmena vyššia ako by naznačovala zmena rozdielu vo výnosoch voči americkej protistrane. Pre ďalší dobrý príklad nám stačí pripomenúť si situáciu zo začiatku roka 2013. Situácia v eurozóne sa pod vplyvom Draghiho vyhlásení ešte z leta 2012 vyvíjala relatívne priaznivo a výnosy Talianskych a Španielskych dlhopisov smerovali nadol a naopak nemecké smerom nahor. V tejto situácii pri nezmenených úrokových

sadzbách amerických dlhopisov sa diferenciál posúval v prospech eura a to posilnilo takmer na 1,36.

Vývoj EUR/USD a rozdielu výnosov



Zdroj: Thomson Reuters, Tatra banka Research

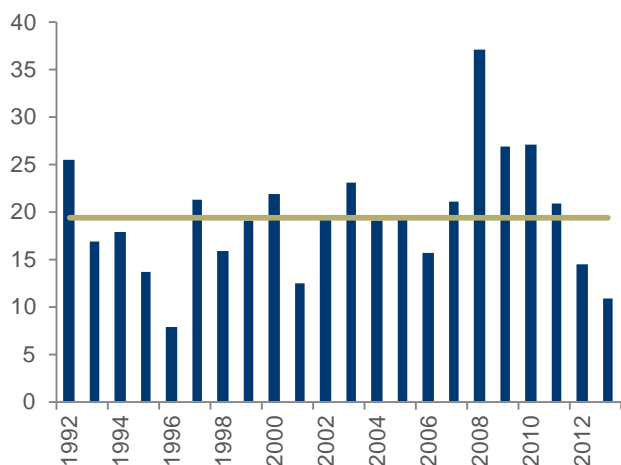
Pozrime sa teraz na súčasnú situáciu. **Na základe vývoja výnosov indikuje model hodnotu dolára voči euru okolo úrovni 1,32.** No ako vieme dolár sa pohybuje na úrovniach okolo 1,38. Vysvetlením je negatívny sentiment v neprospech dolára, ktorý multiplikoval nepriaznivý pohyb rozdielu výnosov nemeckých a amerických dlhopisov. Dá sa povedať, že **vzhľadom na dlhodobý vývoj a vzťah spomínaných premenných je momentálna situácia nerovnovážna.** Narušenie vzťahu sa dá pripísať dvom príčinám. Jednak ide politické napätie, ktoré vyvoláva oveľa senzitivnejšie reakcie dolára a zároveň rastúca pravdepodobnosť odkladu ukončenia QE 3 tlačí výnosy amerických 2-ročných dlhopisov nižšie, kým nemecké výnosy klesajú pomalšie aj ako dôsledok dobrých ekonomických vyhládok pre eurozónu.

Alternatív vývoja, ktoré môžu nastať je viacero. Situácia ohľadne dlhového stropu prestane trhy znervózňovať tka ako doteraz a dolár sa pozvoľne vráti do rovnovážneho stavu k 1,31 - 1,32. Ďalšou možnosťou je, že Fed dá najavo, že s ukončením QE3 to vôbec nie je také horúce ako to vyzeralo doteraz, čiže výnosy dlhopisov budú nižšie, čo by znamenalo prispôsobenie sa rozdielu výnosov kurzu EUR/USD. Avšak **najpravdepodobnejší scenár**, s ktorým počítajú aj naši viedenski kolegovia je, že **americkí politici sa o niekoľko týždňov dohodnú a zároveň Fed začne v prvom kvartáli 2014 s postupným uťahovaním menovej politiky, čo by EUR/USD vrátilo k úrovni 1,3 a dolár by mal priestor na ďalšie posilňovanie.**

Prognózovanie EUR/USD bolo, je a aj zostane veľmi náročná úloha a vždy bude v hre viacero alternatív kam sa tento najobchodovanejší menový pár môže uberať v najbližších dňoch a mesiacoch. To, čo sa veľmi dobre podarilo predikovať, bola volatilita EUR/USD v tomto roku. **Vďaka veľmi nízkym výnosom dlhopisov oboch sledovaných zoskupení, v prípade eurozóny zastúpených dlhopismi Nemecka, sa dala očakávať z historického pohľadu nízka volatilita, čo doterajší priebeh roka potvrdzuje.** No v prípade postupného zotavovania ekonomík a uťahovania

menovej politiky začnú výnosy dlhopisov rásť, čím sa zvýši aj pravdepodobnosť vyššej volatility EUR/USD.

Volatilita EUR/USD*



Zdroj: Thomson Reuters, Tatra banka Research* rozsah fluktuácie v centoch, max. – min. kurz počas roka

Mesačné indikátory

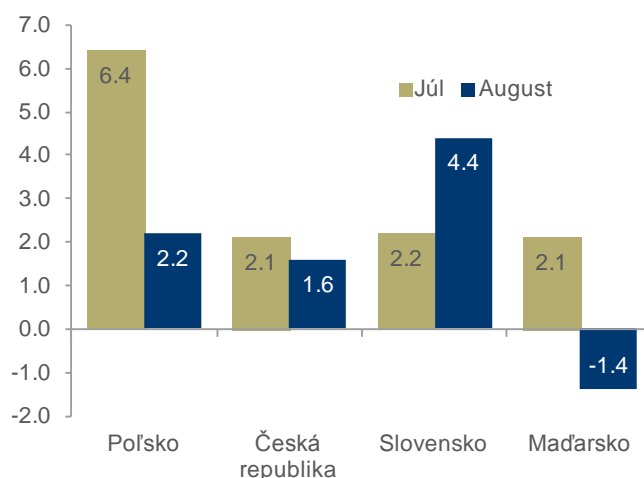
Nálada v Slovenskej ekonomike pokračuje v raste. **V októbri si indikátor ekonomického sentimentu polepšil o 1,9 bodu** a dostal sa **v tomto roku na najvyššiu hodnotu 93,1**. K zlepšeniu prišlo vo všetkých jeho subindexoch, no najviac v službách (+ 6 bodov) a priemysle (+ 4 body). Práve vo vybraných trhových službách sme v auguste zaregistrovali zvýšenie dynamiky rastu tržieb v stálych cenách na 17 % medziročne. Naopak **tržby maloobchodu sa po štyroch mesiacoch opäť dostali do mínusu**, aj keď len mierneho - 0,2 % medziročne.

Rast cien sa opäť prepadol o niekoľko desiatín nižšie. **V septembri** bola ich dynamika medziročného rastu **1 %**. Vďaka medzimesačnému poklesu polovice spotrebných kategórií bola cenová hladina oproti augustu nezmenená. Podobne ako v predošlom mesiaci sa pod cenový vývoj **silne podpísali ceny potravín**. V rámci tejto kategórie sa najviac prepadli **ceny ovocia a zeleniny** (-4,6 % a -3,4 %), no aj vývoj cien ostatných položiek potravín bol len veľmi mierny. Pokles rastu cien predbieha naše očakávania a predpokladáme, že sa ešte neskončil. Do konca roka sa s veľkou pravdepodobnosťou dostane ešte nižšie, teda pod 1 % medziročne. Súčasný vývoj je zo spotrebiteľského pohľadu veľmi priaznivý a posledné správy o regulovaných cenách hovoria, že v budúcom roku bude cenový vývoj minimálne podobný, ak nie ešte nižší. Dá sa preto očakávať, že aj relatívne nízky rast nominálnych miezd bude stačiť na to, aby reálne príjmy rástli.

Augustové **výsledky rastu slovenského priemyslu** výrazne prekvapili. Podľa ŠÚ SR bol **medziročný rast 4,4 %**, čo bola viac ako dvojnásobná dynamika rastu ako očakával trh. Medzimesačne sa po očistení o sezónne efekty produkcia zvýšila o 0,7 %.

Vďaka efektu celozávodných dovolení sa náš predpoklad o niečo rýchlejšieho rastu ako sme videli v júli potvrdil. Tie zamiešali kartami najmä **v automobilovom priemysle** a kým v júli bol ich príspevok k produkcii -1,5 p. b., v auguste to bolo už +2,1 p. b. Podobne aj dynamika medziročného rastu sa z júlových -4,6 % vyšvihla v auguste na 8 %. Najrýchlejšie, **o takmer 30 %, však rástli výrobcovia elektronických zariadení**. Za nimi boli s takmer 25 %-ným rastom producenti odevov, textilu a obuvi. Na druhom konci zas boli už tradične **výrobcovia farmaceutík s viac ako 40 %-ným medziročným prepadom produkcie**.

Rast priemyslu počas leta vo V4, r/r, %



Zdroj: Thomson Reuters

V susedných krajinách bol vývoj medziročného rastu priemyslu počas prázdninových mesiacov v presne opačnom garde. V Poľsku, Česku aj Maďarsku sme zaznamenali v auguste pokles dynamiky rastu. Ako sme už písali v júlovom komentári, letné mesiace sa zvyknú kvôli jednorazovým efektom vymykať dynamikou rastu bežným mesiacom v roku. V malej ekonomike ako Slovensko to platí dvojnásobne a aj presun dovolenky v jednom veľkom závode môže spôsobiť efekt, aký sme videli v auguste. Dokopy sa však letné mesiace dajú hodnotiť pozitívne a náš priemysel by mohol profitovať z oživovania ekonomickej aktivity našich najdôležitejších obchodných partnerov aj v ďalších mesiacoch.

Doláru poškodil aj report z trhu práce, idylku v Európe naštrbili PMI

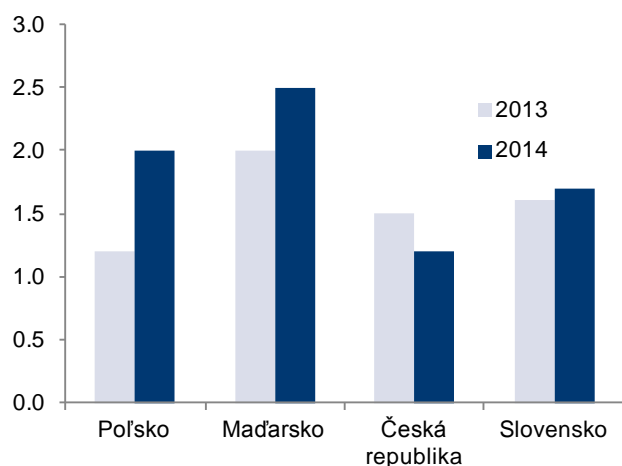
Politici v USA si dopriali na dosiahnutie dohody ohľadne rozpočtových škrtov priestor do polovice decembra. Teda odsunuli problém o niekoľko týždňov pred seba, čím ale vôbec neupokojili trhy. Na nálade im nepridali ani niektoré štatistiky, ktoré sa po znovu otvorení amerických vládnych úradov začali valiť z každej strany. Trh najviac zaujímali štatistiky trhu práce, ktoré má v hľadáčku aj americký Fed. **Po veľmi slabom výsledku septembrovej nezamestnanosti a zmiešaného dojmu z revízií bol dopad na dolár negatívny**, keďže podobný vývoj nahráva skôr odkladu uťahovania menovej politiky. **Aktuálna miera nezamestnanosti je 7,2 %**.

Predbežný odhad **indexu nákupných manažérov** za október zredukoval zisky z predošlých mesiacov a bol aj pod očakávaniami trhu. **Pokles indexu bolo vidieť najmä v oblasti služieb** 50,9 (52,2), kým výsledky priemyslu boli o niečo vyššie 51,3 (51,1). Zhoršenie nálady v eurozóne môže byť z časti pripísaný politickému nepokoju jednak v Taliansku, ale istý vplyv mohla mať aj neistota prichádzajúca z USA. Tento ústup z predošlých hodnôt hodnotíme ako potvrdenie toho, že oživenie bude iba mierne. Rozhodne sa nedá hovoriť o zmene trendu, ktorá by zvrátila zlepšovanie situácie.

Nízky rast cien vo V4

Inflácia je vo všetkých okolitých krajinách veľmi nízko a atakuje historické minimum. V Maďarsku podobne nízky rast cien ešte nezaznamenali. Priaznivý vývoj cien má dopad nielen na spotrebiteľov a menšie nároky na ich výdavky, ale aj na menovú politiku.

Rast cien vo V4, %, priemer



Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Nízke inflačné prostredie má viacero príčin. **Jednak nízky rast ekonomík a teda nízky dopyt, ktorý tlmí rast cien v kombinácii s nízkym rastom, resp. poklesom cien**

energií. Tie majú okrem priameho efektu aj nepriamy, keďže vstupujú do cien takmer všetkých tovarov a služieb. **V Maďarsku si k historicky najnižšej miere inflácie dokonca dopomohli aj vládnymi zásahmi,** keď znížili ceny za vodné, stočné a odpad. Vzhľadom na situáciu na trhu s elektrinou, ktorej cena je veľmi nízka a už teraz sa očakáva jej preliatie aj do cien pre koncových maloobdberateľov. Udiat by sa tak malo vo viacerých krajinách pravdepodobne začiatkom roka, čo podrží mieru inflácie stále na nízkych úrovniach. V Maďarsku takýto vývoj poskytuje ďalší priestor na uvoľňovanie menovej politiky a Maďarská centrálna banka ho využíva tak, že 15-ty krát v rade znížila hlavnú úrokovú sadzbu, ktorá je v súčasnosti 3,4 %. **V Poľsku pomalý rast cien tiež umožňuje držať uvoľnenú menovú politiku** za účelom podpory rastu ekonomiky minimálne do konca prvého polroka 2014. **V Českej republike už nie sú centrálni bankári z cenového vývoja až tak nadšení** a preferovali by vyšší rast cien, **keďže sa obávajú prípadnej deflácie.** Práve preto sa z času na čas ozve niektorý člen bankovej rady centrálnej banky s hrozbou menovej intervencie, ktorou by oslabili menu a importovali by si tak vyššiu infláciu.

Eurozóna	30.10.2013	12/2013	03/2014	06/2014	09/2014
ECB kľúčová sadzba	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Euribor 1M	0.13	0.15	0.15	0.20	0.30
Euribor 3M	0.23	0.25	0.30	0.35	0.50
Euribor 6M	0.35	0.35	0.40	0.50	0.70
Euribor 12M	0.55	0.55	0.60	0.70	1.00
Nemecký bund 2Y	0.16	0.30	0.40	0.60	0.80
Nemecký bund 5Y	0.72	1.10	1.30	1.70	1.90
Nemecký bund 10Y	1.71	2.10	2.30	2.70	2.80

USA	30.10.2013	12/2013	03/2014	06/2014	09/2014
Fed funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Libor 3M	0.24	0.25	0.30	0.30	0.30
T-Notes 5Y	1.28	1.60	1.70	1.90	2.10
T-Notes 10Y	2.49	2.80	2.90	3.00	3.20

Kľúčové sadzby centrálnych bánk	30.10.2013	12/2013	03/2014	06/2014	09/2014
Česká republika	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Poľsko	2.50	2.50	2.50	2.50	2.75
Maďarsko	3.40	3.00	2.80	2.80	2.80

Devízové kurzy	30.10.2013	12/2013	03/2014	06/2014	09/2014
EUR/USD	1.38	1.36	1.31	1.28	1.28
EUR/CHF	1.23	1.25	1.28	1.29	1.28
EUR/GBP	0.86	0.84	0.84	0.83	0.83
EUR/JPY	135.07	133	131	134	135.45
USD/JPY	98.22	98	100	105	105
EUR/CZK	25.74	25.50	25.40	24.90	24.90
EUR/HUF	293.10	300	305	305	305
EUR/PLN	4.18	4.15	4.10	4.00	4.05
EUR/RON	4.42	4.50	4.45	4.50	4.50

	2011	2012	2013e	2014f	2015f
HDP, reálne ceny, % r/r	3.2	2.0	0.9	2.0	3.0
HDP, nominálne v mld. EUR	69.1	71.5	73.0	75.6	79.4
Spotreba domácností, reál. ceny, % r/r	-0.5	-0.6	0.3	0.7	1.5
Investície, reál. ceny, % r/r	14.2	-3.7	-5.1	3.0	4.0
Priemyselná produkcia, % r/r	5.3	8.1	2.7	3.5	5.0
Zamestnanosť, ESA ¹ % r/r	1.8	0.1	-1.1	0.2	0.5
Nezamestnanosť, VZPS ² , %	13.4	13.9	14.2	13.7	13.5
Nominálne mzdy, % r/r	2.2	2.4	2.8	3.0	4.0
Inflácia, priemer, % r/r	3.9	3.6	1.6	1.7	2.7
Inflácia, koniec obdobia, % r/r	4.4	3.2	1.5	1.8	2.7
Ceny priemyselných výrobcov, % r/r	2.6	3.9	-0.1	2.0	3.0
Deficit verejných financií, % HDP	-5.1	-4.3	-3.1	-2.9	-2.6
Verejný dlh, % HDP	43.3	52.2	54.7	56.9	56.5
EUR/USD (koniec obdobia)	1.30	1.32	1.36	1.31	1.30
EUR/USD (priemer)	1.39	1.29	1.31	1.30	1.30

¹⁾ na základe podnikových štatistík

²⁾ výberové zisťovanie pracovných síl

Upozornenie: Súbor informácií obsiahnutý v tomto mesačníku (ďalej len „Informácie“) nie je návrhom na uzatvorenie zmluvy, verejným návrhom na uzatvorenie zmluvy, časťou zmluvy, pokynom, investičným poradenstvom, investičným odporúčaním, vyhlásením verejnej obchodnej súťaže, verejným prísľubom, verejnou ponukou alebo výzvou na upísanie cenného papiera v zmysle všeobecne záväzných právnych predpisov platných na území Slovenskej republiky. Tieto Informácie majú výhradne informatívny charakter a nenahrádzajú odbornú starostlivosť v oblasti poskytovania investičných služieb. Tatra banka, a.s. (ďalej len „Banka“) pri spracovaní Informácií postupovala s maximálnou starostlivosťou, a to najmä pri výbere údajov z verejne dostupných zdrojov, ktoré pre spracovanie Informácií použila. Banka nezodpovedá za úplnosť a presnosť poskytovaných Informácií, ani za ich nesprávne použitie a aplikáciu. Použitím Informácií uvedených v tomto dokumente nevzniká právo na náhradu prípadnej škody alebo jej časti. Sprístupnenie Informácií sa riadi právnym poriadkom Slovenskej republiky. Banka ani tretie strany, ktorých produkty a služby môžu byť spomenuté v rámci Informácií, nezodpovedajú za možnosť použitia týchto produktov a služieb mimo územia Slovenskej republiky a taktiež nezodpovedajú za to, či použitie týchto Informácií je v súlade so zákonmi alebo s inými všeobecne záväznými právnymi predpismi tretích krajín. Akékoľvek preberanie Informácií je povolené bez predchádzajúceho písomného súhlasu Banky len v rozsahu zákonnej licencie v zmysle zákona číslo 618/2003 Z.z. o autorskom práve a právach súvisiacich s autorským právom (Autorský zákon) v znení neskorších predpisov.