

obsah

#CZKexit je za rohom

2

Inflácia rastúca z mesiaca na mesiac a nafukujúca sa bilancia ČNB sú hlavnými dôvodmi, prečo si myslíme, že ukončenie kurzového záväzku zo strany ČNB je otázkou ďalšieho štvrtroka. Odchod z tohto záväzku môže byť pomerne volatilný a sprevádzaný aj ďalšími neštandardnými opatreniami na stabilizáciu kurzu. Podľa fundamentálnych modelov by česká koruna mala posilniť na 26 CZK/EUR, no krátkodobo po vyhlásení ukončenia záväzku môže koruna aj oslabiť. Ku zmene režimu môže prísť prakticky kedykoľvek od 1. apríla, a preto treba byť veľmi opatrný pri akýchkoľvek špekulatívnych investíciách do koruny.

Na Slovensku rastú mzdy aj zamestnanosť

4

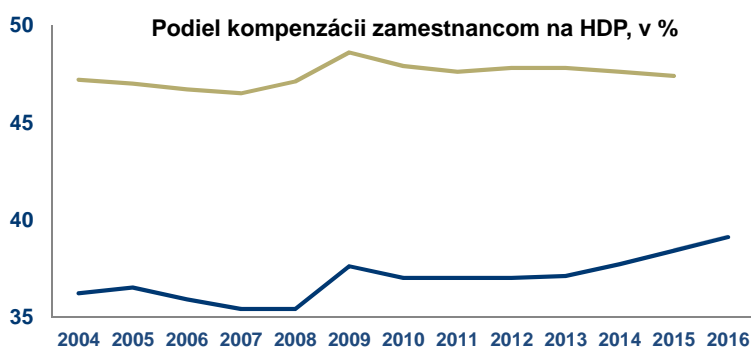
Štatistický úrad SR priniesol v marci dobré správy o slovenskej ekonomike. Hospodárstvo rastie, rovnako ako zamestnanosť a mzdy. Inflácia sa vymanila zo záporných úrovní. Pozitívom je aj pokles počtu Slovákov pracujúcich v zahraničí druhý štvrtrok v rade. V roku 2017 by dobrý trend mal pokračovať, priemerná mzda by mohla prekročiť 1 000 EUR mesačne, inflácia priblížiť k 2 % a nezamestnanosť k 8 %.

Kontakty:

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

Graf, z ktorého sa najeme

Slovensko patrí dlhodobo medzi krajiny z najnižším podielom miezd na HDP. V posledných rokoch sa vďaka hospodárskemu rastu začíname výraznejšie približovať priemeru EÚ.



Zdroj: Macrobond

Uzavierka dát: 30. 3. 2017

Zverejnené na internetovej stránke www.tatrabanka.sk a zaslané klientom: 30. 3. 2017

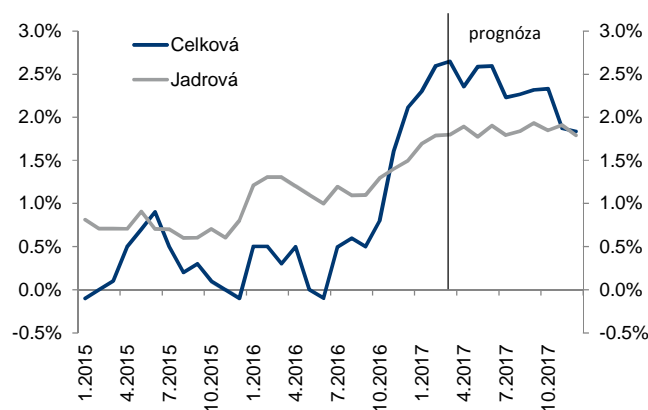
Udalosť roka je na dosah: ČNB ukončí fixovanie koruny

Rýchly rast spotrebiteľskej inflácie na prelome rokov 2016 a 2017 v Českej republike významne urýchlil debaty o ukončení záväzku ČNB nedovoliť posilniť českú korunu pod hladinu 27 CZK/EUR. Pozrime sa bližšie na dôvody opustenia tohto záväzku a možných scenárov vývoja kurzu koruny po jeho opustení.

Rýchly no udržateľný rast inflácie

Rast inflácie je viditeľný vo všetkých krajinách EÚ, no v Českej republike bol obzvlášť zaujímavý. Ešte v októbri 2016 bola inflácia na úrovni 0,8 % a v decembri to bolo už 2,0 % a vo februári 2017 už 2,5 %. Inflácia rastie nie len vďaka bázičnému efektu cien energií, ale rastú aj ceny potravín a jadrová inflácia. Práve rast jadrovej inflácie presvedčil členov bankovej rady a analytikov, že výhľad inflácie na najbližší rok je stabilizovaný okolo 2 %. Rastie teda dopytová inflácia, ktorá je vytváraná dobrým ekonomickým rastom založeným na raste domáceho dopytu.

Inflácia v Českej rep., medziročne v %



Zdroj: Eurostat, Tatra banka RESEARCH

Dvojpercentná inflácia je presne to, čo si Česká národná banka želá. Ekonomovia očakávali, že inflácia porastie postupne k 2 %, no dosiahne ju až niekedy v polovici roku 2017. Skokový rast v novembri a decembri prekvapil a naozaj spôsobil šok. **Viaceri komentátori to označili ako „game changer“ v diskusií,** kedy ČNB opustí kurzový záväzok.

Pokiaľ by došlo k ukončeniu záväzku, tak by koruna s najväčšou pravdepodobnosťou posilnila. To samo o sebe mierne zníži infláciu, keďže cena dovozových tovarov vyjadrená v korunách by sa znížila. **Aj pri 10 % posilnení by však bola inflácia v tolerančnom pásme ČNB,** ktoré je 2 % +/- 1 %.

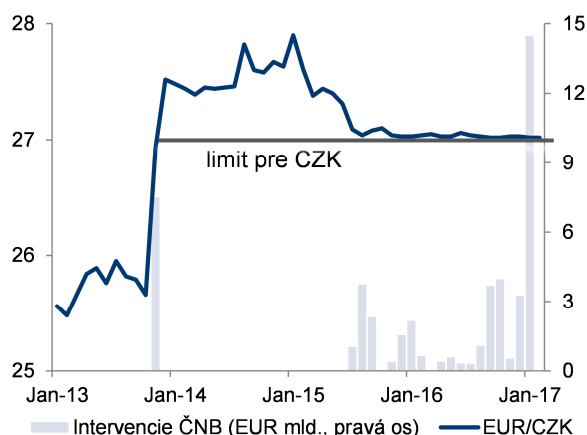
Časovanie CZKexit-u resp. prečo ČNB ukončí záväzok skôr ako neskôr

Predstavitelia ČNB sa opakovane vyjadrovali, že kurzový záväzok opustia v polovici roku 2017 resp. po letných prázdninách. **No po sérii inflačných dát predstavitelia ČNB uznali, že pri takomto vývoji inflácie možno očakávať ukončenie kurzového záväzku**

kedykoľvek – teda aj skôr. Guvernér ČNB sa jasne a opakovane vyjadril, že koniec záväzku nebude skôr ako po Q1 2017. Koniec marca je však veľmi blízko (text písaný 29. 3. 2017) a **od 1. apríla sa naozaj môže čokoľvek stať kedykoľvek.**

V jednoznačný prospech čo najskoršieho ukončenia hovorí objem devizových intervencií, ktorý je veľký a jeho tlak na posilnenie koruny nepoľavuje.

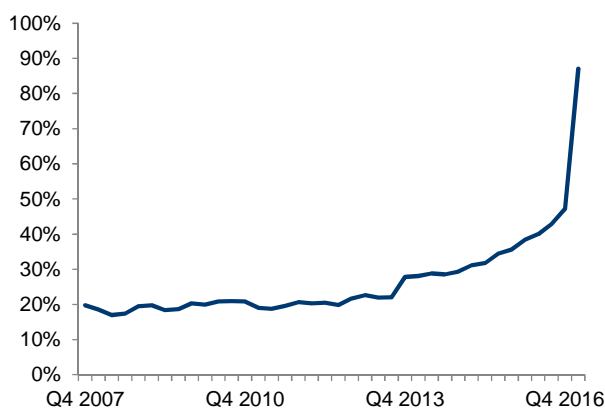
Kurz CZK/EUR a objem intervencií ČNB



Zdroj: Macrobond, Tatra banka RESEARCH

Len v januári 2017 ČNB nakúpila za novo vytlačené české koruny 14 mld. EUR. Celkovo tak od začiatku zavedenia limitu na korunu (november 2013) nakúpila eurá v hodnote 48 mld. EUR. Je veľmi pravdepodobné, že vo februári a v marci pokračovali ďalšie intervencie v podobných sumách dosahujúcich okolo 10 mld. EUR mesačne. **Bilancia Českej národnej banky tak dosiahla v pomere k HDP veľkosť 87 % HDP.** Len pre ilustráciu, aktuálna bilancia ECB je na úrovni 36 % HDP, Veľkej Británie je 26 % HDP, no na druhej strane švajčiarska centrálna banka má bilanciu až na hodnote 110 % HDP. Myslíme si, že raketovo **rastúca bilancia českej centrálnej banky je určitým psychologickým argumentom pre čo najskoršie ukončenie kurzového záväzku.**

Bilancia ČNB voči HDP, v %



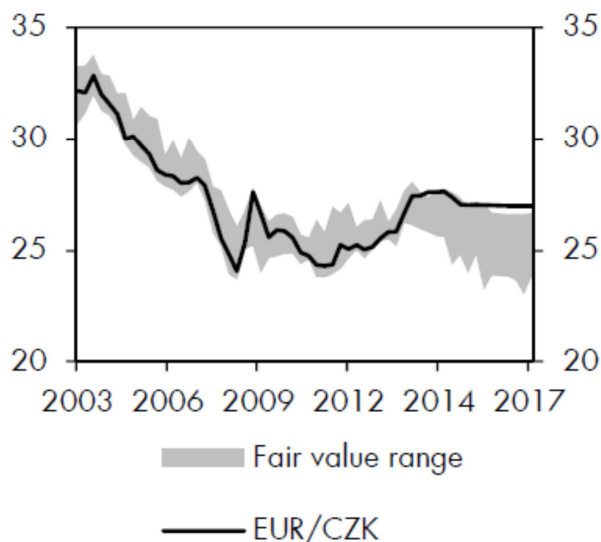
Zdroj: Macrobond, Tatra banka RESEARCH

Naši českí kolegovia očakávajú koniec záväzku počas Q2 2017. Pokiaľ by sa to udialo na **riadnom menovo-politickom zasadnutí, tak do úvahy prichádza 4. máj** alebo 29. jún 2017. Čisto teoreticky aj 30. marec, no uvoľnenie koruny tesne na konci kvartálu nevidíme ako pravdepodobné. Samozrejme, že **ukončenie záväzku môže prísť aj mimo riadne ohláseného zasadnutia**, t. j. na mimoriadnom zasadnutí.

Kam sa vydá koruna po CZKexite?

Naši kolegovia v českej Raiffeisen banke spočítali niekoľko typov odhadov rovnovážneho kurzu koruny. Odhady sú robené na základe výkonu ekonomiky a historického vývoja koruny pomocou rôznych ekonometrických techník. Dostali tak pásmo, kde by sa mala koruna nachádzať, pokiaľ by ju nelimitovala ČNB. Výsledkom je **interval od 24-26 CZK/EUR**. Preto **konzervatívne očakávame, že koruna by mohla posilniť na úroveň 26 CZK/EUR**. Takéto posilnenie o 3,7 % by bolo v pohode akceptované ČNB. Myslíme si však, že **pokiaľ by koruna posilnila o viac ako 10 %, tak by ČNB začala aktívne intervenovať proti prílišnému posilneniu**. Jednou z možností je aj to, že pri opúšťaní režimu ČNB dočasne zníži úrokovú sadzbu do záporných hodnôt.

Fundamentálna hodnota CZK voči EUR



Zdroj: Macrobond, Raiffeisen RESEARCH

Autor: Juraj Valachy, senior analytik, Tatra banka a.s.
Editor: Róbert Prega, hlavný ekonóm, Tatra banka, a.s.

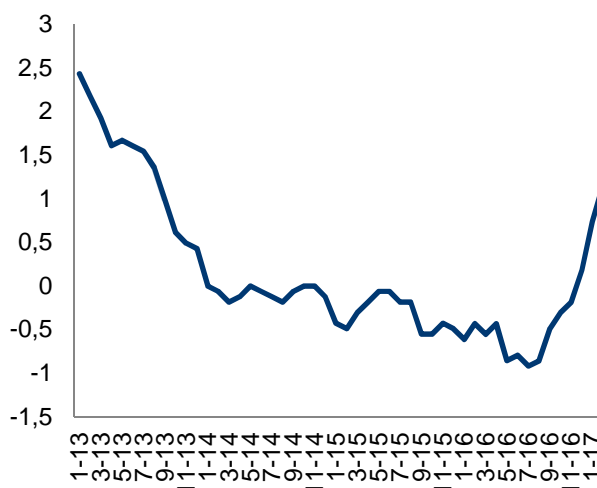
Na Slovensku rastú mzdy aj zamestnanosť

Štatistický úrad SR (ŠÚ SR) tento mesiac zverejnil detailné údaje o HDP za rok 2016, zamestnanosti, mzdách a februárovej inflácii. Hlavnou správou je **pokračovanie dobrých trendov v slovenskej ekonomike**: inflácia sa zotavuje, nezamestnanosť klesá a mzdy rastú.

Inflácia

Inflácia potvrdila svoj návrat do plusových úrovní. Vo februári narastla o 1,2 % medziročne oproti 0,7 % v januári. Hlavnými ťahúňmi boli, rovnako ako v januári, potraviny (+2,4 %), zdravotníctvo (+4,8 %) a doprava (+7,2 %). Ceny dopravy vytiahli hore hlavne ceny ojazdených áut (+15,9 %), prevažne v súvislosti so zavedením registračného poplatku od 1. 2. 2017. **Priemer inflácie v roku 2017 očakávame nad 1 % medziročne** s maximami v letných mesiacoch.

Inflácia SR, v %



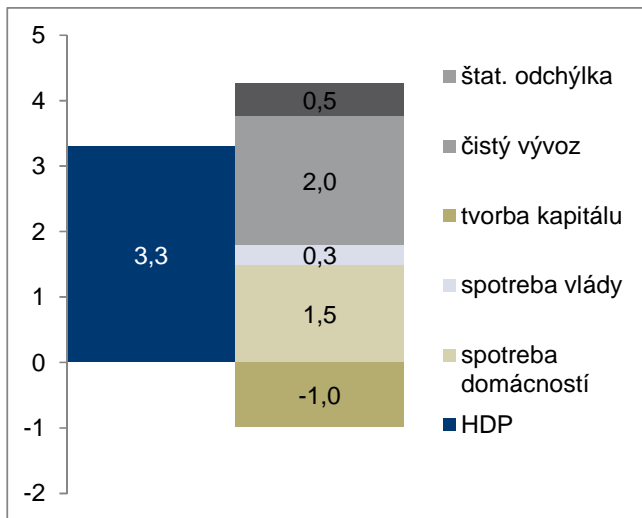
Zdroj: Macrobond

Podľa metodiky HICP narastla inflácia dokonca o 1,3 %, rovnako ako jadrová inflácia (očistená o ceny jedla, energií, tabaku a alkoholu). Slovensko by sa teda po troch rokoch malo konečne dostať z pazúrov deflácie. Otázkou teraz je, ako rýchlo sa dostane k inflačnému cieľu ECB, ktorý je na úrovni 2 % medziročne.

HDP

ŠÚ SR revidoval rýchly odhad HDP v 4. štvrtroku 2016 na 3,0 % medziročne z pôvodných 3,1 %. Rast za celý rok 2016 ostal nezmenený: 3,3 %. Hlavnými zdrojmi rastu boli zahraničný dopyt, ktorý zvýšil HDP o 2 p.b a domáca spotreba, ktorá k rastu prispela 1,5 p.b. Naopak, **sklamala tvorba kapitálu, ktorá znížila rast HDP o 1 p.b.**

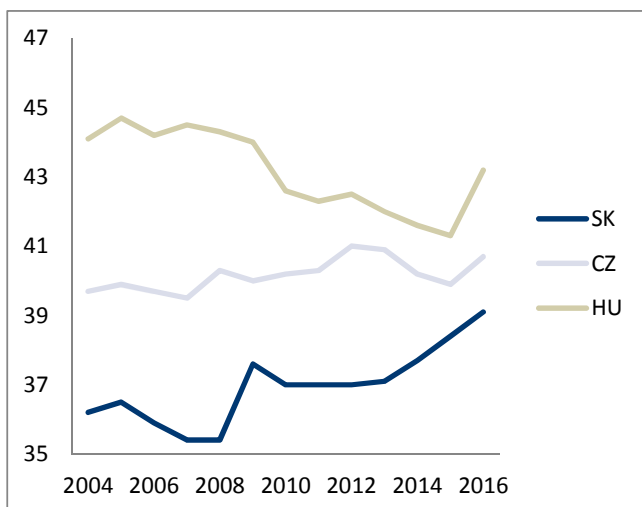
Príspevky k rastu HDP za rok 2016, v %



Zdroj: ŠÚ SR, Tatra banka RESEARCH

Positívami HDP nie sú len rastúci domáci a zahraničný dopyt. Pri pohľade na príjmovú stranu HDP vidieť, že rast HDP nás robí bohatšími. **Podiel kompenzácií zamestnancov na HDP medziročne vzrástol z 38,4 % na 39,1 %**. Nakoľko priemer EÚ je na úrovni cca. 47 %, priestor na rast miezd rýchlejší ako rast HDP je aj v strednom období. Napriek približovaniu sa k priemeru EÚ sme si oproti našim susedom z Čiech a Maďarska v tomto ukazovateli v roku 2016 pohoršili. Mzdy tvorili 40,7 % z českého HDP v roku 2016 (+0,8 p.b. medziročne), z maďarského dokonca 43,2 % (+1,9 p.b. medziročne). V strednodobom pohľade sa im však približujeme. Kým Česko aj Maďarsko sa vracajú k svojim strednodobým priemerom, **Slovensko láme svoje vlastné rekordy**.

Podiel miezd na HDP 2004-2016, v %



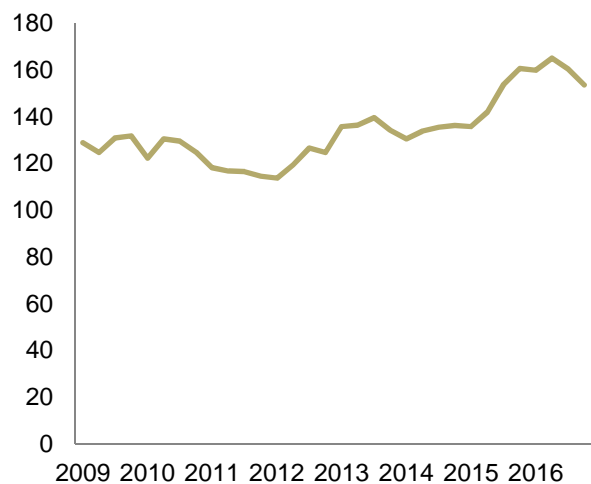
Zdroj: Macrobond

Nezamestnanosť a mzdy

Nezamestnanosti sa nepodarilo podliezť hranicu 9 %, keď v 4. štvrťroku 2016 skončila na úrovni 9,1 % a poklesla o -1,9 p.b. oproti 4. štvrťroku 2015. Priemerná miera nezamestnanosti za rok 2016 bola 9,7 %, pokles o 1,8 p.b. oproti roku 2015.

Zaujímavým je pokles počtu Slovákov pracujúcich v zahraničí. Kým v 2. štvrťroku 2016 ich v zahraničí pracovalo vyše 165 tisíc, v 4. štvrťroku už iba 153,5 tisíc. To môže znamenať, že rastúce mzdy na Slovensku priťahujú pracujúcich v zahraničí naspäť, ale aj to, že pracujúcim v zahraničí sa darí nájsť si dlhodobú prácu (ŠÚ SR eviduje iba pracujúcich, ktorí v zahraničí pracujú menej ako 1 rok). **Nezamestnanosť by v roku 2017 mala dosiahnuť v priemere 8,4 %**.

Krátkodobo pracujúci v zahraničí 2009-2016, v tis.



Zdroj: ŠÚ SR

Priemerná mzda na Slovensku v 4. štvrťroku 2016 bola na úrovni 990 EUR mesačne, čo predstavuje 3,6 % medziročný nárast. V priemere za celý rok 2016 narástla priemerná mzda nominálne o 3,3 % na 912 EUR mesačne. Vďaka klesajúcej cenovej hladine bol nárast reálnych miezd ešte rýchlejší: 3,8 % medziročne v roku 2016. Rast priemernej mzdy je spomalený návratom nezamestnaných do pracovného procesu, ktorí majú spravidla nižšie mzdy, ako je priemer. Podobný efekt majú aj na priemernú produktivitu zamestnancov, ktorá v roku 2016 rástla o 0,9 %. Mzdy by v roku 2017 mali rásť približne o 4 % **a v Q4 2017 by priemerná mzda mohla prekonať aj hranicu 1 000 EUR mesačne**.

Autor: Tibor Lörincz, ekonomický analytik, Tatra banka a.s.

Editor: Róbert Prega, hlavný ekonóm, Tatra banka, a.s.

	30.03.2017				
Eurozóna	13:42	06/2017	09/2017	12/2017	03/2018
ECB kľúčová sadzba	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euribor 1M	-0,37	-0,40	-0,40	-0,40	-0,35
Euribor 3M	-0,33	-0,35	-0,35	-0,35	-0,30
Euribor 6M	-0,24	-0,25	-0,25	-0,25	-0,20
Euribor 12M	-0,11	-0,15	-0,15	-0,10	-0,05
Nemecký bund 2Y	-0,74	-0,80	-0,70	-0,70	-0,60
Nemecký bund 5Y	-0,38	-0,40	-0,20	0,00	0,20
Nemecký bund 10Y	0,33	0,40	0,60	0,80	0,90

	30.03.2017				
USA	13:42	06/2017	09/2017	12/2017	03/2018
Fed funds	1,00	1,25	1,50	1,75	1,75
Libor 3M	1,15	1,60	1,85	2,10	2,20
T-Notes 5Y	1,92	2,10	2,25	2,35	2,40
T-Notes 10Y	2,37	2,60	2,85	2,95	2,95

	30.03.2017				
Kľúčové sadzby centrálnych bánk	13:42	06/2017	09/2017	12/2017	03/2018
Česká republika	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Poľsko	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Maďarsko	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90

	30.03.2017				
Devízové kurzy	13:42	06/2017	09/2017	12/2017	03/2018
EUR/USD	1,07	1,03	1,02	1,02	1,05
EUR/CHF	1,07	1,05	1,05	1,03	1,03
EUR/CNY	7,40	7,21	7,19	7,24	7,46
USD/CNY	6,89	7,00	7,05	7,10	7,10
EUR/CZK	27,02	26,00	26,50	25,90	25,70
EUR/HUF	310	315	310	315	315
EUR/PLN	4,22	4,35	4,30	4,25	4,20
EUR/RON	4,54	4,50	4,45	4,45	4,50

Ekonomika SR	2015	2016	2017f	2018f	2019f
HDP, reálne ceny, % r/r	3,8	3,3	3,3	4,0	3,5
HDP, nominálne v mld. EUR	78,7	81,0	84,2	89,3	94,2
Spotreba domácností, reál. ceny, % r/r	2,2	2,9	3,0	3,5	3,0
Investície, reál. ceny, % r/r	16,9	-9,3	4,5	4,0	3,0
Priemyselná produkcia, % r/r	5,9	4,0	4,0	8,0	5,0
Zamestnanosť, ESA ¹ % r/r	2,0	2,5	1,5	1,5	1,0
Nezamestnanosť, VZPS ² , %	11,5	9,7	8,3	6,9	5,9
Nominálne mzdy, % r/r	2,9	3,3	4,0	4,5	4,0
Inflácia, priemer, % r/r	-0,3	-0,5	1,1	2,0	2,2
Inflácia, koniec obdobia, % r/r	-0,5	0,2	1,4	2,2	2,2
Ceny priemyselných výrobcov, % r/r	-4,2	-4,3	0,0	2,0	2,0
Deficit verejných financií, % HDP	-2,7	-2,5	-2,0	-2,0	-2,0
Verejný dlh, % HDP	52,5	52,6	52,5	52,2	52,1

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 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 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.