

obsah

Švajčiarsky frank

2

„Nemám slov“ to boli slová CEO firmy Swatch na krok Švajčiarskej centrálnej banky (SNB) uvoľniť frank, ktorý následne skokovo posilnil o 20%. SNB pritom do poslednej chvíle uisťovala, že na obranu kurzu použije akékoľvek prostriedky a že posilnenie franku by spôsobilo ekonomike veľké škody. Avšak akumulácia veľkých devízových rezerv sa stala neúnosnou. Naviac, očakávanie rozbehnutia programu nákupu dlhopisov zo strany ECB by len zvýšil tlak na ďalší rast devízových rezerv.

Grécko

3

Grécko si po rokoch reforiem zvolilo vládu, ktorej hlavný bod je skončiť s reformami a vyjednať so štátmi eurozóny úľavu na dlhu. Samotná ekonomika pritom sa už minulý rok odrazila od dna a rastie aj zamestnanosť. Verejné financie sú blízko svojmu udržateľnému stavu a tak aj malá úľava na úrokoch či odklade splátok dlhu môže pomôcť Grécku. Odchod Grécka z eurozóny preto nevidíme ako pravdepodobný.

ECB nasleduje ostatné centrálné banky

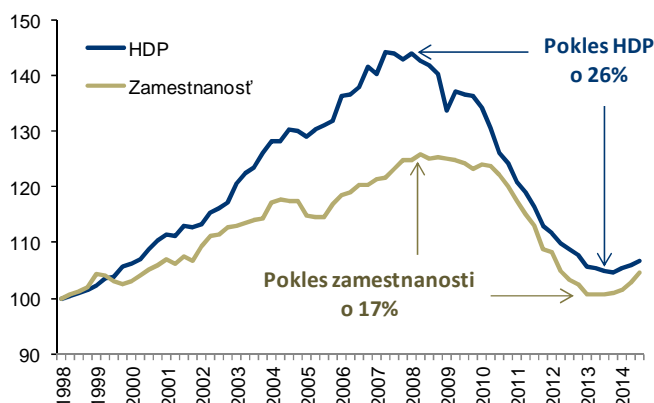
4

Rada guvernérov Európskej centrálnej banky oznámila rozšírenie programu nákupov cenných papierov o vládne dlhopisy krajín eurozóny, ale aj o dlhopisy vydané „eurovalmi“ (EFSF, ESM) a Európskou investičnou bankou. Nákup aktív začne v marci a mal by prebiehať minimálne do septembra 2016. Dokopy je ECB ochotná navýšiť svoju bilanciu o viac ako bilión EUR. Kým vo FED-e alebo BoE mohli finančné inštitúcie likviditu získanú predajom aktív uložiť na účtoch centrálnych bánk aspoň s minimálnym úrokom v ECB na tom budú prerábať. ECB stanovila viacero limitov na kúpu dlhopisov jednotlivých krajín. Na základe týchto limitov sa dá už teraz povedať, že Slovensko svoj limit pridelený na princípe kapitálového kľúča nevyčerpá pretože ho bude limitovať hranica 25% na jednu emisiu. Riziko nakúpených dlhopisov sa bude zdieľať iba čiastočne tento krok signál trhom, že eurozóna nie je jednotná, čo zvyšuje mieru neistoty.

Kontakty:

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

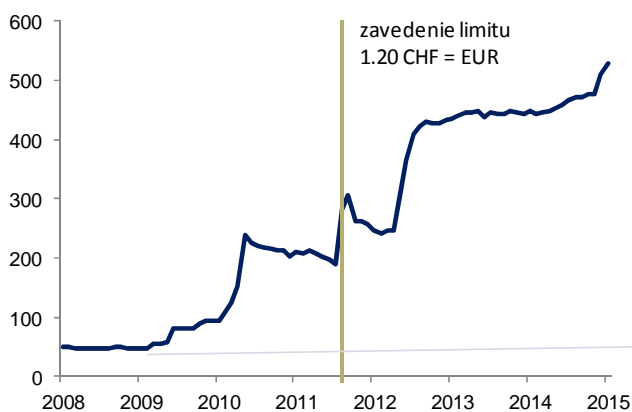
Ekonomika Grécka sa v roku 2014 odrazila od dna a začala už rásť aj zamestnanosť



Švajčiarsky frank

Švajčiarska ekonomika bola vždy vnímaná ako bezpečný prístav pre investície v turbulentných časoch. Preto od začiatku krízy v roku 2009 sa investori začali nakupovať franky čo samozrejme znamenalo jeho postupné posilňovanie voči euru. V roku 2011, keď obavy o rozpad eurozóny boli najväčšie, tak tlak na silný frank stúpol ešte viac. Začal byť tak silný, že centrálna banka sa bála, že švajčiarski exportéri by mohli byť ohrození a krajina by upadla do hlbokšej recesie. Preto sa **6.septembra 2011 rozhodla, že nedovolí posilniť frank pod hodnotu 1,20 voči euru. Na dosiahnutie tohto cieľa bola ochotná robiť nelimitované intervencie.** V praxi to znamenalo, že za novovytláčené franky nakupovala doláre a eurá, čo oslabovalo frank.

Devízové rezervy, v mld CHF



Zdroj: Thomson Reuters Datastream

Avšak investorov, ktorí si chceli kúpiť franky bolo veľa a tak musela Švajčiarska národná banka (SNB) nakupovať eurá a doláre vo veľkom. Najväčší nárast devízových rezerv sa udial v prvej polovici roku 2012. **Medzi aprílom a októbrom 2012 rezervy narástli o 180 mld. CHF.** Potom tlak na frank na takmer vyše roka akoby ustal. **Na konci novembra 2014 celkové devízové rezervy dosahovali objem 475 mld. CHF.** Toto číslo je naozaj veľké vzhľadom na veľkosť švajčiarskej ekonomiky. Musíme si uvedomiť, že v tejto krajine žije len okolo 8,5 milióna ľudí, čo znamená 56.000 CHF na obyvateľa. **Je to objem rovnajúci sa takmer polovici celkovej menovej zásoby (M3), čo môže v budúcnosti hroziť veľkou infláciou.** Takéto veľké rezervy samozrejme boli predmetom politických diskusií v krajine, čo vyústilo do referenda „Gold initiative“. Zástancovia referenda okrem iného požadovali, aby časť rezerv bola zkonvertovaná do zlata. Toto referendum sa konalo 30. novembra 2014 a bolo neúspešné. **V každom prípade to rozvírilo verejnú mienku a vytvoril sa tlak na centrálnu banku, aby objem rezerv ďalej nezvyšovala.**

Podľa vyjadrenia centrálnej banky tlak na posilnenie franku stále pretrvával a preto v **18.decembra 2014 zaviedli negatívne úrokové sadzby, aby tlak oslabili.** Z údajov, ktoré máme teraz k dispozícii (koniec januára) vyplýva, že

tlak na frank neustal a ďalej sa zvyšoval. Vrámcí tlačovky opäť zdôraznili nemennosť záväzku držať kurz a zároveň, že prípadné posilnenie franku by malo veľmi zlé dôsledky na ekonomiku. **Pomyselný olej do ohňa ďalej prilievajú najmä očakávania kvantitatívneho uvoľňovania zo strany Európskej centrálnej banky.** Veľmi nízka inflácia a slabý ekonomický rast znamenalo, že ECB bude tlačiť eurá a nakupovať za ne štátne dlhopisy. Tento krok by sám o sebe opäť zvýšil tlak na posilnenie franku.

Preto **15. januára 2015 sa rozhodla švajčiarska centrálna banka zrušiť stanovenú intervenčnú hranicu 1,20 CHF za EUR.** Tento krok bol naozaj nečakaný, pretože vlastne mesiac predtým vyhlasovali, že budú brániť frank za každú cenu. Medzi uvedenými dátumami sa zmenilo len to, že cena ropy ďalej padala, čo samozrejme len uisťovalo trhy, že ECB začne odkupovať dlhopisy. V následnej tlačovej konferencii **guvernér SNB Thomas Jordan uviedol, že kurz fixného franku by tak či tak v horizonte 6 až 12 mesiacov opustili a preto vzhľadom na medzinárodné okolnosti je lepšie ho ukončiť teraz.** Informáciu o horizonte ukončenia fixného režimu predtým nebola nikdy zverejnená. Zároveň povedal, že nemohli ani naznačiť možné ukončenie fixného kurzu, keďže by to stálo ďalšie intervencie. **Ako dôvod ukončenia uviedol, že dolár voči franku oslabil v priebehu roku 2014 a preto určité posilnenie franku je možné.** Výšku devízových rezerv ako dôvod nespomenul. Veľkosť exportu švajčiarskej ekonomiky do dolárových oblastí nie je veľká a preto oslabenie franku voči doláru neberieme ako zásadný argument. **Máme za to, že veľkosť rezerv (a zároveň objem natlačených frankov) by sa vzhľadom na chystaný krok ECB musel časom zväčšovať a preto fixný kurz opustili radšej týždeň pred zasadnutím ECB (uskutočnilo sa 22. januára a viac o ňom píšeme v ďalšej časti Mesačníka).**

Z dlhodobého hľadiska je frank posilňujúcou menou. Priemerná inflácia vo Švajčiarsku bola medzi rokmi 1990-2014 na hodnote 1,15% pričom v eurozóne bola 2,16%. To znamená, že podľa ekonomickej teórie parity kúpnej sily by mal frank posilniť ročne voči euru o 1%. Podľa takýchto teoretických výpočtov, je momentálne rovnovážna hodnota okolo 1,20 CHF za EUR. To, že je dnes skôr 1,00 je dôsledkom neistoty v samotnej eurozóne.

Kurz CHF voči EUR



Zdroj: Thomson Reuters Datastream

V ďalšom období očakávame zotrvanie franku okolo 1,00 CHF za EUR. Pokiaľ by sa podarilo vyriešiť konflikt na Ukrajine a hrozba odchodu Grécka z eurozóny by pominula, tak je možné, že frank sa vráti k svojej rovnovážnej úrovni 1,20. No naopak, ak sa situácia v eurozóne bude skôr komplikovať, tak je možné ďalšie posilnenie franku.

Grécke voľby

Grécko sa tešilo z pomerne dlhého rastu ekonomiky počas rokov 1994-2008. Počas tohto obdobia dokázalo zvýšiť svoj výkon o 60%, čo sa samozrejme prejavilo aj na raste životnej úrovne. Problém bol, že **rast bol najmä v období ostatných 20 rokov podporovaný vládnymi výdavkami, ktoré neboli kryté vládnymi príjmami.** Priemerný deficit verejných financií bol za obdobie 1984-1994 až 12% HDP. Takýto stav verejných financií viedol k raketovému nárastu dlhu cez hranicu 100% HDP v roku 2008.

Kríza v roku 2009 zastihla grécke verejné financie absolútne nepripravené. **Deficit sa kvôli poklesu ekonomiky zvýšil až na 15% HDP** a začalo byť jasné, že dlh je neudržateľný a ako aj veľkosť samotnej ekonomiky. Grécko bolo nútené prijať náročný reformný program, ktorý bol podmienkou poskytnutia medzinárodnej pomoci zo strany európskych štátov.

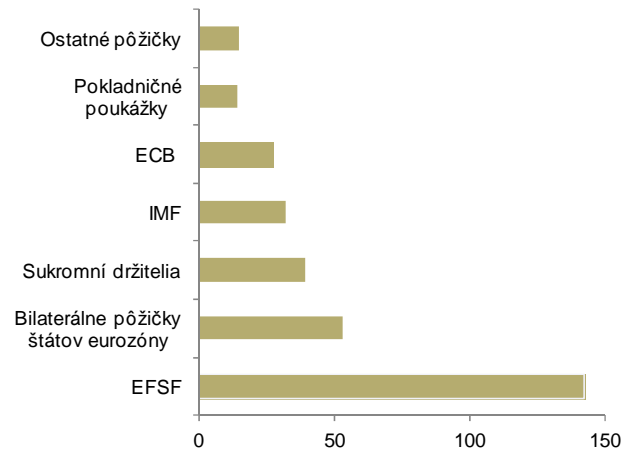
Ekonomika dosiahla svoje nové dno až na začiatku roku 2014. Recesia trvala teda takmer 5 rokov a celkový výkon klesol až o 26%. Ruka v ruke s HDP klesala aj zamestnanosť, ktorá poklesla o 17%. Zdá sa, že grécka ekonomika už má najhoršie za sebou a mala by mať lepšie časy pred sebou. **Nemožno však očakávať, že teraz ju čaká strmý rast nahor** na pôvodné predkrízové úrovne. Skôr našla novú rovnovážnu úroveň bez trvalých stimulov v podobe deficitov verejných výdavkov.

Celkový dlh gréckych verejných financií dosiahol zhruba 320 mld. Eur ku koncu roka 2014. Dlž držaný súkromnými vlastníckmi bol v roku 2011 znížený o 70%, čo viedlo k veľkým stratám na strane súkromných bánk a investorov. Dlž však medzitým ďalej rástol a ekonomika sa zmenšovala. **Momentálne veľkú časť dlhu vlastní verejný sektor štátov eurozóny.** Jednak sú to bilaterálne pôžičky medzi Gréckom a štátmi eurozóny v objeme asi 52 mld. Eur. Tie boli poskytnuté v čase keď ešte neexistoval ani dočasný (EFSF) ani trvalý (ESM) euroval. **Následne boli Grécku poskytnuté pôžičky v objeme asi 150 mld. Eur už z tzv. dočasného eurovalu.** Na Slovensku pri schvaľovaní dočasného eurovalu padla vláda p. I. Radičovej. Slovenská účasť bola schválená na neskoršej parlamentnej schôdzi s pomocou hlasov strany Smer-SD.

Väčšinu dlhu vlastní verejný sektor a tak **vlády jednotlivých krajín eurozóny nechcú dovoliť Grécku odpis dlhu.** Odpis by bol politicky veľmi nepopulárny na rozdiel od odpisu, ktorý museli urobiť súkromné inštitúcie pred 3 rokmi. Navyše, **odpis dlhopisov, ktoré vlastní ECB by museli následne zaplatiť ostatné štáty eurozóny,** pretože ECB nemôže financovať štáty prostredníctvom odpisu dlhu. Podľa našich

prepočtov by pri 100% odpise dlhu by Slovensko prišlo o 1,7 mld. eur. Túto sumu už máme zarátanú vo verejnom dlhu vo forme záruk. Preto by to pozíciu samotných verejných financií nezhoršilo, no diskusia o vhodnosti tejto pôžičky či samotného vstupu do eurozóny by bola iná.

Štruktúra gréckeho vládneho dlhu, mld. EUR

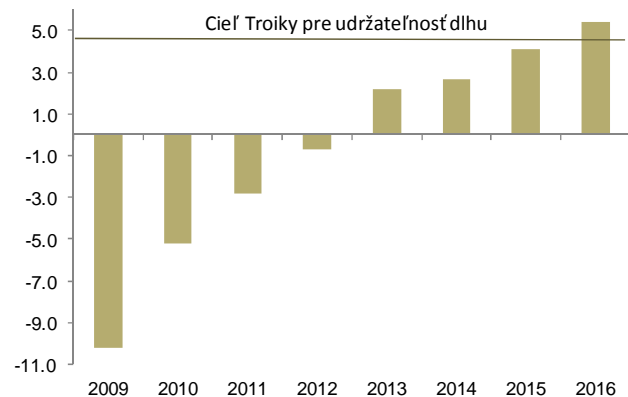


Zdroj: Tatra banka research

Predčasné parlamentné voľby, ktoré sa konali 25. januára 2015 priniesli víťazstvo **strane Syriza**, ktorá má pomerne jasný program. **Chce ukončiť ďalšie rozbehnuté reformy a dosiahnuť odpustenie dlhu.** Prvá úloha je pomerne jednoduchá, no druhá už nie. Deficit primárnej bilancie verejných financií v roku 2009 dosahoval hodnotu takmer 10% HDP. Je to vlastne deficit očistený o úrokové platby a lepšie vyjadruje samotné hospodárenie štátu v danom roku bez vplyvu naakumulovaného dlhu. **Na dosiahnutie dlhodobej udržateľnosti bolo potrebné zlepšiť bilanciu do kladných hodnôt až na úroveň +4,5% HDP.** Európska komisia očakáva, že za rok 2014 bude primárna bilancia **+2,7% HDP. Je to veľmi dobrý výsledok a v podstate na dosah od cieľa.** Pokiaľ by krajina robila ďalej reformy, ktoré tak cieľ daný veriteľmi bude dosiahnutý.

Cieľ v oblasti deficitu verejných financií je nastavený tak, aby Grécko dokázalo platiť **úrokové platby zo svojho dlhu v objeme asi 4% HDP ročne.** A práve tento objem je trňom v oku strany Syriza. **Pokiaľ sa jej podarilo vyjednať napríklad zníženie úrokovej miery na povedzme polovicu a zároveň predĺžiť splatnosť pôžičky, tak už nemusia robiť ďalšie reformy.** Stále však platí, že priestor na rast verejných výdavkov je veľmi obmedzený. Vyjednať zníženie úročenia je myslím v kontexte poklesu úrokových sadzieb na finančnom trhu dosiahnuteľné podobne ako aj predĺženie splatnosti dlhu. **Odpustenie dlhu je však komplikovanejšie.**

Primárna bilancia verejných financií, % HDP



Zdroj: Thomson Reuters Datastream

Kto môže spustiť proces odchodu Grécka z eurozóny?

Odchod Grécka z eurozóny považujeme za krajné riešenie situácie, no nie vylúčené. Paradoxne situáciu môžu vyhrotiť samotní Gréci, ktorí tejto myšlienke uveria. V tom prípade by začali húfne vyberať úspory z bánk a banky by potrebovali pomoc s likviditou. **Pred 2 rokmi pri podobnej situácii gréckym bankám pomohla ECB** poskytnutím tzv. Emergency liquidity assistance (ELA). Ide vlastne o poskytnutie výnimočného a krátkodobého úveru bez poskytnutia záruk za úver zo strany komerčných bánk. **Takáto pomoc je poskytovaná výnimočne a ECB ju môže odmietnuť**. Grécke banky túto pomoc čerpali v objeme cca 100 mld. Eur v roku 2012.

V prípade Grécka by scenár mohol byť podobný. Gréci začnú v obave o zavedenie drachmy vyberať eurá z bánk. Banky požiadajú o pomoc ECB, ktorá im ich poskytne, no za podmienky dodržania reforiem. **Pokiaľ tieto požiadavky nebudú zo strany gréckej vlády akceptované, tak ECB svoju pomoc stiahne**. Banky prestanú byť likvidné a jedinou možnosťou ako nevyvolať úplný krach ekonomiky bude zaviesť vlastnú menu a obnoviť solventnosť bánk.

Takáto pomoc bola poskytnutá aj cyperským bankám. Vtedy ešte vláda a banky odmietali reformy a ECB vtedy vydala krátke stanovisko, že poskytnutie ELA je viazané na schválenie reformného programu a bez neho bude financovanie ukončené v priebehu 3 dní. Na Cypre sa vtedy stihli v danom horizonte prijať reformy a financovanie pokračovalo ďalej.

Priebežné výsledky rokovaní medzi gréckou vládou a veriteľmi sa nesú skôr v konštruktívnom duchu. Rieši sa skôr načasovanie splácania a nie veľkosť samotnej istiny úveru. Preto sme mierni optimisti ohľadne ďalšieho vývoja v Grécku.

ECB nasleduje ostatné centrálné banky

„V rámci nášho mandátu, je ECB je pripravená urobiť čokoľvek pre záchranu eura a **verte mi, bude to stačiť**.“ Táto už notoricky známa veta, ktorá odznela z úst Maria Draghiho v júli 2012 nadobudla opäť nový význam. Rada guvernérov Európskej centrálnej banky oznámila rozšírenie programu nákupov cenných papierov o vládne dlhopisy krajín eurozóny, ale aj o dlhopisy vydané „eurovalmi“ (EFSF, ESM) a európskou investičnou bankou. Tým sa rozširuje už niekoľko mesiacov fungujúci program nákupu krytých dlhopisov a sekuritizovaných aktív. **V oboch programoch plánuje ECB dokopy nakúpiť každý mesiac aktíva vo výške 60 mld. EUR.** Odhady akú časť z tejto sumy budú tvoriť vládne dlhopisy a koľko aktíva súkromného sektora sa rôznia. Naši kolegovia z RBI však predpokladajú, že na vládne dlhopisy jednotlivých bude alokovaných 42 mld. EUR, ďalších zhruba 5 mld. EUR pôjde na dlhopisy európskych inštitúcií a zvyšok bude alokovaný na účely staršieho programu. Nákup aktív začne v marci a mal by prebiehať minimálne do septembra 2016. Dokopy je teda **ECB ochotná navýšiť svoju bilanciu o viac ako bilión EUR.**

Podiel nákupov dodatočného programu, %

	Cenné papiere		Σ
	vládne	EU inštitúcie	
NCB	80.9	11.1	92
ECB	7.1	0.9	8
Σ	88	12	100

* farebne označená oblasť podlieha zdieľaniu rizika

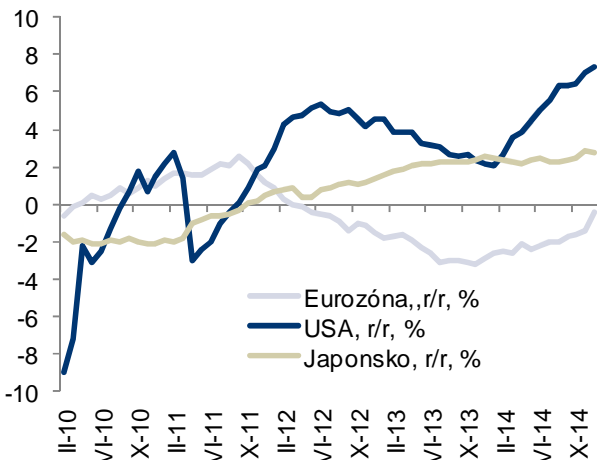
Zdroj: ECB

Pri takýchto kľúčových oznámeniach sa často krát sleduje a analyzuje význam takmer každého slova, ktoré na tlačovej konferencii odznie. Napríklad, neurčité časové ohraňenie tohto programu povedaním „minimálne do septembra“ sa stretlo s pozitívnymi reakciami. Vyjadruje to aj ochotu ECB v prípade potreby ďalej pokračovať a podporovať tak finančný svet eurozóny.

Ako hlavný dôvod na naštartovanie najmasívnejšieho menového uvoľňovania v eurozóne uviedla ECB odklon aktuálnej inflácie od dlhodobého inflačného cieľu 2 %. Zároveň aj prognóza jej ďalšieho vývoja je vďaka cenám ropy a jej sekundárnemu efektu dlhodobo pod týmto cieľom. Ako sme sa už viackrát v minulosti zmienili táto situácia je z pohľadu rastu skôr pozitívna. **Väčším problémom pre eurozónu ako mierna deflácia je však nefungujúci transmisný mechanizmus** – čiže miera akou sa uvoľnené menové podmienky prejavujú na raste súkromných úverov. Tu zohráva úlohu určite aj kondícia a kapitálové vybavenie európskeho bankového sektora, ktoré sa zlepšuje len pomaly. Nový program síce dodá na trh viac likvidity, no tá sa nepovažuje za úzke hrdlo poskytovania úverov. Ako problém sa vníma najmä dopyt po úveroch. Preto sa práve v tomto

bode objavujú prvé pochybnosti o funkčnosti kvantitatívneho uvoľňovania.

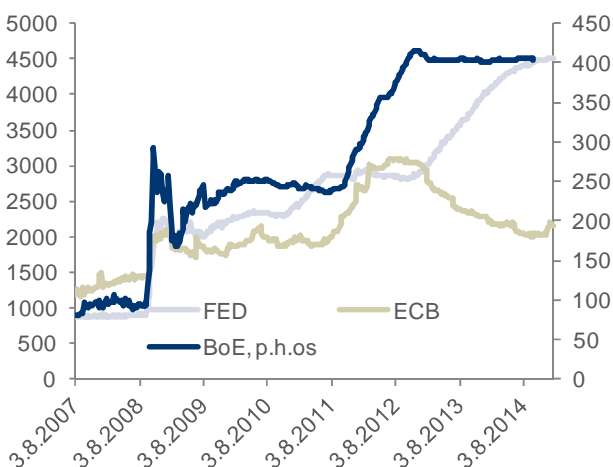
Nárast bilancie centrálnych bánk, mld. EUR



Zdroj: Thomson Reuters Datastream

Zásadným rozdiel medzi kvantitatívnym uvoľňovaním v Európe a tým v USA alebo Británii je záporná depozitná sadzba. **Kým vo FED-e alebo BoE mohli finančné inštitúcie likviditu získanú predajom aktív uložiť na účtoch centrálnych bánk aspoň s minimálnym úrokom v ECB na tom budú prerábať.** Preto je možné, že objemy, ktoré si ECB vytýčila mesačne na sekundárnom trhu nakúpiť bude problematické naplniť. Pri slabšom dopyte si každý dvakrát rozmyslí, či svoje aktívum zlikvidní a následne nebude mať možnosť uložiť ho nikam inam ako na účet CB za -0,2 %. Rovnako cieľ centrálnej banky dostať svoju bilanciu k 3000 mld. EUR môže byť problematické dosiahnuť.

Nárast bilancie centrálnych bánk, mld. EUR



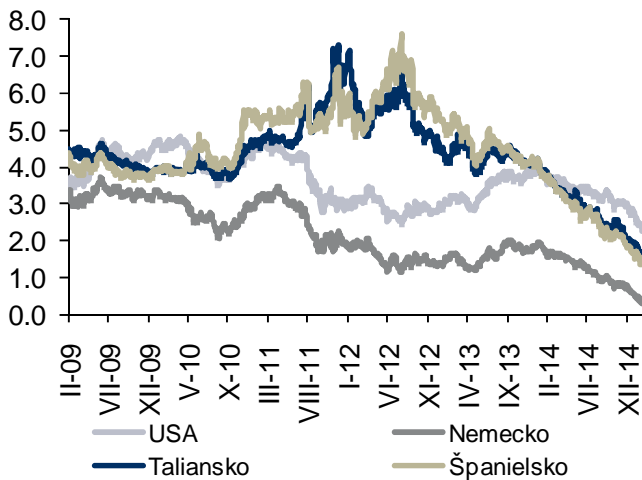
Zdroj: Thomson Reuters Datastream

Hlavným benefitom kvantitatívneho uvoľňovania by preto mal byť najmä ďalší pokles sadziieb a oslabenie eura voči doláru.

Euro sa vďaka tomuto poklesu dostalo na 11-ročné minimum. Oslabenie o 15 % za posledných 12 mesiacov pôsobí skutočne impozantne a nesie so sebou pochopiteľne plusy aj mínusy. Výhodou **lacnejších exportov, ktorú slabé euro poskytuje však netreba preceňovať** keďže eurozóna nie je malou otvorenou ekonomikou a exporty mimo ňu tvoria iba 20 % HDP. Navyše na základe údajov z roku 2012 je vidieť, že objem dovozov v dolároch výrazne prevyšuje dolárové vývozy. Z toho vyplýva, že efekt oslabenia môže mať na ekonomický rast skôr negatívny ako pozitívny dopad.

Ako posledná výhoda kvantitatívneho uvoľňovania nám zostáva pokles úrokových sadziieb. Progres v tomto smere sme videli aj v ostatnom období no **dá sa čakať, že sadzby na dlhom konci úrokovej krivky pôjdu ešte nižšie.** Z tejto výhody budú ťažiť tak krajiny, ktoré majú problémy dostať svoj dlh pod kontrolu, ale aj krajiny ktorých hospodárenie s verejnými financiami je v poriadku. Bude veľmi zaujímavé sledovať vplyv veľkosti nakúpeného objemu dlhopisov na vývoj výnosov a mieru ich poklesu. Objem dlhopisov aký budú môcť národné centrálny banky nakupovať je určený podielom kapitálu v ECB. Nie je to však jediný limit, ktorý si ECB pri kúpe dlhopisov stanovila. Ďalším je 25 % z každej emisie z dôvodu aby sa ECB nedostala do pozície kedy bude môcť zastaviť prípadnú reštrukturalizáciu emitovaného dlhopisu. Ak sa veritelia držíaci 75% dlhu rozhodnú o jeho reštrukturalizácii ECB s podielom 25% a menej nebude môcť tento proces blokať. Do tretice je limitom 33 % objemu dlhu od jedného emitenta, čím boli grécke dlhopisy z tohto programu de facto vyradené. **Na základe týchto limitov sa dá už teraz povedať, že Slovensko svoj limit pridelený na princípe kapitálového kľúča nevyčerpá pretože ho bude limitovať hranica 25% na jednu emisiu.** Podľa Slovenskej bankovej asociácie budú takýmito krajinami aj Luxembursko, Litva a Cyprus. Naopak v prípade Talianska a Belgicka by ECB pri maximálnom možnom naplnení limitov na kúpu dlhopisov absorbovala do svojej bilancie menej ako 10% dlhu týchto krajín. Najmä v prípade krajín kde potenciálny dopyt ECB prevyšuje možnosti ponuky dlhopisov bude zaujímavé sledovať správanie investorov a ich ochotu a možnosti predat' dlhopisy centrálnej banke na sekundárnom trhu. Ochotu najmä z dôvodu, že ak sa im uvoľnené zdroje nepodarí umiestniť na trh čaká ich už spomínaná penalizácia -0,2 % na depozitnom účte ECB. Minimálne **v prípade Slovenska však musíme hovoriť aj o možnostiach aké na predaj vládnych dlhopisov banky majú.** Väčšina týchto dlhopisov je umiestnená v tzv. Hold to Maturity portfóliách, čo znamená, že **pri súčasných účtovných štandardoch musia banky tieto dlhopisy držať de facto do konca ich splatnosti.**

Vývoj výnosu 10-ročných dlhopisov, %



Zdroj: Thomson Reuters Datastream

Posledným dôležitým odkazom, ktorý ECB vyslala je, že **riziko nakúpených dlhopisov sa bude zdieľať iba čiastočne**. Cenné papiere európskych inštitúcií (EFSF, ESM, EIB) majú predstavovať 12 % hodnoty dodatočného nákupu aktív národných centrálnych bánk. Celý objem však bude podliehať spoločnému zdieľaniu rizika. Ďalších 8 % vytvoria

nákupy ECB. Dlhopisy, ktoré začnú národné centrálné banky a ECB nakupovať budú podliehať dokopy 20 %-nému zdieľaniu rizika. Takýto postup ECB kedy viac menej ponechala ručenie za dlh na jednotlivých krajinách bol potrebný pravdepodobne najmä z politického hľadiska, aby mohol celý projekt kvantitatívneho uvoľňovania vôbec uzrieť svetlo sveta. Momentálne je len ťažko predstaviteľné, že by zástupcovia Nemecka a severných štátov súhlasili s preberaním plného rizika napr. za taliansky dlh. Na druhej dáva tento krok **signál trhom, že eurozóna nie je jednotná, čo zvyšuje mieru neistoty**.

Úspech kvantitatívneho uvoľňovania je v súčasnosti veľmi ťažko odhadnúť. Už v súčasnosti sa objavujú slabšie miesta tohto programu, ktoré môžu jeho význam ovplyvniť negatívnym spôsobom. Myslieť si, že spustenie nákupu nás dostane hneď na rastovú trajektóriu akú vidíme v USA alebo Veľkej Británii môže byť zradné. Celý program bez patričnej snahy štátov o štrukturálne reformy len ťažko pomôže krajinám k novému rastu ekonomík, avšak môže veľmi výrazne pomôcť rastu bublín.

Eurozóna	04.02.2015	03/2015	06/2015	09/2015	12/2015
ECB kľúčová sadzba	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Euribor 1M	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 3M	0.06	0.05	0.05	0.05	0.05
Euribor 6M	0.13	0.15	0.15	0.15	0.15
Euribor 12M	0.26	0.30	0.30	0.30	0.30
Nemecký bund 2Y	-0.20	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Nemecký bund 5Y	-0.05	0.10	0.15	0.25	0.30
Nemecký bund 10Y	0.35	0.60	0.70	0.90	1.00

USA	04.02.2015	03/2015	06/2015	09/2015	12/2015
Fed funds	0.25	0.50	0.50	0.75	1.50
Libor 3M	0.26	0.60	1.10	1.60	2.10
T-Notes 5Y	1.31	2.30	2.70	2.80	2.90
T-Notes 10Y	1.80	2.70	3.20	3.30	3.40

Kľúčové sadzby centrálnych bánk	04.02.2015	03/2015	06/2015	09/2015	12/2015
Česká republika	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Poľsko	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75
Maďarsko	2.10	1.80	1.80	1.80	1.80

Devízové kurzy	04.02.2015	03/2015	06/2015	09/2015	12/2015
EUR/USD	1.15	1.13	1.15	1.12	1.05
EUR/CHF	1.06	0.95	1.00	1.03	1.05
EUR/GBP	0.75	0.78	0.77	0.76	0.76
EUR/JPY	135	139	144	143	137
USD/JPY	117	123	125	128	130
EUR/CZK	27.74	27.50	27.40	27.30	27.20
EUR/HUF	309	310	315	315	320
EUR/PLN	4.16	4.30	4.30	4.25	4.20
EUR/RON	4.41	4.40	4.45	4.45	4.40

	2013	2014e	2015f	2016f	2017f
HDP, reálne ceny, % r/r	1.4	2.5	2.5	3.5	3.5
HDP, nominálne v mld. EUR	73.6	75.2	77.1	81.0	85.5
Spotreba domácností, reál. ceny, % r/r	-0.8	2.4	2.7	2.0	2.0
Investície, reál. ceny, % r/r	-2.7	4.7	3.5	5.0	5.0
Priemyselná produkcia, % r/r	4.6	3.7	4.0	4.5	6.0
Zamestnanosť, ESA ¹ % r/r	-0.8	1.2	0.9	0.7	0.7
Nezamestnanosť, VZPS ² , %	14.2	13.3	12.7	12.1	11.5
Nominálne mzdy, % r/r	2.4	4.2	3.0	3.5	4.5
Inflácia, priemer, % r/r	1.4	-0.1	0.0	1.5	2.5
Inflácia, koniec obdobia, % r/r	0.4	-0.1	0.7	2.0	2.5
Ceny priemyselných výrobcov, % r/r	-0.1	-3.5	0.0	2.0	2.0
Deficit verejných financií, % HDP	-2.6	-2.9	-2.3	-1.4	-0.4
Verejný dlh, % HDP	54.6	53.7	54.7	53.4	51.4

1) na základe podnikových štatistík

2) výberové zisťovanie pracovných síl

Upozornenie:

Súbor informácií obsiahnutý v tomto dokumente (ďalej len "Informácie") nie je návrhom, verejným návrhom na uzatvorenie zmluvy, časťou zmluvy, pokynom, marketingovým oznámením, investičným poradenstvom, investičným odporúčaním, vyhlásením verejnej obchodnej súťaže, verejným príslubom, 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 nevyhnutnú odbornú starostlivosť v oblasti poskytovania investičných služieb.

Tatra banka, a.s., so sídlom Hodžovo námestie 3, 811 06 Bratislava 1, IČO: 00 686 930, zapísaná v Obchodnom registri Okresného súdu Bratislava I, oddiel Sa, vložka číslo 71/B (ďalej len „Tatra banka, a.s.“) pri spracovaní Informácií postupovala s maximálnou starostlivosťou, a to najmä pri výbere Informácií z verejne dostupných zdrojov, ktoré použila pri spracovaní Informácií. Tatra banka, a.s. 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. Vyjadrenia a stanoviská prezentované v rámci Informácií sa nemusia zhodovať s vyjadreniami a stanoviskami Tatra banky, a.s. ani iných subjektov.

V prípade, ak sú medzi Informáciami uvedené aj údaje o výkonnosti akéhokoľvek finančného nástroja, či už v minulosti alebo ako odhad do budúcnosti, potom Tatra banka, a.s. upozorňuje na skutočnosť, že sa nejedná o spoľahlivý ukazovateľ o výkonnosti v budúcnosti.

Obsah tohto dokumentu nebol skontrolovaný žiadnym orgánom dohľadu. Klientom sa odporúča postupovať s primeraným uvážením vo vzťahu k Informáciám uvedeným v tomto dokumente a v prípade akýchkoľvek pochybností vo vzťahu k Informáciám uvedeným v tomto dokumente, odporúčame klientom aby sa poradili s príslušnými odborníkmi.

Daňový režim závisí od individuálnej situácie klienta a v budúcnosti sa môže zmeniť.

Sprístupnenie Informácií obsiahnutých v tomto dokumente sa riadi právnym poriadkom Slovenskej republiky. Tatra banka, a.s. ani ďalšie subjekty, 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 iných krajín.

Akékoľvek preberanie Informácií uvedených v tomto dokumente je povolené bez predchádzajúceho písomného súhlasu Tatra banky, a.s. len v rozsahu zákonnej licencie v zmysle zákona č. 618/2003 Z.z. o autorskom práve a právach súvisiacich s autorským právom (Autorský zákon) v znení neskorších predpisov.