

obsah

Dostane dolár impulz na posilnenie už na jeseň?

2

Po viac ako šiestich rokoch by sa sadzby Fed-u mali odlepiť z nulových hodnôt. Kľúčovým faktorom toho či centrálna banka uvoľní, alebo naopak sprísni svoju politiku je využitie zdrojov v ekonomike. Miera využitia je už v súčasnosti na normálnej úrovni a ďalší výraznejší pokles nezamestnanosti ju dostane na nadpriemerné hodnoty. Nízke ceny ropy a vyššie vládne výdavky by mali opäť výrazne znížiť nezamestnanosť a tým vystaviť ekonomiku silnejúcim inflačným tlakom. Podľa záverov analýzy Raiffeisen RESEARCH budú v priebehu prvej polovice roku 2016 dva hlavné ciele FED-u (plná zamestnanosť a cenová stabilita) nielen splnené, ale až prekročené. Predpokladané septembrové zvýšenie kľúčovej sadzby by malo opäť posilniť dolár, ktorý koncu roka môže atakovať hodnotu 1,05.

Inflácia v eurozóne by mala postupne rásť bližšie k 1 %

4

Vývoj inflácie od začiatku roku 2015 potvrdzuje, že deflácie sa obávať nemusíme. Od januára, kedy inflácia našla svoje dno, postupne rastie, čo sa už prejavilo aj na raste výnosov nemeckých dlhopisov. Pokiaľ sa nič zásadné nestane, tak ceny energií, ktoré sú naviazané na cenu ropy, na prelome roku 2016 začnú vykazovať malé pozitívne medziročné rasty. To bude stačiť na to, aby sa celková inflácia priblížila k 1 %. Preto nie je dôvod na to, aby výnosy dlhopisov klesli späť k nulovým hodnotám. Práve naopak. Pokiaľ bude inflácia ďalej rásť tak ako očakávame, aj výnosy majú priestor na ďalší rast. Preto zverejňovaný vývoj inflácie ostane ostro sledovaným indikátorom na jeseň tohto roka.

Grécko kapitulovalo

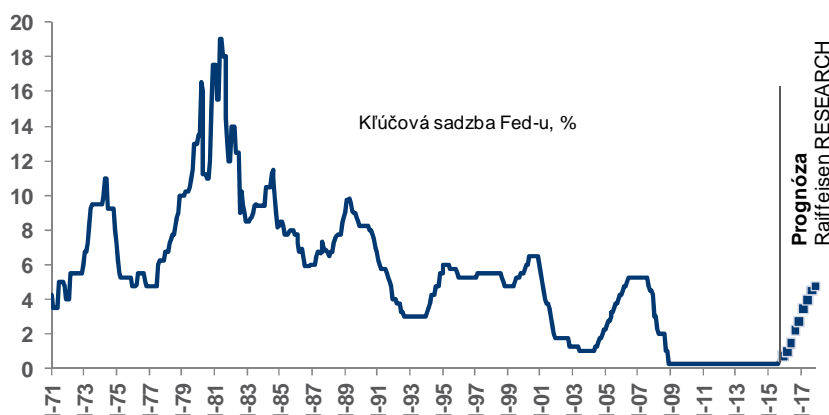
5

Zatvorené banky a dlhé rady nešťastných ľudí pred nimi urýchlili rozhodovanie gréckeho premiéra Tsiparasa či prijať alebo neprijať reformy, ktorými podmienili veritelia poskytnutie ďalšej pomoci Grécku. Reformy by Gréci museli urobiť tak či tak a odchod z eurozóny by bol len ďalším silným úderom pre ich ekonomiku. Pokiaľ bude Grécko dodržiavať dohodnuté reformy, tak o ňom nebudeme dva-tri roky v podstate počuť. Veľmi otázne však ostáva, ako sa postaví vláda k implementácii nechcených (nanútených) reforiem. Tie si budú vyžadovať viac než len laxný prístup pri ich uvedení do každodenného života.

Kontakty:

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

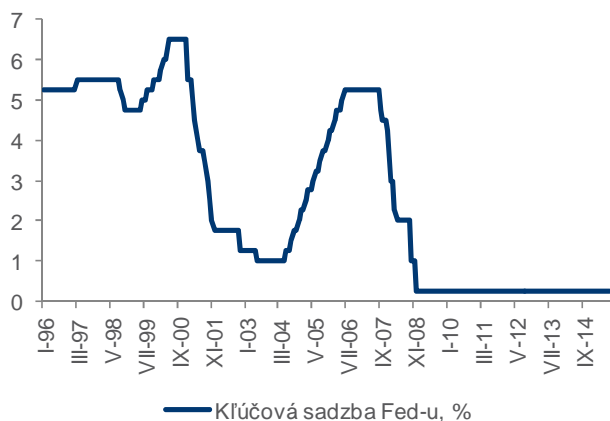
Najdlhšie čakanie na rast
sadzby v Amerike sa blíži
ku koncu.



Príde impulz pre dolár už na jeseň?

V pomyselnom súboji atraktivity zasadnutí centrálnych bánk vedie v súčasnosti jednoznačne americký Fed. Najhlavnejšou príčinou je rastúca pravdepodobnosť zmeny kľúčovej úrokovej sadzby smerom nahor. Takúto zmenu vykonal Fed naposledy pred viac ako 9 rokmi keď zvýšil kľúčovú sadzbu na 5.25 %. Z dnešného pohľadu priam neuveriteľné číslo. Príbliženie k takejto úrovni je momentálne úplne nepredstaviteľné pre väčšinu ľudí. Zatiaľ to však nie je na programe dňa. **Fed bude musieť najprv prelomiť 9 ročné tabu, kedy zvýšenie sadzby neprichádzalo do úvahy. Ale dnes už sme v situácii, kedy by sa po viac ako šiestich rokoch sadzby Fed-u mali odlepiť z nulových hodnôt.** Otázkou zostáva, kedy a kam by až sadzby mohli vzrásť. Analytické oddelenie Raiffeisen predpokladá, že čím skôr so zvyšovaním Fed začne, tým lepšie. Zároveň tvrdí, že nárast sadziieb by mal byť relatívne prudký a v priebehu niekoľkých kvartálov by sme mali vidieť základnú sadzbu v Amerike až na 2.75 % (koniec roka 2016).

Vývoj základnej úrokovej sadzby Fed-u

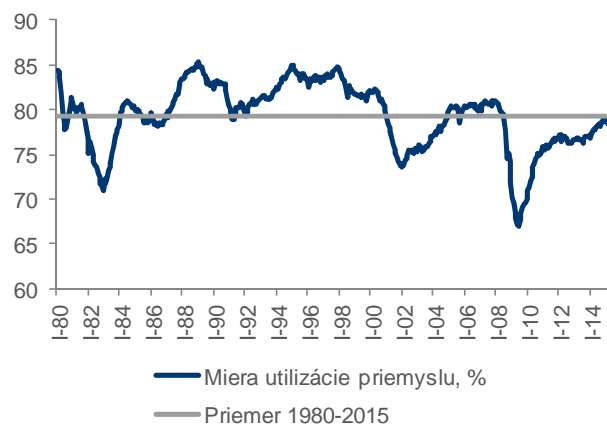


Zdroj: Thomson Reuters Datastream, Tatra banka research

Vo svojej analýze sa opierajú o ukazovatele, ktoré si samotný Fed určil ako rozhodujúce pri riadení menovej politiky. **Kľúčovým faktorom toho či centrálna banka uvoľní, alebo naopak sprísni svoju politiku je využitie zdrojov v ekonomike.** Nanešťastie využitie makroekonomických kapacít je ťažko uchopiteľná a merateľná veličina. Závery sú častokrát závislé od toho, ktorému indikátoru sa prikladá vyššia váha. Práve nesúlad členov Fed-u na tejto otázke môže spôsobovať odkladanie prvého zvýšenia sadzby.

Prvý indikátor, ktorý je v tomto smere potrebné vziať do úvahy je **využitie- (utilizácia) priemyselných kapacít**. Od krízy v roku 2009 je úroveň tohto indikátora vyššia o 15 percentuálnych bodov. V súčasnosti teda dosahuje úroveň 78 % využitia zdrojov, čo je na úrovni predošlej rastovej fázy.

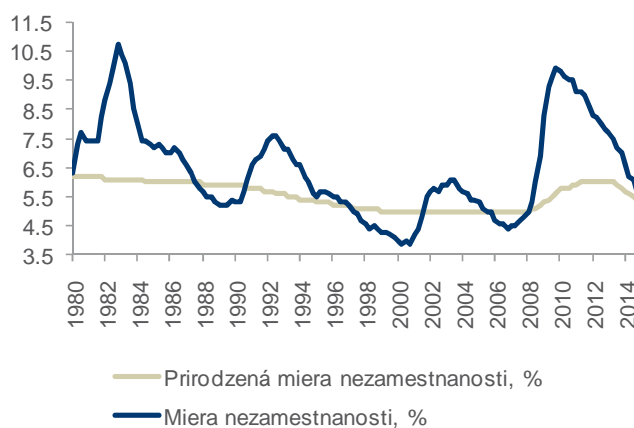
Miera využitia kapacít v priemysle



Zdroj: Thomson Reuters Datastream, Tatra banka research

Pochopiteľne, priemysel tvorí len časť ekonomiky, a preto je potrebné pozrieť sa aj na ďalší indikátor- nezamestnanosť, alebo inak povedané **využitie dostupnej pracovnej sily**. V tomto prípade nás zaujíma najmä rozdiel medzi tzv. prirodzenou mierou nezamestnanosti - NAIRU (nevytvára inflačné tlaky) a skutočnou mierou nezamestnanosti vykázanou štatistickým úradom. NAIRU je taktiež ten typ premennej, ktorá sa nedá priamo sledovať a jej výška sa odhaduje prostredníctvom modelov. **Nezamestnanosť v USA sa dostala v októbri 2010 až na 10 %, ale v súčasnosti klesla až na 5,4 %** čím sa diera medzi prirodzenou (podľa odhadu CBO) a skutočnou mierou nezamestnanosti uzavrela.

Medzera nezamestnanosti



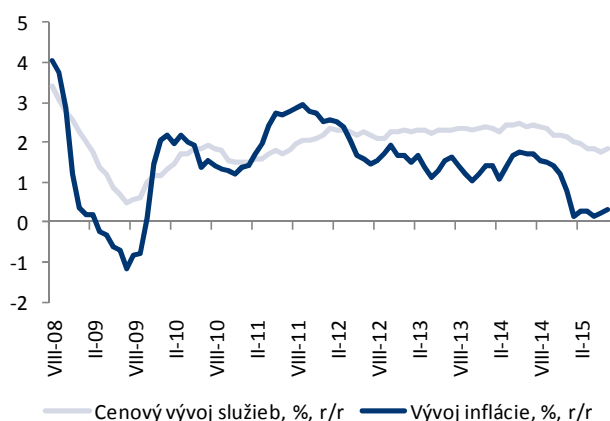
Zdroj: Thomson Reuters Datastream, Tatra banka research

Tretou možnosťou na posúdenie stavu výkonnosti ekonomiky je **output gap** (rozdiel medzi aktuálnym výkonom ekonomiky a jej potenciálom pri využití všetkých dostupných výrobných kapacít). Podobne ako pri koncepte NAIRU aj tu sa jedná o odhadovaný stav. Existuje niekoľko spôsobov ako potenciál ekonomiky vypočítať a ich výsledky sa pochopiteľne líšia. Podľa výsledku Raiffeisen RESEARCH sa potenciál rastu

ekonomiky nachádza okolo 1,5 % medziročne. Od roku 2010 sa reálny rast americkej ekonomiky pohyboval v priemere okolo 2,2 % medziročne. Za toto obdobie sa teda medzera, ktorá vznikla v roku 2009, uzavrela o 3,5 percentuálnych bodov. Na základe týchto predpokladov **zostáva k úplnému uzavretiu už len 0,5 percentuálneho bodu**. Ak však berieme do úvahy potenciálny rast 3 %, ako podľa všetkého robia aj niektorí členovia FED-u, tak ekonomika naďalej zvyšuje odstup od svojho potenciálneho produktu.

Ďalší indikátor, ktorý má FED vo svojom zornom poli, je inflácia. **Strednodobý inflačný cieľ sú 2 percentá**. Pohľad na súčasnú úroveň inflácie v USA meranú deflátorom súkromnej spotreby (0,3 % medziročne v júni) jasne hovorí, že **od tohto cieľa je americká ekonomika výrazne vzdialená**. Tento cenový ukazovateľ je výrazne ovplyvnený prudkým poklesom cien energií v druhej polovici roka 2014. Z toho dôvodu má momentálne lepšiu vypovedaciu schopnosť ukazovateľ očistený o vplyv pohonných hmôt a potravín - akási jadrová inflácia. Takto **očistená miera inflácie je na úrovni 1,2 %, čiže opäť pomerne vzdialene od 2 %**. Pre zástancov uvoľnenej politiky to je ďalším dôkazom správnosti ich názoru. Podľa Raiffeisen RESEARCH je však takýto názor veľmi problematický. Jadrová inflácia je podľa nich ovplyvnená faktormi, ktoré nemajú nič spoločné s využitím zdrojov v ekonomike. **Vývoj cien tovarov je najviac ovplyvnený externými faktormi** ako sú vývoj cien komodít, importné ceny a vývoj kurzu dolára. Centrálna banka má na tieto faktory minimálny, nanajvýš nepriamy vplyv. To je práve dôvod, prečo by sa centrálna banka mala skôr sústrediť na index cien služieb ako na cenový deflátor spotreby. **Ceny služieb majú silnejšie prepojenie na output gap a nezamestnaneckú medzeru ako ceny spotrebných tovarov**.

Vývoj cien v USA



Zdroj: Thomson Reuters Datastream, Tatra banka research

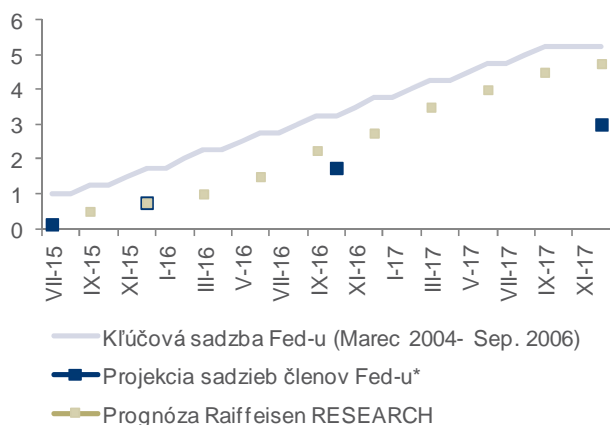
Medziročná miera inflácie služieb sa v polovici roka 2014 dostala až k 3 %. Následne však ani ceny služieb neboli odolné voči vplyvu prudkého poklesu cien ropy a energií. Prostredníctvom energií pre domácnosti a cien verejnej dopravy začali ceny služieb opäť smerovať k 2 %. Podobná situácia nastala aj v roku 2001, keď prudký pokles cien ropy

ovplyvnil aj ceny služieb. Keď však tento vplyv vyprchal, index cien služieb rástol medziročne o viac ako 4 %. **Raiffeisen RESEARCH z tohto dôvodu očakáva, že keď efekt poklesu cien ropy a silného dolára vyprchá, uvidíme nárast cien služieb, ktoré najlepšie odrážajú využitie zdrojov v ekonomike**.

Ako bolo už skôr napísané, **miera využitia je už v súčasnosti na normálnej úrovni a ďalší výraznejší pokles nezamestnanosti ju dostane na nadpriemerné hodnoty**. Raiffeisen RESEARCH očakáva ekonomickú výkonnosť USA na vyššej úrovni, ako bol priemer 2010 a 2014. Prvým dôvodom by mali byť už spomínané **nízke ceny ropy**. Tie by spolu s očakávaným nárastom miezd mali podporiť rast súkromnej spotreby. Druhým faktorom by mali byť výdavky vlády. Počas obdobia 2010 až 2014 znižovali **vládne výdavky** americký hrubý domáci produkt o 0,3 % ročne. V nasledujúcich rokoch by vláda naopak mala prispieť rovnakou mierou k rastu HDP. Tieto dva pozitívne efekty by mali prevážiť negatívny dopad silného dolára na čistý export USA. **Vyššie uvedené predpoklady by mali opäť výrazne znížiť nezamestnanosť a tým vystaviť ekonomiku silnejúcim inflačným tlakom**. Práve toto je jeden z najsilnejších argumentov Raiffeisen RESEARCH, ktorý predpokladá zvýšenie sadzieb v Amerike už v septembri.

Pre skorší nárast sadzieb hovorí aj súčasná extrémne nízka úroveň v porovnaní s výkonom ekonomiky. **FED sa odkladaním zvyšovania sadzieb vystavuje riziku prehriatia ekonomiky**. Čím dlhšie bude americká centrálna banka toto rozhodnutie odkladať, tým rýchlejšie by neskôr mala zvyšovať svoju základnú sadzbu. **Podľa záverov analýzy Raiffeisen RESEARCH budú v priebehu prvej polovice roka 2016 dva hlavné ciele FED-u (plná zamestnanosť a cenová stabilita) nielen splnené, ale až prekročené**. Teoreticky to znamená, že **primeraná sadzba by mala byť ešte vyššie ako je neutrálna úroveň kľúčovej sadzby**. Táto je podľa FED-u vo výške 3,75 %. Toto je v ostrom kontraste s vyjadrením centrálnej banky o veľmi pomalom zvyšovaní kľúčovej sadzby smerom k jej neutrálnej úrovni, ktorá nebude dosiahnutá ani v roku 2018. Cesta k neutrálnej úrokovej sadzbe bude preto ešte dlhšia, než bola v poslednej fáze zvyšovania rastu sadzieb v rokoch 2004-2006. Práve toto dlhé obdobie označujú mnohí za spoluvinníka krízy v roku 2008, keď prehnane expanzívna politika umožnila príliš vysoké zadĺženie a nárast cenovej bubliny na trhu s nehnuteľnosťami.

Predpokladaný rast kľúčovej úrokovej sadzby



Zdroj: Thomson Reuters Datastream, Tatra banka research
* medián očakávanej základnej sadzby členov Fed

Predpokladané septembrové zvýšenie základne úrokovej sadzby by malo opäť posilniť dolár, ktorý by ku koncu roka mal atakovať hodnotu 1,05. Taktiež to bude predstavovať povzbudenie pre výnosy dlhopisov. Na desaťročných dlhopisoch by sa to mohlo prejaviť nárastom ich výnosov z úrovne 2,2 % na 2,6 % na konci roka.

Ani posledné zasadnutie Fed-u neprinieslo viac svetla do toho, či v septembri už skutočne príde k zvýšeniu sadzieb. Dvere si však centrálna banka nechala otvorené. Ak budú najbližšie výsledky z trhu práce pozitívne, v septembri by určitá časť trhu zažila menšie prekvapenie. Aktuálny výsledok v prieskume Reuters však hovorí, že väčšina trhu počíta s nárastom sadzieb už na jeseň.

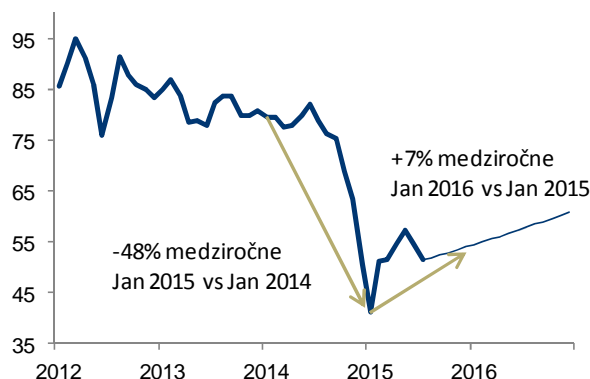
Inflácia bude ťahať sadzby nahor

Vývoj spotrebiteľskej inflácie eurozóny najpozornejšie sleduje Európska centrálna banka (ECB), ktorej hlavný mandát je udržiavať infláciu blízko hodnoty 2 %. Vývoj inflácie sa teší mimoriadne veľkej pozornosti aj finančného trhu, keďže jej vývoj naznačuje budúce pohyby úrokových sadzieb či už samotnej ECB, alebo výnosov štátnych dlhopisov.

Vývoj inflácie v eurozóne je určovaný najmä tromi faktormi. **Prvým je cena energií**, ktorá tvorí 10,6 % spotrebného koša priemerného spotrebiteľa. Patria sem ceny plynu, uhlia, tepla a motorových palív. Vývoj cien energií preto do veľkej miery ovplyvňuje cena ropy vyjadrená v eurách. A práve ceny ropy zaznamenali v závere roka 2014 veľký prepad, čo sa postupne počas tohto premietalo do lacnejších cien energií. Podľa údajov Eurostatu-u ceny energií júli 2015 medziročne klesli o 5,6 %. Pri pohľade na vývoj ceny ropy a ceny energií si myslíme, že k ďalšiemu poklesu energií v eurozóne ešte aj príde. Môže za to oneskorenie medzi zmenou ceny ropy a cenami regulovaných energií. Navyše, nedávno ohlásená dohoda s Iránom a uvoľnenie embarga na predaj jeho ropy bude skôr tlačiť na udržanie súčasných cien napriek solídному ekonomickému rastu v USA, Ázii a Európe. Napriek tomu, že ceny ropy v najbližšom období nebudú rásť, už ich **stabilizácia** na súčasných úrovniach **bude znamenať**

výrazné zníženie medziročných poklesov cien energií kvôli bázičkému efektu. Inými slovami, medziročný pokles cien energií by sa mal znížiť **z júlových 5,6 % na -0,5 % v januári 2016.** Podobný vývoj možno očakávať aj počas roka 2016. Ceny energií preto v už v závere roka 2015 nebudú udržiavať infláciu blízko nuly.

Cena ropy, barel/EUR

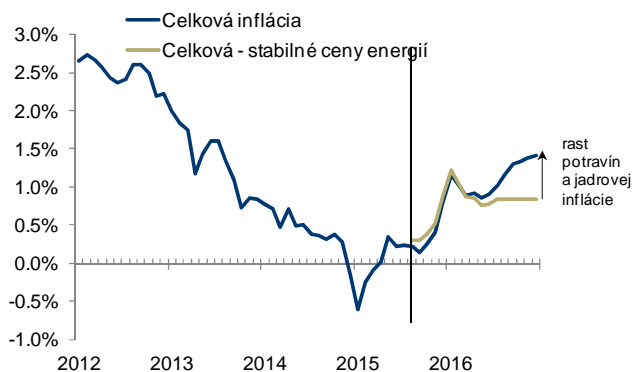


Zdroj: Thomson Reuters Datastream, Tatra banka research

Druhým dôležitým faktorom, ktorý ovplyvňuje infláciu sú **ceny potravín**. Ich váha v pomyselnom nákupnom koši spolu s alkoholickými nápojmi a tabakom priemerného európskeho spotrebiteľa je 19,6 %. Potraviny spolu s alkoholickými nápojmi a tabakom v júli medziročne rástli o 0,9 %. Dva roky po sebe dobrej úrody priniesli lacnejšie ceny najmä ovocia a zeleniny, no **očakávame, že ceny potravín budú postupne veľmi mierne rásť**. To by malo podobne tlačiť na mierne zrýchľovanie celkovej inflácie.

Posledným, tretím, faktorom sú **všetky ostatné tovary a služby**, na ceny ktorých vplyva najmä vývoj ekonomiky eurozóny. Eurozóne sa za ostatné štvrtroky darilo celkom dobre a predstihové indikátory naznačujú, že rast by mal ďalej pokračovať. Navyše, aj nákupy dlhopisov zo strany ECB by mali rastu len pomôcť. Preto očakávame, že aj **jadrová inflácia by mala postupne – naozaj postupne – rásť**. Z júrovej hodnoty 1,0 % by mala do konca roka 2016 vyrásť na 1,3%

Inflácia v eurozóne, medziročne v %

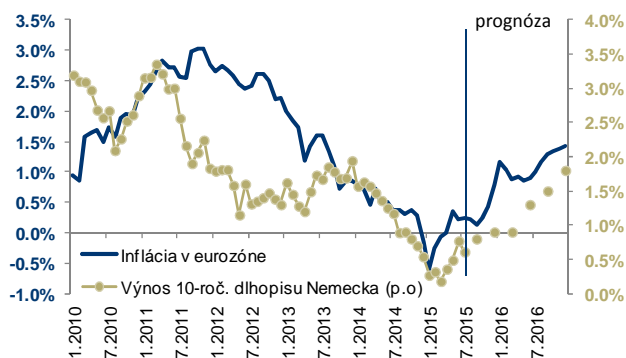


Zdroj: Eurostat, Tatra banka research

Všetky tri faktory – **cena ropy, potravín a rast ekonomiky – hovoria v prospech rastu miery inflácie** z hodnôt blízko nuly k hodnotám **bližšie k 1 % už v januári 2016**. Pokiaľ nenastane vážnejší šok (pozitívny či negatívny), tak by inflácia mala ďalej rásť pomaly k 1,4 % na konci roka 2016.

Rast miery inflácie bude mať pravdepodobne viditeľný dopad na výnosy dlhopisov. Prekvapivý rast výnosov nemeckých dlhopisov na začiatku mája 2015 je do veľkej miery spojený s prekvapivými číslami inflácie zverejnených 30. apríla. Z aprílových čísiel bolo jasné, že inflácia sa odrazila od januárového dna (-0,6 % medziročne) a bezpečne sa prehupla nad nulu. Ďalší rast výnosov má na svedomí sám prezident ECB M. Draghi, ktorý rýchly rast výnosov nevidel ako problematický.

Výnosy dlhopisov a inflácia, v %



Zdroj: Thomson Reuters Datastream, Tatra banka research

Ako bude postupne rásť miera inflácie, tak by mali rásť aj výnosy dlhopisov. Pokiaľ sa naplní naša prognóza inflácie, výnosy 10-ročných dlhopisov by mali postupne rásť na hodnotu okolo 1,8 % na konci roka 2016. Veľkým „rizikom“ tejto prognózy sú ceny ropy, ktoré môžu ešte mierne klesnúť a držať sa na tejto novej nízkej úrovni veľmi dlho – po roku 2016. Podobne aj ceny potravín môžu ostať utlmené. Napriek uvedeným rizikám, o pár mesiacov by sa mala celková inflácia v eurozóne dostať blízko 1 % a udržať sa na tejto úrovni. Výnosy dlhopisov by tak už nemali dôvod na opätovný pokles k historickým minimám.

Grécko nakoniec kapitulovalo

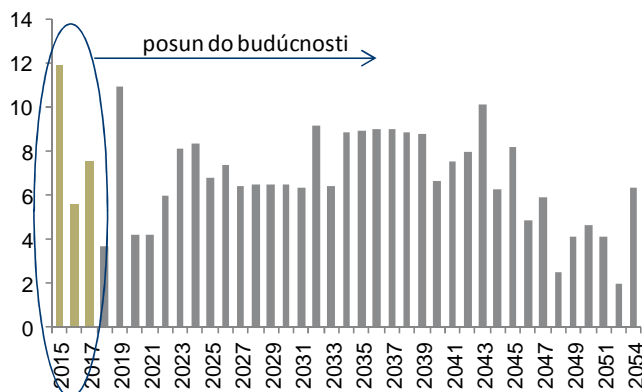
Grécka vláda po dvoch týždňoch zavretých bánk a napriek úspešnému NIE v referende **prijala 13. júla podmienky novej pomoci**. **Zaviazala sa okamžite** okrem iného zvýšiť sadzbu DPH z 13% na 23% pre potraviny a ďalšie tovary, zmeniť penzijný systém a **zaviesť viacero reforiem, ktoré pol roka odmietala**. Výmenou za reformy získala okamžitú rýchlu preklenovaciu pôžičku v objeme 7 mld. eur a aj možnosť požiadať o finančnú pomoc z trvalého eurovalu ESM v objeme cca 86 mld. eur. Preklenovacia pôžička bola

okamžite použitá na dlžné platby MMF v objeme 1,5 mld. eur a na výplatu dlhopisov držbe ECB v objeme 3,4 mld. eur v júli a čiastočne aj augustovú splátku 3,2 mld. eur.

Hlavná pomoc z ESM je sľúbená **vo výške cca 82-86 mld. eur**. Z tejto sumy by malo ísť asi **23,5 mld. eur na dlhopisy maturujúce počas najbližších troch rokov**. Tieto dlhopisy Grécku nebudú odpustené, len ich splatnosť bude prenesená do budúcnosti. Aj keď *de facto* nedôjde k odpusteniu dlhu (suma v eurách ostáva zachovaná), tak reálna hodnota dlhu poklesne. Grécko tak zároveň nebude musieť generovať také prebytky verejných financií, aby mohlo s nimi splácať aj uvedené dlhopisy.

Ďalšie financie z úveru z ESM v objeme asi **25 mld. eur budú použité na rekapitalizáciu a reštrukturalizáciu bánk**. Tie pod ťarchou masívnych výberov vkladov a nesplácaných úverov potrebujú kapitálové injekcie na to, aby vôbec začali fungovať. Nemožnosť vyberať vklady a hlavne nemožnosť peniaze posilať a prijímať zo/do zahraničia veľmi dusia ekonomiku, ktorá sa ledva vymanila z dlhej recesie. Kvôli veľmi dlhým vyjednávaniam s veriteľmi a zavedeniu kapitálových kontrol ekonomika Grécka znovu upadla do recesie a tento rok sa namiesto rastu o cca 1 % očakáva pokles HDP rádo vo 2-3 %. Preto ani **stav rozpočtu nebude taký dobrý, ako sa čakal na začiatku tohto roka**.

Splatné dlhopisy Grécka, mld. eur



Zdroj: Thomson Reuters Datastream, Tatra banka research

Zavedené kapitálové kontroly a obmedzenia na výbery hotovosti budú v Grécku v platnosti ešte minimálne pár týždňov. Oficiálne podpísanie a schválenie žiadosti o pomoc z ESM (niekde aj národnými parlamentmi) štátmi eurozóny bude postupne umožňovať uvoľnenie a sfunkčnenie finančného trhu v Grécku. Cena za snahu dosiahnuť nemožné tak pre Grécko bude pomerne vysoká. Reformy by musela krajina robiť tak či tak. Jedinou útechou môže byť tichá snaha o odpis dlhu, ktorá sa podľa viacerých zdrojov diskutuje. Samotný MMF je hlavným driverom v tejto oblasti.

Eurozóna	06.08.2015	09/2015	12/2015	03/2016	06/2016
ECB kľúčová sadzba	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Euribor 1M	-0.08	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05
Euribor 3M	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 6M	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Euribor 12M	0.16	0.10	0.10	0.10	0.10
Nemecký bund 2Y	-0.24	-0.25	-0.25	-0.25	-0.15
Nemecký bund 5Y	0.08	0.10	0.20	0.20	0.50
Nemecký bund 10Y	0.74	0.80	0.90	0.90	1.30

USA	06.08.2015	09/2015	12/2015	03/2016	06/2016
Fed funds	0.25	0.50	0.75	1.00	1.50
Libor 3M	0.31	0.70	1.00	1.20	1.70
T-Notes 5Y	1.64	1.90	2.00	2.10	2.40
T-Notes 10Y	2.27	2.50	2.60	2.80	3.00

Kľúčové sadzby centrálnych bánk	06.08.2015	09/2015	12/2015	03/2016	06/2016
Česká republika	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Poľsko	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
Maďarsko	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35

Devízové kurzy	06.08.2015	09/2015	12/2015	03/2016	06/2016
EUR/USD	1.09	1.10	1.05	1.05	1.08
EUR/CHF	1.07	1.05	1.05	1.08	1.10
EUR/GBP	0.70	0.71	0.70	0.70	0.68
EUR/JPY	136	138	137	137	143
USD/JPY	125	125	130	130	132
EUR/CZK	27.01	27.10	27.10	27.10	27.00
EUR/HUF	310	310	315	315	320
EUR/PLN	4.18	4.15	4.10	4.10	4.05
EUR/RON	4.41	4.45	4.45	4.40	4.45

	2013	2014	2015f	2016f	2017f
HDP, reálne ceny, % r/r	1.4	2.4	3.1	3.5	3.5
HDP, nominálne v mld. EUR	73.6	75.2	77.4	81.1	85.6
Spotreba domácností, reál. ceny, % r/r	-0.8	2.2	2.0	2.5	2.5
Investície, reál. ceny, % r/r	-2.7	5.7	6.3	4.5	5.0
Priemyselná produkcia, % r/r	4.6	3.7	4.5	4.5	4.0
Zamestnanosť, ESA ¹ % r/r	-0.8	1.4	1.3	0.7	0.7
Nezamestnanosť, VZPS ² , %	14.2	13.2	12.1	11.5	10.9
Nominálne mzdy, % r/r	2.4	4.1	2.6	3.5	4.5
Inflácia, priemer, % r/r	1.4	-0.1	0.0	1.3	2.5
Inflácia, koniec obdobia, % r/r	0.4	-0.1	0.6	1.5	2.5
Ceny priemyselných výrobcov, % r/r	-0.1	-3.5	-2.5	2.0	2.0
Deficit verejných financií, % HDP	-2.6	-2.9	-2.5	-1.9	-0.9
Verejný dlh, % HDP	54.6	53.6	53.4	52.8	51.9

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.