

## obsah

### Aký je vlastne rast HDP?

2

Rast slovenského HDP sa dá porovnávať viacerými spôsobmi. V porovnaní s predkrízovými rokmi je nízky, v porovnaní s ostatnými krajinami eurozóny patrí medzi lepšie. V roku 2017 bol najhorší v porovnaní s krajinami V4, v celom pokrízovom období si nepočíname zle. Na slovenský rast však v pokrízovom období vplývalo viacero okolností, ktoré sa tak skoro nezopakujú. Pozreli sme sa preto na to, ako na HDP vplývala konsolidácia verejných financií, čerpanie eurofondov, a prudký nárast nezamestnanosti po kríze. Vývoj ukazuje, že rast typický pre obdobie pred rokom 2009 je v budúcnosti asi nemožný.

### Prečo ide NBS obmedzovať poskytovanie hypoték?

4

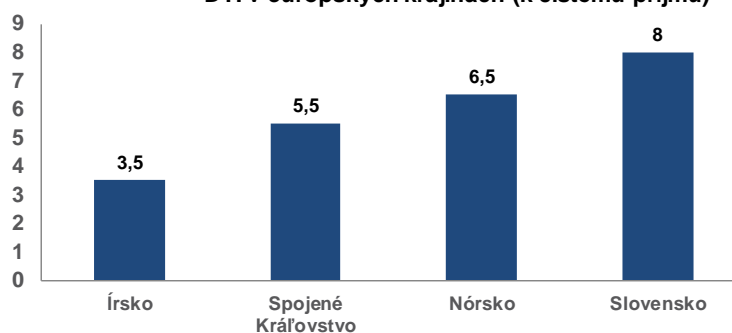
Viaceré medzinárodné inštitúcie už dlhodobo poukazujú na neprimerane vysoký rast zadlžovania slovenských domácností. Najhlasnejším kritikom je samotná Národná banka Slovenska, ktorá by veľmi nerada videla podobný vývoj na trhu hypoték ako bol pred pár rokmi v Španielsku. Tej najúčinnější nástroj – rast úrokovej sadzby – už NBS nemá vo svojich rukách. Preto aktívne používa to čo má – rôzne nástroje ako obmedziť neprimerane rizikové úvery. Najnovšie sa zvažuje zaviesť limit na celkové zadĺženie žiadateľa o úver. Navrhované opatrenie určite obmedzí časť žiadateľov, no pokiaľ by sa však rast úverov viditeľne nespomalil, tak NBS určite vyťahne z rukáva ďalšie opatrenia. Je jasné, že nakoniec NBS svoj boj s nadmerným zadlžovaním vyhrá.

### Kontakty:

robert\_prega@tatrabanka.sk, juraj\_valachy@tatrabanka.sk, boris\_fojtik@tatrabanka.sk, tabor\_lorincz@tatrabanka.sk

**Navrhovaná úroveň maximálneho zadĺženia k príjmu (DTI) by bola najvyššia z európskych krajín. Je to aj preto, lebo slovenské banky majú možnosť preveriť výšku príjmu klienta a jeho existujúce dlhy v úverovom registri.**

DTI v európskych krajinách (k čistému príjmu)



Zdroj: NBS

Uzavierka dát: 27.4.2018

Zverejnené na internetovej stránke [www.tatrabanka.sk](http://www.tatrabanka.sk) a zaslané klientom: 27.4.2018

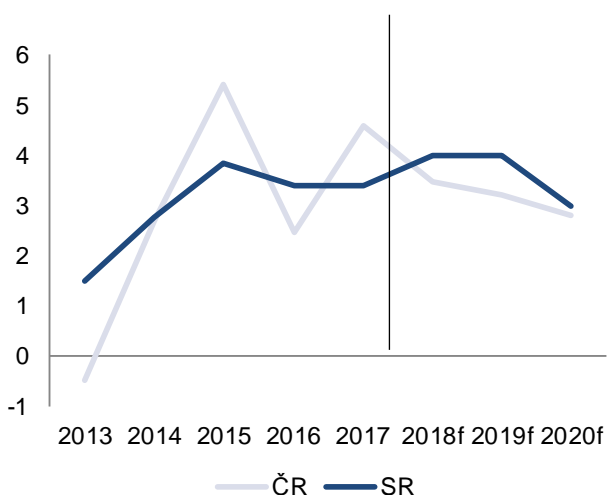
## Aký je vlastne rast HDP?

Podľa údajov Štatistického úradu SR rástla slovenská ekonomika v roku 2017 tempom 3,4% medziročne. V porovnaní s ostatnými krajinami Eurozóny ide o solidný rast, naopak, boli sme najpomalšie rastúcou krajinou V4. V jednotlivých rokoch môže napríklad rast prudko zrýchliť alebo spomaliť z dôvodu jednorazových vplyvov, ako napr. čerpanie eurofondov v roku 2015. Navyše, v pokrízovom období vplyva na rast HDP aj pokles nezamestnanosti. Aký by bol rast HDP, keby tieto vplyvy neexistovali a ako by si Slovensko počínalo v medzinárodnom porovnaní?

Na tento myšlienkový experiment môžeme použiť dva zjednodušené postupy. V prvom prípade sa pokúsime vyčíslieť, aký vplyv na HDP malo hospodárenie vlád a čerpanie eurofondov. V druhom prípade aplikujeme tzv. „Okunov zákon“. Ide o štatistický vzťah medzi zmenou HDP a zmenou nezamestnanosti. Zjednodušene ide o pozorovanie, že ak HDP zrýchli rast o 1 p.b., očakávame pokles nezamestnanosti o zhruba -0,5 p.b.

Keďže obidva prístupy sú tzv. ad-hoc, teda nie sú postavené na mikroekonomických základoch, nie je možné ich kombinovať. Inak povedané, zvýšená zamestnanosť vplyva na rozpočet, fiškálny stimul vplyva na nezamestnanosť a bez modelu vystavaného na mikro základoch nevieme jednoznačne určiť vzájomnú interakciu.

### Rast HDP SR a ČR, v %



Zdroj: Macrobond, Tatra banka RESEARCH, RBI RESEARCH

### Vplyv vládneho hospodárenia na HDP

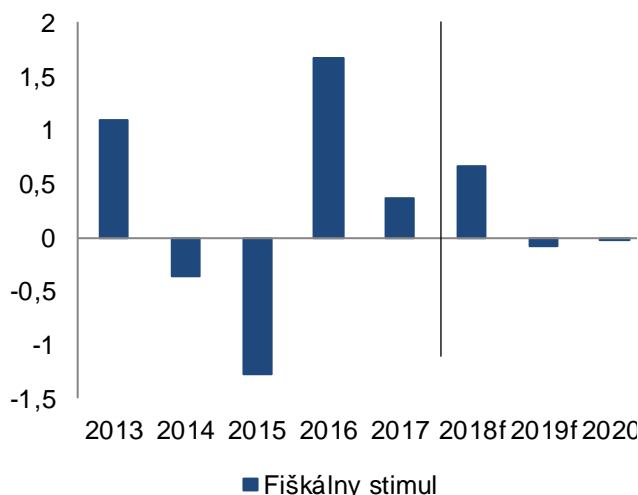
Vlády vedú, v prípade krízy a prepadu HDP, podporiť ekonomiku tzv. fiškálnym stimulom, čo je miernejší pojem pre zvýšenie deficitu rozpočtu. Aj keď pojem navodzuje dojem nejakého programu na zvýšenie výdavkov (ako bol napr. ARRA v USA v 2009), často je fiškálny stimul automatický, vo forme zvýšených výdavkov na sociálne poistenie (z dôvodu nárastu nezamestnanosti) a poklesu daňových príjmov. Kým väčšina ekonómov sa zhodne na tom, že vláda vie podporiť ekonomiku<sup>1</sup>, nie je jasné, aký veľký je tento vplyv. Odhady multiplikátora, teda o koľko eur sa zvýši HDP pri zvýšení deficitu o 1 euro, majú relatívne veľké rozpätie – od

<sup>1</sup><https://www.igmcchicago.org/surveys/economic-stimulus-revisited>

približne 0,3 po 3,0<sup>2</sup>. Keďže po explózii deficitov v roku 2009 krajiny konsolidovali svoje financie, budeme sa pozeráť na to, ako tempo konsolidácie uberalo z rastu HDP.

Pre náš odhad sme si zvolili multiplikátor, ktorý odhadli Guajardo et al<sup>3</sup>, a to z dvoch dôvodov: po prvé, ich odhad je relatívne konzervatívny, a po druhé, ako jedni z mála autorov odhadovali multiplikátor za viacero krajín OECD, nie len USA. Navyše, ich odhad je podobný multiplikátoru, ako ho odhaduje MF SR.

### Príspevok fiškálnej politiky k rastu HDP, v p.b.



Zdroj: Eurostat, Tatra banka RESEARCH

V druhom grafe vidíme tri zaujímavosti. Prvou je relatívne silný vplyv konsolidácie verejných financií v SR aj ČR na rast HDP v roku 2013. Druhou je možnosť, že rast HDP v ČR by bol možno ešte rýchlejší, ak by vláda konsolidovala financie pomalšie. Treťou je fakt, že SR bude verejné financie konsolidovať aj v najbližších rokoch, čo mierne uberie z možného rastu HDP.

### Eurofondy

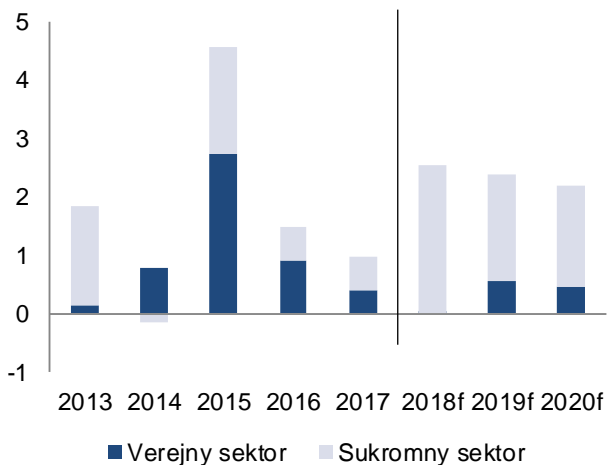
Významným pomocníkom slovenského rastu sú zdroje Európskej únie. Financie, ktoré k nám plynú, sú každoročne v okolí 2% HDP. Extrémnym bol rok 2015, kedy sa dočerpávali zdroje z programového obdobia 2007-2013 a financovanie dosiahlo úroveň až 4,6% HDP. Tento fakt čiastočne vysvetľuje zrýchlenie ekonomického rastu SR v roku 2015, a jeho následné spomalenie v roku 2016.

Napriek pozitívnemu vplyvu eurofondov, by ich efekt mohol byť pravdepodobne ešte väčší. Prudký nárast čerpania v roku 2015 ukazuje silnú snahu využiť zdroje v časovej tiesni na poslednú chvíľu. Na zamyslenie ostáva, či by zdroje neboli využité efektívnejšie, ak by bolo čerpanie eurofondov rovnomernejšie v čase.

<sup>2</sup><https://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2014/tnm1404.pdf>

<sup>3</sup><https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11158.pdf>

## Saldo financovania z EÚ, v % HDP

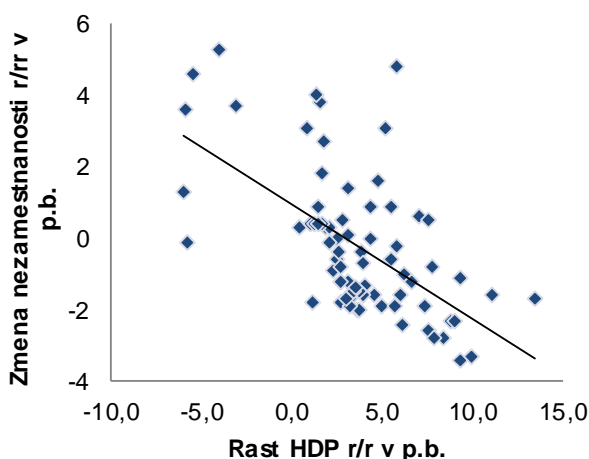


Zdroj: MF SR, Tatra banka RESEARCH

### Okunov zákon

Okunov zákon je, ako už bolo spomenuté, štatistický vzťah medzi rastom HDP a nezamestnanosťou. Keďže ide iba o jednoduché štatistické pozorovanie a nie model, je veľmi ťažké určiť kauzalitu, teda to, ktorá veličina vplyva na druhú. Tento vzťah nám ale napriek tomu vie dať približné odpovede na otázky: aký potrebuje krajina rast HDP na udržanie konštantnej nezamestnanosti; aký rast by sme očakávali pri danom poklese nezamestnanosti; prípadne aký pokles nezamestnanosti by sme očakávali pri danom raste?

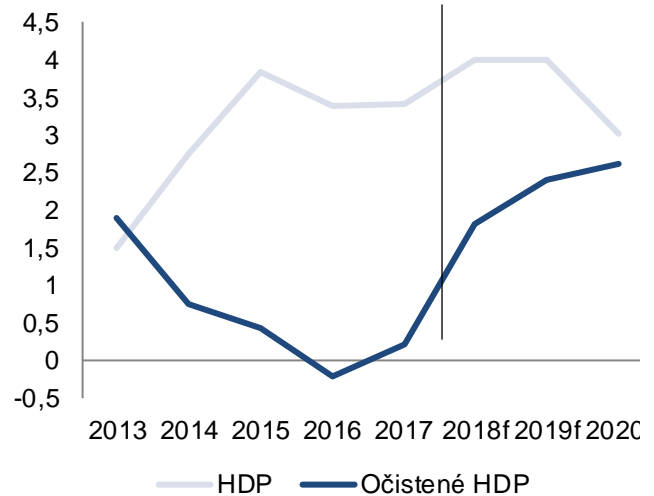
## Okunov vzťah v SR, štvrtroky 1999-2017



Zdroj: Macrobond, Tatra banka RESEARCH

Ak by sme akceptovali Okunov zákon vo svojej pôvodnej podobe, teda pokles nezamestnanosti o 1 p.b. je korelovaný s rastom HDP o 2 p.b. vyšším, rast slovenského HDP by vyzeral veľmi zle.

## Rast HDP SR po očistení o Okunov vzťah



Zdroj: Macrobond, Tatra banka RESEARCH

Okunov vzťah ale nie je vytesaný do kameňa, ani nemenný v čase. Podľa odhadu NBS z roku 2014<sup>4</sup> sa koeficient pre Slovenskú ekonomiku prudko zmenil, kým v predkrízovom období sa pohyboval v okolí 0,5, čo zodpovedá pôvodnému odhadu Arthura Okuna, v pokrízovom období sa posunul nad 0,7, čo znamená, že pokles nezamestnanosti o 1 p.b. je korelovaný s nárastom HDP o 1,4 p.b. Ak do modelu NBS pridáme dáta do konca roku 2017, koeficient sa dokonca priblíži k 1.

Slovenská ekonomika nezmenila len okunov koeficient, zmenila aj tzv. bod obratu, teda rast HDP potrebný na udržanie konštantnej miery nezamestnanosti. Kým v predkrízových rokoch musela slovenská ekonomika vygenerovať rast nad 3%, v súčasnosti jej stačí rast v okolí 1,5%. Takéto zníženie bodu obratu môže znamenať, že kým v predkrízovom období sme zbierali tzv. nízko visiace ovocie – teda dovážali sme už vymyslené produkčné know-how zo zahraničia – v súčasnosti už nedokážeme rast dosiahnuť iba imitovaním. Navyše pokles okunovho koeficientu implikuje marginálny pokles produktivity nových zamestnancov. Zvýšenie tempa rastu produktivity sa tak zdá kľúčovou výzvou.

V slovenskej ekonomike sa, zdá sa, za posledných 10 rokov udiali dramatické zmeny, ktoré výrazne zmenili vzťah medzi HDP a zamestnanosťou. Napriek hrozbám automatizácie, slovenská ekonomika potrebuje na vygenerovanie 1% rastu HDP väčší nárast počtu zamestnancov, ako to bolo pred krízou. Kým pre zamestnancov ide o dobré správy, tento fakt vytvára otázky nad potenciálom slovenského HDP v budúcnosti.

### Zvykajme si na tri percentá

Vzhľadom na uvedené je dôvod na mierne obavy. HDP pomohli eurofondy, na rozdiel od ČR vláda konsolidovala pomalšie, a dramatický pokles nezamestnanosti je výrazne rýchlejší, ako by sa zdalo byť primerané k rastu HDP. Taký silný vietor v plachtách, ako zažila slovenská ekonomika v posledných rokoch, sa tak skoro nezopakuje. Ak aj v takýchto podmienkach rastie pomalšie, ako

<sup>4</sup>[http://www.nbs.sk/\\_img/Documents/komentare/AnalytickeKomentare/2015/AK20\\_Okun\\_SJ.pdf](http://www.nbs.sk/_img/Documents/komentare/AnalytickeKomentare/2015/AK20_Okun_SJ.pdf)

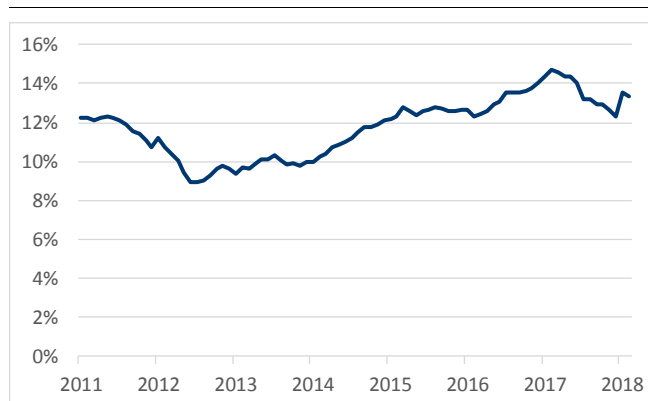
zvyšok V4, je asi na čase zvykať si na nový, eurozónový, normál. V rokoch 2018-2019 očakávame mierne zrýchlenie rastu, hlavne vďaka investíciám v automobilovom priemysle, od roku 2020 by sa ale mal rast pohybovať v okolí 3%.

Autor: Tibor Lőrincz, ekonomický analytik, Tatra banka, a.s.  
Editor: Róbert Prega, hlavný ekonóm, Tatra banka, a.s.

## Prečo ide NBS obmedzovať poskytovanie hypoték?

Rast úverov na bývanie je dnes asi najdiskutovanejšia téma v oblasti finančnej stability SR. Slovensko dosahuje už 6 rokov najrýchlejší medziročný rast úverov na bývanie spomedzi krajín EU a to samo o sebe vzbudzuje obavy, či je takýto rast zdravý, udržateľný a neohrozuje finančnú stabilitu obyvateľstva a zároveň aj bánk.

### Úvery obyvateľstvu, medziročne v %



Zdroj: Eurostat, Tatra banka RESEARCH

### Čo môže (ale nerobí) silný rast úverov?

Samotný rast úverov obyvateľstvu je v poriadku no musí sa diať v súlade s inými fundamentami. Ide najmä o rast platov a zamestnanosti, ako základný indikátor schopnosti splácať. Ďalej je to rast populácie vo veku, keď si ľudia zaobstarávajú prvé bývanie (povedzme 28-32 rokov). Posledným dôležitým faktorom sú samotné ceny nehnuteľností, ktoré indikujú koľko si potrebujem požičať na kúpu jedného bytu.

Ani jeden zo spomínaných faktorov nevykazuje taký priebeh, ktorý by vysvetľoval silný rast úverov domácnostiam. Rast úverov domácností je teda výrazne rýchlejší ako vývoj fundamentov, ktoré by ich mohli vysvetľovať.

### Kumulatívna zmena za 5 rokov v %

	4Q2012	4Q 2017	Kumulatívna zmena
Priemerná mzda, EUR za mesiac	875	1041	19.0%
Zamestnanosť, tis. osob	2 194.7	2 397.0	9.2%
Cena nehnuteľností, EUR/m2	1247	1360	9.1%
Cena bytov, EUR/m2	1 294	1 639	26.7%
Objem úverov obyvateľstvu, mil. EUR	17 940	31 915	77.9%

Zdroj: ŠÚ SR, NBS, Tatra banka RESEARCH

### Čo teda môže spomaliť rast úverov?

Existuje viacero faktorov, ktoré môžu spomaliť rast úverov bez toho, aby NBS musela prijímať rôzne obmedzujúce opatrenia. Ani od jedného z nich však nemožno čakať, že by NBS pomáhali spomaliť úvery:

1. Rast úrokovej sadzby – pokiaľ by NBS mala v rukách nastavenie sadzieb stačilo by zdvihnúť úrokovú sadzbu o napríklad 1 percento a razom by záujem o hypotéky ochabol. To však dnes nemáme k dispozícii. Naša prognóza vývoja sadzieb na tento rok síce počíta s miernym rastom dlhodobých sadzieb (5 a 10 ročných) už tento rok, no sú to posuny rádovo v desatinách percentného bodu. To je málo na to, aby sa vývojom úverov niečo stalo už dnes. V horizonte 3 rokov očakávame už citeľnejší nárast, no to je už z pohľadu finančnej stability SR neskoro.
2. Spomalenie rastu ekonomiky a s ním spojený pomalší rast platov a zamestnanosti – s takýmto scenárom veru nepočítame ani my ani žiadna či už slovenská alebo medzinárodná inštitúcia. Práve naopak. Tento rok očakávame zosilnenie rastu ekonomiky SR čo určite prinesie ešte rýchlejší rast platov ako v roku 2017 a udržanie dobrého rastu zamestnanosti. Obyvateľstvo tak bude mať ešte lepší apetít na investovanie do bývania – či zlepšenia už existujúceho bývania či kúpu druhého bytu na prenájom. Budú mať jednak vyššiu mzdu a teda si budú môcť dovoliť vyšší úver a aj vzhľadom na všeobecný nedostatok ľudí sa budú cítiť istí svojim zamestnaním, že nestratia svoju prácu alebo si rýchlo nájdu inú. Teda, ani očakávaný vývoj ekonomiky veru nepomôže NBS spomaliť rast úverov.
3. Ceny nehnuteľností – čisto teoreticky, pokiaľ by ceny nehnuteľností výrazne poklesli, tak by sme mali vidieť aj spomalenie rastu úverov. Ľudia na kúpu bytu by potrebovali menší úver. V blízkej dobe však neočakávame pokles cien nehnuteľností.

### A je to vôbec problém?

Áno je. Základné fakty hovoria, že máme

- **Najzadlženejšie domácnosti** v strednej a východnej Európe (merané ako podiel úverov domácnosti na HDP) **a zároveň úroveň zadlženia rastie najrýchlejšie**. Je pravda, že v porovnaní s krajinami západnej Európy sme na to ešte lepšie, no dlh našich domácností je skoncentrovaný do vekových ročníkov 28-45, zatiaľ čo v západných krajinách je viac rozvrstvený vo všetkých vekových kohortách. Zároveň platí, že v týchto krajinách je objem úspor (vkladov) oveľa väčší ako u nás.
- Najhorší pomer medzi vkladmi a úvermi domácnosti vo V4. Inak povedané, **naše domácnosti majú najtenší vankúš na zlé časy**
- Slovenské banky majú najmenšiu úrokovú maržu spomedzi bánk v strednej a východnej Európe. Je to výsledkom veľmi silnej konkurencii medzi bankami, a znamená, že pokiaľ by prišla kríza ako v roku 2009 veľa z bánk by sa ocitlo v strate.
- Ekonomika SR je na tom v porovnaní s ostatnými krajinami SVE celkom dobre, no relatívne sa nezlepšuje. Naša miera nezamestnanosti je stále pomerne vysoká, čo môže ohroziť schopnosť splácať úvery.
- Pri vysokom úverovom zaťažení ekonomika resp. domácností bude prechod ďalšou recesiou dlhší a bolestivý.

- Všetky relevantné medzinárodné inštitúcie vrátane ratingových agentúr varujú pre vysokým zadlžením. Je možné, že nám kvôli tomu neznižia rating, no mali by sme to brať minimálne ako dobrú radu.

### Čo teda môže robiť centrálna banka?

Rast úverov je veľmi rýchly a objem hypoúverov je naozaj veľký. Jediné, s čím národná banka môže operovať sú nástroje tzv. makroprudenciálnej politiky. Ide vlastne o súbor nástrojov a opatrení, ktoré má v kompetencii národná banka, môže znižovať motiváciu bánk poskytovať úvery alebo obmedzovať podmienky poskytovania úverov. NBS už dlhodobo sa snaží bojovať proti nadmernému rastu úverov no najmä proti poskytovaniu rizikových úverov. Sú to úvery, ktoré sú poskytnuté na 100% ceny nehnuteľnosti alebo úvery, ktorých splátka tvorí veľkú časť pravidelného príjmu. Najnovšie NBS rozšírila svoj pohľad na rizikový úver aj o veľkosť celkového úverového zaťaženia voči celkovým ročným príjmom.

### Prehľad opatrení NBS

1. Loan-to-value: 90 %. Podiel veľkosti hypotéky k hodnote nehnuteľnosti bude od leta výraznejšie obmedzený. Hypotéky nad 90% LTV budú úplne zakázané a hypotéky medzi 80-90% hodnoty nehnuteľnosti budú v podstate len na výnimky (max 20 % celkového objemu poskytnutých úverov)

- Max. podiel úverov s LTV od 90 % do 100 %: 10 % (od 1.7.2018 sa navrhuje zrušenie).
- Max. podiel úverov s LTV od 80 % do 100 %: 40 % (od 1.7.2018 postupne znižovanie až na 20 %)

2. Finančná rezerva: 20 %. Cieľom je, aby domácnostiam aj v prípade keď časom dôjde k rastu úrokovej sadzby im stále ostala dostatočná finančná rezerva na horšie časy. Finančná rezerva je definovaná ako 20 % z rozdielu medzi príjmami a životným minimom (1. polrok 2018: 15 %).

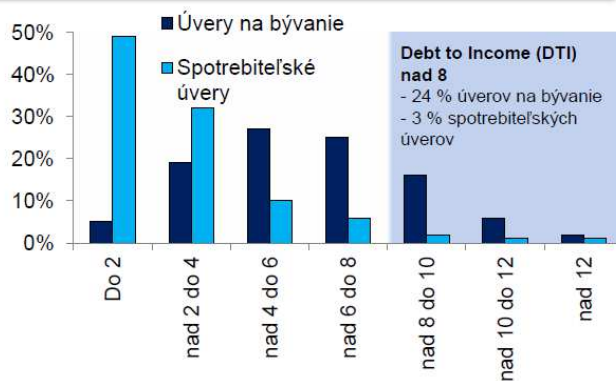
- Splátky (po zohľadnení nárastu sadzieb o 2 p.b. ) musia byť menšie ako Čisté príjmy – životné minimum – finančná rezerva.

3. Maximálna splatnosť úveru: 30, resp. 8 rokov. V ostatnej dobe narástol objem úverov so splatnosťou dlhšou ako 30 rokov, pri spotrebných úveroch nad 8 rokov. Tomuto chce NBS zabrániť.

- Zabezpečené nehnuteľnosťou (úver na bývanie): max.30 rokov.
- Nezabezpečené nehnuteľnosťou (spotrebný úver): max.8 rokov.

4. Maximálna zadlženosť: 8 - násobok ročného príjmu (navrhované opatrenie). Podiel úverov, pri ktorých celková zadlženosť presahuje 8 - násobok ročného príjmu, by mala postupne klesnúť z 20 % na 5 %. Tento pomer sa označuje ako Debt-to-Income (DTI)

### Poskytnuté úvery domácnostiam podľa pomeru úveru k ročným príjmom domácnostiam



Zdroj:

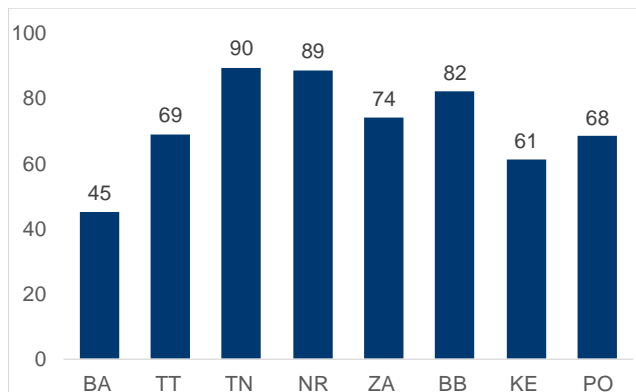
[http://www.nbs.sk/\\_img/Documents/\\_Rozhovory/2018/Vystupenie\\_guvernera\\_NB\\_S\\_J\\_Makucha\\_Prognozy\\_vyvoja\\_slovenskeho\\_a\\_europskeho\\_hospodarstva.pdf](http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Rozhovory/2018/Vystupenie_guvernera_NB_S_J_Makucha_Prognozy_vyvoja_slovenskeho_a_europskeho_hospodarstva.pdf)

Z grafu je zrejmé, že dnes sa poskytuje zhruba 1/4 úverov s pomerom DTI väčším ako 8. To znamená, že čisto teoreticky, keby ich NBS od leta zakázala úplne, tak by objem novoposkytnutých úverov klesol o štvrtinu. Od leta však bude možno poskytnúť až 20% hypoték s takýmto pomerom DTI a teda by nemalo dôjsť k okamžitému obmedzeniu a teda ani k šoku na trhu nehnuteľností. No predložená legislatíva počíta, že sa každým štvrtrokom tento objem úverov bude znižovať až na maličkých 5% úverov s DTI väčším ako 8

### Koho najviac zasiahne obmedzenie na DTI?

Podľa našich prepočtov to budú obyvatelia Bratislavského kraja. V tomto kraji je pomer medzi príjmami a cenami nehnuteľností najhorší. Keby sme zobrali priemerný plat pracujúceho človeka v Bratislavskom kraji, tak by si pri obmedzení 8 DTI mohol kúpiť 45m<sup>2</sup> bytu. V iných regiónoch je to podstatne viac – medzi 70-90 m<sup>2</sup>. Zároveň platí, že v Bratislavskom kraji je najviac poskytnutých úverov (takmer 40%), takže navrhované opatrenie naozaj najviac zhorší dostupnosť bývania v Bratislavskom kraji.

### Koľko m<sup>2</sup> bytu si môže kúpiť priemerný zamestnanec z hypotéky s DTI 8\*



\*Ide o hypotetický prepočet. Priemerná ročná čistá mzda v danom kraji za rok 2017 bola vynásobená 8 a následne vydelená priemernou cenou bývania (byty a domy spolu)

Zdroj: NBS, ŠÚ SR, Tatra banka RESEARCH

### **Čo ak ani uvedené opatrenia nebudú fungovať?**

Je celkom možné, že ani uvedená sada opatrení nespomalí rast úverov, resp. banky ich budú obchádzať a klienti radi využijú možnosti aké im banky ponúknu. Myslíme si, že v tom prípade NBS uvedené opatrenia NBS ešte viac sprísni. NBS svoj boj s rýchlo rastúcimi úvermi vyhrá. V mene zachovania výbornej finančnej stability slovenského bankového sektora to bude dôležité víťazstvo.

Autor: Juraj Valachy, senior ekonomický analytik, Tatra banka, a.s.

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

	27.4.2018				
<b>Eurozóna</b>	<b>0:00</b>	<b>06/2018</b>	<b>09/2018</b>	<b>12/2018</b>	<b>03/2019</b>
ECB kľúčová sadzba	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
Euribor 1M	-0,37	-0,40	-0,40	-0,35	-0,10
Euribor 3M	-0,33	-0,35	-0,35	-0,30	-0,05
Euribor 6M	-0,27	-0,30	-0,30	-0,20	0,05
Euribor 12M	-0,19	-0,20	-0,15	0,00	0,20
Nemecký bund 2Y	-0,56	-0,50	-0,50	-0,40	-0,20
Nemecký bund 5Y	-0,04	0,10	0,20	0,40	0,70
Nemecký bund 10Y	0,58	0,80	0,80	1,00	1,20

	27.4.2018				
<b>USA</b>	<b>0:00</b>	<b>06/2018</b>	<b>09/2018</b>	<b>12/2018</b>	<b>03/2019</b>
Fed funds	1,75	2,00	2,25	2,50	2,75
Libor 3M	2,36	2,50	2,75	3,00	3,20
T-Notes 5Y	2,80	2,90	2,90	3,00	3,30
T-Notes 10Y	2,97	3,20	3,00	3,20	3,40

	27.4.2018				
<b>Kľúčové sadzby centrálnych bánk</b>	<b>0:00</b>	<b>06/2018</b>	<b>09/2018</b>	<b>12/2018</b>	<b>03/2019</b>
Česká republika	0,00	0,75	1,00	1,25	1,25
Poľsko	0,00	1,50	1,50	1,50	1,75
Maďarsko	0,00	0,90	0,90	0,90	0,90

	27.4.2018				
<b>Devízové kurzy</b>	<b>0:00</b>	<b>06/2018</b>	<b>09/2018</b>	<b>12/2018</b>	<b>03/2019</b>
EUR/USD	1,21	1,26	1,28	1,30	1,32
EUR/CHF	1,20	1,18	1,20	1,22	1,23
EUR/CNY	7,65	7,94	8,32	8,58	8,71
USD/CNY	6,34	6,30	6,50	6,60	6,60
EUR/CZK	25,46	25,00	24,80	24,70	24,70
EUR/HUF	313	310	315	315	315
EUR/PLN	4,22	4,20	4,15	4,10	4,10
EUR/RON	4,66	4,65	4,70	4,70	4,70

<b>Ekonomika SR</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018f</b>	<b>2019f</b>
HDP, reálne ceny, % r/r	3,9	3,3	3,4	4,0	4,0
HDP, nominálne v mld. EUR	78,9	81,2	85,0	90,1	95,6
Spotreba domácností, reál. ceny, % r/r	2,3	2,6	3,7	3,5	3,2
Investície, reál. ceny, % r/r	19,8	-8,3	3,2	4,0	3,0
Priemyselná produkcia, % r/r	6,0	3,7	3,0	9,0	8,0
Zamestnanosť, ESA <sup>1</sup> % r/r	2,0	2,4	2,2	1,5	1,2
Nezamestnanosť, VZPS <sup>2</sup> , %	11,5	9,7	8,1	7,0	6,2
Nominálne mzdy, % r/r	2,9	3,3	4,6	4,5	4,5
Inflácia, priemer, % r/r	-0,3	-0,5	1,3	2,1	2,0
Inflácia, koniec obdobia, % r/r	-0,5	0,2	1,9	1,8	2,1
Ceny priemyselných výrobcov, % r/r	-4,2	-4,3	1,9	2,0	2,0
Deficit verejných financií, % HDP	-2,7	-1,7	-1,0	-1,5	-1,5
Verejný dlh, % HDP	52,3	51,8	50,9	50,9	49,5

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.