



# MESAČNÍK

FINANČNÉ SPRÁVY A ANALÝZY

JÚL 2022

## Témy mesiaca v skratke

- Už aj Európska centrálna banka začala dvíhať kľúčové krátkodobé úrokové sadzby: na júlovom zasadnutí rovno o 50 bázických bodov. Záporné úroky sú tak v eurozóne minulosťou.
- ECB tiež jednohlasne schválila nástroj na „ochranu prenosu menovej politiky“ (TPI). Pomoc problémovým krajinám však bude podmienená dodržiavaním pravidiel zodpovednosti.
- Ekonomika eurozóny v 2. štvrťroku ešte prekvapila svižným rastom, no leto a jeseň však môžu byť kvoli „blbej nálade“ a nedostatku plynu oveľa slabšie.
- Inflácia v menovej únii mohla v júli dosiahnuť svoj historický vrchol na úrovni 8,9%. Plyn a elektrina na európskych trhoch síce stále draželi, mnoho iných komodít však už zaznamenalo pokles cien.
- Slovenskú ekonomiku vzpruží piata automobilka, avšak efekt príde až o niekoľko rokov.
- EÚ sa dohodla na dobrovoľnom znížení spotreby zemného plynu o 15%. Hroziť môže aj väčšia potreba zníženia jeho používania.

## Očakávané udalosti

- 2.8. by Národná banka mala zverejniť ponukové ceny nehnuteľností v 2. štvrťroku. Podľa dát portálu nehnuteľnosti.sk domy a byty ďalej výrazne draželi. No do budúcnosti s vyššími úrokovými sadzbami už ani nemusia.
- 16.8. štatistickí zverejnia rýchly odhad vývoja HDP a zamestnanosti v 2. kvartáli. Ekonomický rast sa u nás mohol vplyvom vojny na Ukrajine a problémom dodávok takmer zastaviť. O deň na to zverejní Eurostat aj čísla za väčšinu ostatných krajín EÚ.
- V auguste ECB ani Fed podľa plánu nezasadajú, a tak budú svoje úrokové sadzby s najvyššou pravdepodobnosťou zvyšovať znova až v septembri.

## Trendy trhu

	aktuálne 1.8.2022	pred mesiacom 30.6.2022	medzimesačná zmena		začiatok roka 30.12.2021	YTD zmena	
EUR/USD	1,023	1,048	-2,39%	▼	1,133	-9,64%	▼
EUR/CZK	24,63	24,74	-0,46%	▼	24,86	-0,93%	▼
EURIBOR 3M	0,232	-0,195	0,43 p.b.	▲	-0,573	0,81 p.b.	▲
EURIBOR 12M	0,921	1,037	-0,12 p.b.	▼	-0,498	1,42 p.b.	▲
SK ŠD 10R VÝNOS	1,934	2,353	-0,42 p.b.	▼	0,142	1,79 p.b.	▲
DE ŠD 10R VÝNOS	0,818	1,336	-0,52 p.b.	▼	-0,177	1,00 p.b.	▲

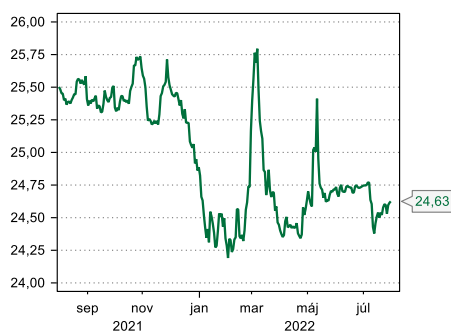
Zdroj: Bloomberg

## Predikcie

	aktuálne 1.8.2022	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
EUR/USD	1,023	1,03	1,04	1,05	1,07
EUR/CZK	24,63	24,70	24,90	25,30	25,10
EURIBOR 3M	0,232	0,68	1,11	1,52	1,57
EURIBOR 12M	0,921	1,79	2,19	2,35	2,18
SK ŠD 10R výnos	1,740	2,25	2,30	2,15	2,00
DE ŠD 10R výnos	0,818	1,30	1,40	1,30	1,20

Zdroj: Intesa Sanpaolo, VÚB Research

### EUR/CZK



Zdroj: Macrobond, Bloomberg

### EUR/USD



### 3M EURIBOR

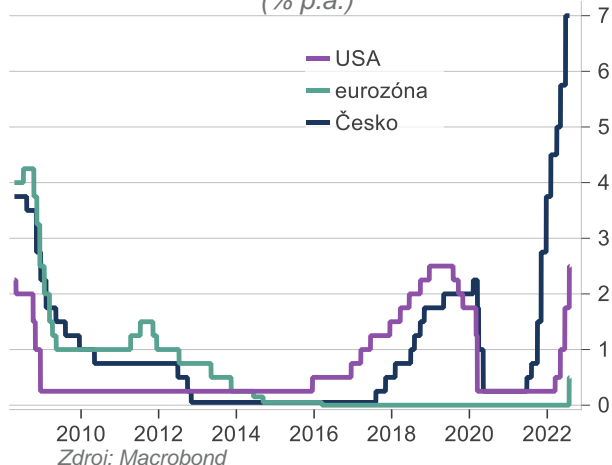


## Aj ECB už začala dvíhať úroky. Nemusí sa s nimi však dostať veľmi vysoko.

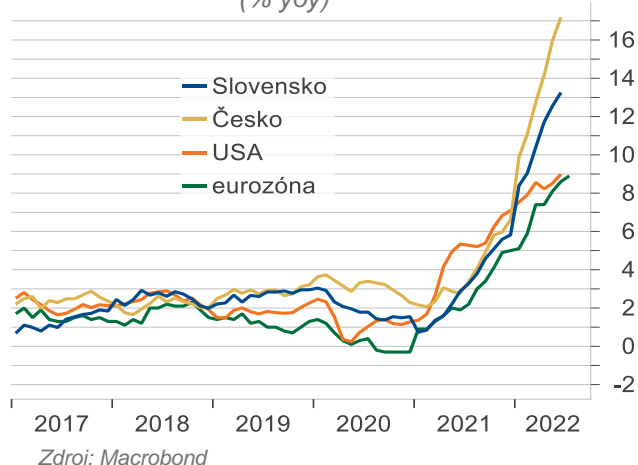
Dlho očakávaná udalosť v júli konečne nastala. Európska centrálna banka (ECB) na svojom zasadnutí 21.7. rozhodla o zvýšení základných krátkodobých úrokových sadzieb v eurozóne po prvýkrát od roku 2011, a to rovno o 50 bázických bodov. To je dvakrát viac, ako sa očakávalo po jej júnovom zasadnutí. Najnižšia, depozitná sterilizačná sadzba tak v eurozóne vzrástla z -0,5% p.a. na nulu, refinančná zasa z nuly na 0,5%. Záporné úrokové sadzby, ktoré menová úniu sprevádzali dlhé roky po finančnej a dlhovej kríze, sú tak veľmi rýchlo minulosťou. Kým ešte nedávno pred rozhodnutím ECB boli krátkodobé sadzby záporné až do splatnosti 6 mesiacov, dnes je to na medzibankovom trhu už len veľmi mierne záporné číslo len pri jednomesačnom euribore.

Frankfurt pristúpil k rýchlejšiemu dvíhaniu sadzieb ako sa očakávalo už v júli aj preto, že ročný rast cien v eurozóne v júni dosiahol až 8,6% (za júl predbežne 8,9%), čo je viac ako štvornásobok dvojpercentného inflačného cieľa. A o pol percentuálneho bodu viac ako v máji. Zároveň sa centrálna banka dokázala vyhnúť prípadným trhovým turbulenciám jednohlasným schválením takzvaného nástroja na ochranu prenosu menovej politiky (TPI, angl. transmission protection instrument). Ten bude pomáhať banke reagovať na prípadné špekulatívne pohyby na dlhopisových trhoch, ktoré budú z jej pohľadu odtrhnuté od fundamentov tej či onej konkrétnej ekonomiky. Vyššie sadzby by tak nemali spôsobiť turbulencie podobné tým počas dlhovej krízy v rokoch 2010 až 2015. ECB vo zvyšovaní úrokových sadzieb nasleduje iné menové autority po svete, ktoré v boji proti vysokej inflácii sprísňujú svoju menovú politiku už nejakú dobu, napríklad americký Fed (základná sadzba už 2,5%) či Česká národná banka (ČNB, sadzba už 7%).

**Graf 1: Základné úroky v USA, eurozóne a ČR**  
(% p.a.)



**Graf 2: Inflácia stále nepoľavuje**  
(% yoy)



## Začala sa šnúra zvyšovaní. Kam až úroky v eurozóne vystúpia?

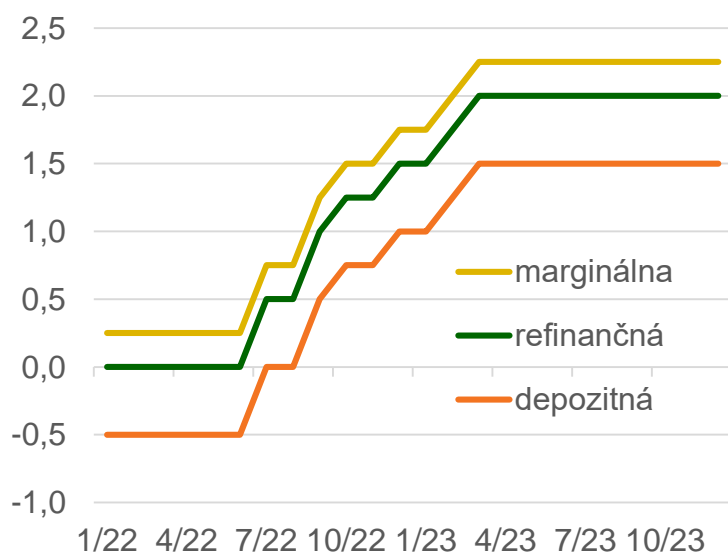
Začína sa tak rad zvyšovaní úrokov v menovej únii, ktorý bude prebiehať najbližšie obdobie zrejme na každom ďalšom zasadnutí centrálnej banky. Teda znovu zasa v septembri, kedy by ECB sadzby mohla dvihnúť o ďalších 25-50 bázických bodov. A potom do konca roka ešte koncom októbra či v polovici decembra.

Na rozdiel od Fed-u či ČNB by však ECB nemusela sadzby zvyšovať do budúceho roka až tak vysoko, ako iné, napríklad spomínané dve centrálné banky. V Európe na to dva hlavné dôvody: nižšia odhadovaná, takzvaná neutrálna úroková úroveň v pomalšie rastúcej eurozóne (odhaduje sa do 2%), a zároveň vyššia hrozba hospodárskeho spomalania až recesie v menovej únii, ktorá by nadol v budúcnosti mohla stiahnuť okrem ekonomickej aktivity a celkového dopytu aj dnes veľmi vysokú infláciu.

Aktuálne preto očakávame, že by hlavná európska refinančná sadzba mohla do začiatku roka 2023 vystúpiť z aktuálnych 0,5 na 2,0% p.a., teda už „len“ o 1,5 percentuálneho bodu. Finančné trhy sú dokonca ešte pesimistickejšie, koniec dvíhania vidia už okolo úrovne 1,1%. Fed by však mohol ísť nahor až na úroveň 4,25%. To by potom aj komerčné úrokové sadzby, napríklad na hypotékach či investičných úveroch, mohlo držať v menovej únii nižšie ako v iných krajinách, ktoré s infláciou bojujú citeľne vyššími, reštriktívnymi krátkodobými sadzbami.

Dlhodobé sadzby na tieto očakávania už počas júla aj reagovali, požadované výnosy 10-ročných dlhopisov od júna klesli, rovnako tak sadzby niekoľkoročných úrokových swapov, ktoré sa považujú za benchmark napríklad pri emisiách bankových dlhopisov (Graf 4 nižšie). Dopomohli k tomu aj nižšie dlhodobé (5Y5Y) inflačné očakávania.

**Graf 3: Predikcia základných sadzieb ECB do r. 2023**



**Graf 4: Dlhodobé úrokové miery sa už ukludnili**  
(desaťročné dlhopisy a päťročné swapy, %)

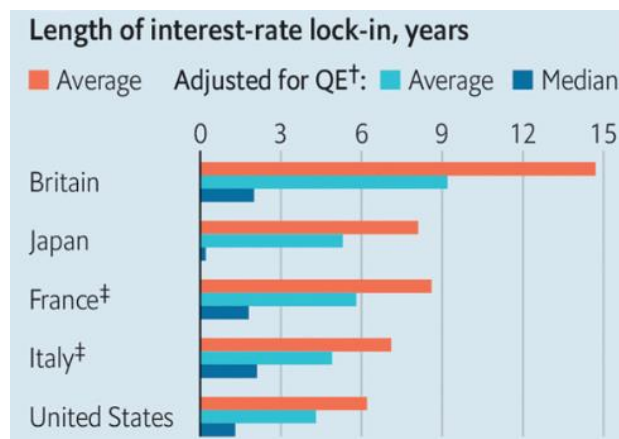


**Graf 5: Krajiny eurozóny s najvyšším spreadom voči Nemecku (10Y, bázičné body)**

Region	Yield	Spread
<b>Germany</b>	<b>0,840</b>	
Slovakia	1,761	101,0
Slovenia	1,860	108,4
Portugal	1,866	104,5
Spain	1,944	111,6
Latvia	2,237	153,1
Lithuania	2,600	201,3
Greece	2,946	214,5
Cyprus	2,957	212,4
Italy	3,066	223,8
Croatia*	3,096	234,1

Zdroj: Bloomberg k 29.7.2022 \* členom od 1.1.2023

**Graf 6: Priemerná a mediánová maturita štátneho dlhu sú rozdielne (roky)**



Zdroj: [The Economist](#)

Nižšie požadované výnosy na dlhopisoch naznačujú, že šok z rastu úrokových sadzieb smerom do nákladov na financovanie verejných dlhov by nemusel byť taký veľký. Aj keď v reálnej dlhovej službe sa prejaví skôr, ako by napovedala priemerná maturita emitovaných dlhopisov. Hlavným argumentom v tomto tvrdení je rozdiel medzi priemernou a mediánovou splatnosťou verejných dlhov, keď sa napríklad polovica objemného talianskeho dlhu refinancuje skôr ako o 7,7 roka, čo je jeho priemerná splatnosť (pre pár veľmi dlhodobých emisií). Najvyššie úroky musia v menovej únii aktuálne platiť Chorvátsko, Cyprus, Taliansko a Grécko (Graf 5 vyššie). Týždenník [The Economist](#) navyše upozorňuje aj na vplyv citeľnej časti verejných dlhov nakúpených ECB. Rastom úrokových sadzieb totiž klesá hodnota týchto cenných papierov, čo centrálnej banke môže vytvárať účtovnú stratu. Po započítaní tohto efektu tak môže byť premietnutie vyšších úrokov do bilancie celej verejnej sféry v realite ešte oveľa rýchlejšie (Graf 6 vyššie).

## Jednohlasne schválený TPI: krajiny budú musieť dodržiavať pravidlá

To by však tiež nemusel byť zásadný problém. Okrem zmeny úrokových sadzieb ECB jednohlasne schválila aj spomínaný nový nástroj v boji proti „fragmentácii“ menovej únie prostredníctvom príliš rozdielnych úrokových sadzieb na dlhopisoch jednotlivých členských krajín. Aj keď takzvané kvantitatívne uvoľňovanie centrálna banka ukončila, aby infláciu ďalej nepodporovala, vládne dlhopisy niektorých krajín môže nakupovať aj naďalej s cieľom stabilizovať rozpätia medzi úrokmi v rôznych štátoch - prostredníctvom nástroja TPI (angl. transmission protection instrument).

Stať sa tak má v prípade, že „neopodstatnené a neusporiadané trhové procesy budú predstavovať vážnu hrozbu pre prenos menovej politiky [do reálnej ekonomiky] v eurozóne“, teda ak by „jurisdikcie pocítovali zhoršenie podmienok financovania neodôvodnené ekonomickými fundamentami“ tej či onej krajiny. Aby nedochádzalo k znovu-uvoľneniu menovej politiky, bude ECB zároveň časť svojho portfólia v takýchto prípadoch zrejme aj predávať, aby bol konečný vplyv podporných opatrení na jej bilanciu v čistom nulový.

Prípadné podporné nákupy dlhopisov by však zároveň mohli vytvárať aj takzvaný morálny hazard, teda nedostatok motivácie viesť zodpovednú rozpočtovú politiku. Aby sa tento problém eliminoval, budú musieť príslušné krajiny dodržiavať všetky európske rozpočtové, makroekonomické i reformné pravidlá. Menovite pravidlá rozpočtovej zodpovednosti (štát nemôže byť v procedúre nadmerného deficitu), nebudú mať výrazné makroekonomické nerovnováhy (nemôže byť v procedúre nadmerných nerovnováh), ich dlh musí byť dlhodobý udržateľný (podľa správ Európskej komisie či Medzinárodného menového fondu) a budú tiež prijímať rozumné reformné opatrenia v súlade s Plánom obnovy a odporúčaniami takzvaného európskeho semestra. Okrem spustenia TPI môže ECB podobne flexibilne, teda v prospech dlhopisov vybraných krajín, najprv reinvestovať zdroje, ktoré jej budú plynúť z maturujúcich cenných papierov nakúpených v rámci pandemického programu PEPP.

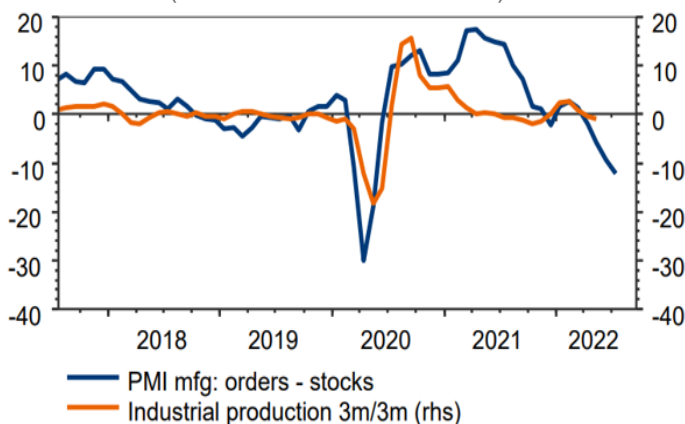
ECB na svojom zasadnutí tiež naznačila možnú budúcu zmenu v svojej politike TLTRO III, teda programe výhodných cielených dlhodobých pôžičiek bankám – tak, aby ich postupné splácanie nestálo v rovnomernej ceste sprísňovania menovej politiky. Išlo by zrejme najmä o rýchlejšie splácanie týchto extrémne výhodných pôžičiek (poskytnutých s úrokmi až do -1,0%). Naopak, bankám môže pomôcť prípadné zvyšovanie depozitnej sadzby na prebytočnú likviditu v ECB, ktorá by sa už na najbližšom zasadnutí mohla dostať do kladných čísel.

## 2. štvrt'rok bol v eurozóne ešte silný, no vrchol leta už prináša spomalenie

Zasadnutím ECB sa zároveň rozpadlo doterajšie usmerňovanie očakávaní o budúcom vývoji úrokových sadziieb (angl. forward guidance) a ďalšie nastavenie menovej politiky tak bude závisieť od konkrétnych dát medzi jednotlivými zasadnutiami výkonnej rady (bude takzvané „data-driven“). V druhom štvrtroku, prvom kvartáli ovplyvnenom vojnou na Ukrajine, pritom ešte eurozóna pokles hospodárskeho výkonu nezaznamenala. Podľa rýchleho odhadu jej HDP narástlo o slušných 0,7%, čo bolo v porovnaní s očakávaniami pozitívne prekvapenie. Nemecko ako najväčšia ekonomika menovej únie vykázalo síce stagnáciu (0,0%), pozitívne však prekvapilo Francúzsko (+0,5%), Taliansko (1,0%) i Španielsko (1,1%).

Výhľad na 3. a 4. štvrt'rok je však oveľa pochmúrnejší. Naznačujú to už júlové takzvané „mäkké“, náladové indikátory nálady firiem, napríklad indikátory nákupných manažérov (PMI) či nemecký index ifo, ktoré hovoria o znižovaní ekonomického výkonu, najmä v priemysle. Pre strednú Európu je pritom najdôležitejší vývoj práve v Nemecku ako najväčšom obchodnom partnerovi. Nemecké maloobchodné tržby poklesli už v júni - ato medziročne [o rekordných 9,8%](#), čo signalizuje definitívny koniec post-pandemickej euforickej nálady spotrebiteľov a náraz ich možností na tvrdú inflačnú stenu. Príjmy domácností v eurozóne jednoducho nestačia na vysokú infláciu a z úspor či na dlh sa dá spotreba udržiavať len určitú dobu.

**Graf 7: PMI indikujú recesiu v priemysle**  
 (dáta za eurozónu v bodoch)



Zdroj: Intesa Sanpaolo

**Graf 8: Očakávania nemeckého ifo indexu tiež**



Zdroj: inštitút ifo

## Centrálna banka medzi dvomi mlynskými kolesami

Európska centrálna banka sa tak v najbližšom období môže cítiť ako medzi dvomi mlynskými kameňmi. Na jednej strane bude musieť bojovať s vysokou infláciou, ktorú budú rekordné ceny energií a plynová kríza držať hore zrejme aj v budúcom roku (sama ECB prognózuje infláciu v roku 2023 na úrovni 3,5%). A na druhej strane sa ekonomika bude zrejme pohybovať niekde medzi stagnáciou a recesiou. ECB má síce na rozdiel od amerického Fedu len jeden cieľ – dvojpercentnú infláciu – no slabá ekonomika na rast cien vždy výrazne vplyva: spomaľuje ho. Členovia výkonnej rady tak budú musieť zvládnuť akési „povrazolezectvo“: aby infláciu porazili, ale aby ekonomiku neuvrhli do takej recesie, ktorá ju zasa zníži až pod cieľové dve percentá. Podobne sa to tejto centrálnej banke totiž „podarilo“ v rokoch 2011 a 2012.

Dobrou správou je, že inflácia v menovej únii mohla v júli už teoreticky dosiahnuť svoj vrchol na úrovni 8,9%. Priemer analytikov oslovených agentúrou Bloomberg aktuálne na 3. kvartál očakáva ročné tempo rastu spotrebiteľských cien už „len“ vo výške 8,7% a na záver roka 8,1%. Ešte o čosi optimistickejší si v centrálne našej materskej spoločnosti Intesa Sanpaolo, kde do decembra predpovedajú pokles inflácie na 7,6%. Centrálnej banke však nemôže stačiť, že sa inflácia pomaličky začala znižovať, tá musí klesnúť až na svoju cieľovú hodnotu dvoch percent. Inak hrozí ukotvenie vyšších očakávaní v mysliach ľudí a firiem do budúcnosti a teda pretrvávanie vysokého rastu cien aj v ďalších rokoch. Menová politika tak bude musieť byť pripravená aj na nepopulárne prísne vysoké úrokové sadzby, ktoré infláciu nakoniec určite skrotia. Snáď s čo najmenšími škodami na ekonomike Slovenska i jeho obchodných a investičných partnerov.



# Ďalšie správy ostatného mesiaca

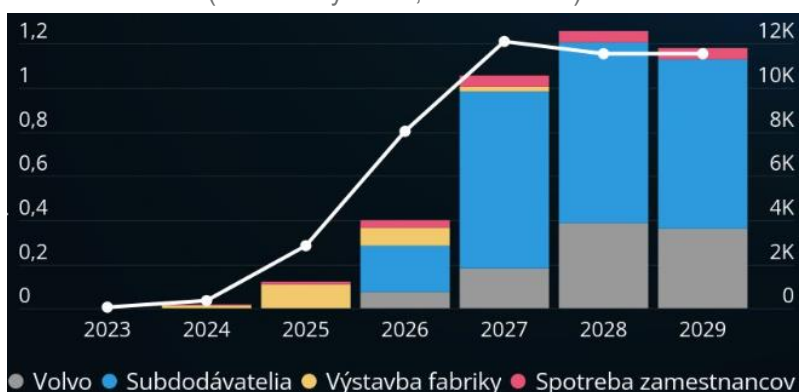
## Piata automobilka na Slovensku podporí HDP až o niekoľko rokov

Slovensko v júli získalo záväzok piateho automobilového závodu na svojom malom území. Potvrdili sa tak špekulácie o príchode švédskeho Volva, tentokrát po prvý raz na východ krajiny do priemyselného parku Valaliky pri Košiciach. Švédska značka by tam mala preinvestovať viac ako miliardu eur a priamo vytvoriť 3300 pracovných miest. Krajina si tak posilní prvý priečku vo výrobe automobilov v prepočte na jedného obyvateľa, tentokrát závozom na čisto elektrické vozidlá. Zároveň sa posilní aj miestny klaster dodávateľov komponentov do finálnej výroby. Príspevky k rastu HDP (podľa ministerstva financií kumulatívne 1,2%) a zamestnanosti (spolu do 12-tisíc miest, 0,4%) sa však reálne dostavia až spolu s výstavbou fabriky a po spustení výroby, čo očakáva najmä v rokoch 2025 až 2028.

Z krátkodobého hľadiska tak táto dobrá správa slovenskej ekonomike ešte veľmi nepomôže. Pri relatívne nízkej miere nezamestnanosti, ktorá do roku 2026 môže poklesnúť aj na nové historické minimum, môžeme tiež očakávať, že citeľná časť benefitov z nových pracovných miest poputuje pracovníkom zo zahraničia.

Dobrou správou je výroba čisto elektrických vozidiel, keďže od roku 2035 sa spaľovacie pohony v EÚ už predávať nebudú. Počet vyrobených automobilov na Slovensku sa od roku 2019 pohybuje okolo jedného milióna. Miestna produkčná kapacita sa tak novým závozom zvýši približne o štvrtinu.

Graf 9: Príspevky Volva k rastu HDP a zamestnanosti (% a tisícky miest, kumulatívne)

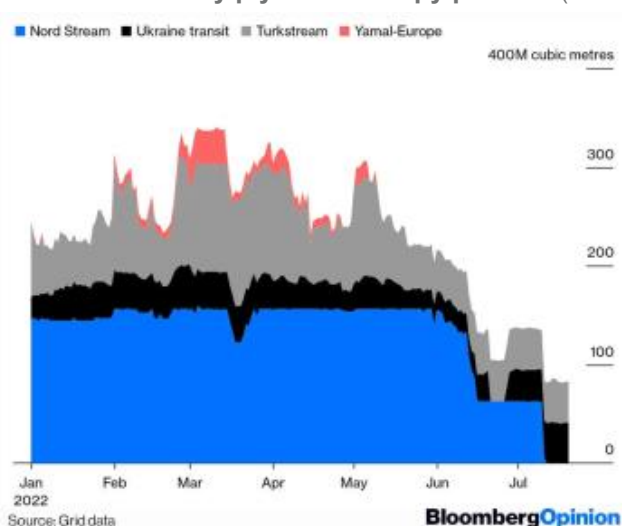


Zdroj: IFP, MinFin

## EÚ sa dohodla na znížení spotreby plynu, jeho ceny sú znova na maxime

Členské štáty Európskej únie sa pre pretrvávajúce nízke dodávky plynu z Ruska dohodli na dobrovoľnom znížení spotreby tejto komodity do budúcej jari o 15%. Ak by bolo potrebné aj väčšie zníženie, krajiny by medzi sebou aplikovali princíp solidarity, teda dodávok plynu z krajín, ktoré ho majú viac, tým, ktorým bude najviac chýbať. Dohoda prichádza po tom, čo Rusko zastavilo tok komodity cez plynovod Nordstream 1 najprv na desať dní úplne, oficiálne kvôli opravu, a potom jeho prevádzku obnovilo najprv na 40%-nej kapacite, aby tento tok znížilo len na 20%. Viacerým krajinám pritom Moskva pre podporu napadnutej Ukrajiny už plyn odstavila úplne. Aj keď mnohé komodity na svetových trhoch v júli už lacneli, európsky plyn a elektrina sa škriabali na ďalšie maximá.

Graf 10: Dodávky plynu do Európy poklesli (mil. m<sup>3</sup>)



Zdroj: Bloomberg

Podľa analýzy Bloomberg Economics by pätnásťpercentné zníženie plynu nemalo mať veľké dopady na európsku ekonomiku. HDP by mohlo znížiť „len“ o zhruba 0,4%, keďže dopyt z priemyslu je už dnes slabší a šetriace opatrenia by sa mohli sústrediť na zníženie výroby elektriny z plynu (a jej nahradenie elektrinou z uhlia), či o niečo slabším vykurovaním.

Pri aktuálnych nízkych dodávkach však možno Európa bude prinútená aj k väčším škrtom v spotrebe. To by už mohlo znamenať dražbu komodity pre priemyselné podniky a postihnúť výrobu kovov, cementu, chemický priemysel či výrobu plastov. V takom prípade by mohol pokles ekonomickej aktivity dosiahnuť 1,4 až 5%. Aktuálna európska cena zemného plynu aj za pomoci takýchto obáv koncom júla vystrelila k historickým maximám nad 200 eur za MWh.

## Makroekonomické indikátory a prognózy

		2020	2021	3Q21	4Q21	1Q22	IV.22	V.22	VI.22	2022F	2023F
<b>HDP</b>											
Reálny HDP	r/r % rast	-4,4	3,0	1,3	1,4	3,1	-	-	-	1,2	3,1
Nominálny HDP	r/r % rast	-2,1	5,5	4,3	5,2	9,3	-	-	-	7,2	8,4
Spotreba domácností	r/r % rast	-1,3	1,1	2,5	2,8	9,1	-	-	-	2,1	0,9
Spotreba verejnej správy	r/r % rast	0,9	1,9	-1,0	2,1	-0,4	-	-	-	-2,1	0,1
Tvorba hrubého fixného kapitálu	r/r % rast	-11,6	0,6	-1,9	6,0	6,4	-	-	-	-1,0	14,1
Vývoz	r/r % rast	-7,3	10,2	-3,0	1,6	-4,5	-	-	-	0,9	4,5
Dovoz	r/r % rast	-8,2	11,2	3,5	3,5	-1,3	-	-	-	0,7	4,9
<b>Inflácia</b>											
CPI	r/r % rast, priemer	2,0	3,2	3,9	5,5	9,3	11,8	12,6	13,2	11,8	8,2
CPI	r/r % rast, decem.	1,6	5,8	-	-	-	-	-	-	12,0	5,9
HICP	r/r % rast, priemer	2,0	2,8	3,4	4,8	8,5	10,9	11,8	12,5	11,3	8,2
Jadrová inflácia	r/r % rast, priemer	2,0	3,6	4,4	6,0	8,2	11,1	12,1	12,9	11,4	6,0
Ceny priemyselných výrobcov	r/r % rast, priemer	0,9	5,5	7,0	13,2	33,2	48,7	40,9	43,2	30,5	-9,4
<b>Vonkajšia bilancia</b>											
Bilancia zahr. obchodu - kumulatívna	mln. EUR	3317	1692	1668	1805	-1087	-1598	-1438	-	-3 305	-589
12M obchodná bilancia / HDP	%	3,0	1,7	3,0	1,9	-0,7	-1,4	-1,3	-	-3,2	-0,5
Vývoz	r/r % rast	-5,5	16,3	2,1	9,4	10,7	6,3	29,3	-	14,4	6,1
Dovoz	r/r % rast	-8,4	19,3	12,4	14,5	23,3	15,4	29,3	-	20,6	3,3
<b>Trh práce</b>											
Miera nezamestnanosti (ÚPSVaR)	priemer	6,8	7,5	7,4	6,7	6,8	6,5	6,4	6,3	6,3	5,3
Miera nezamestnanosti (VZPS)	priemer	6,7	6,8	6,8	6,6	6,4	-	-	-	6,4	5,8
Hrubá mesačná mzda	priemer v EUR	1133	1211	1185	1331	1212	-	-	-	1 296	1 399
Nominálna mesačná mzda	r/r % rast	3,8	6,9	6,5	6,9	7,8	-	-	-	7,0	8,0
Reálna mesačná mzda	r/r % rast	1,9	3,6	2,5	1,3	-1,4	-	-	-	-4,3	-0,2
<b>Produkcia, tržby a sentiment</b>											
Priemyselná produkcia	r/r % rast	-8,6	10,4	1,2	4,2	-1,4	-9,6	1,1	-	-2,2	5,0
Stavebná produkcia	r/r % rast	-9,6	-2,8	-1,9	1,0	1,7	-2,7	2,5	-	2,2	11,4
Maloobchodné tržby	r/r % rast	-1,0	1,4	3,0	2,4	16,0	9,5	7,8	-	3,7	1,1
Indikátor ekonomického sentimentu	body, s.o.	85,8	94,3	99,1	94,6	94,4	96,3	91,2	98,0	-	-
<b>Úrokové sadzby</b>											
ECB refinančná sadzba	koniec obdobia	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,50	2,00
3M EURIBOR	koniec obdobia	-0,55	-0,57	-0,55	-0,57	-0,46	-0,43	-0,34	-0,20	1,11	1,59
1R EURIBOR	koniec obdobia	-0,50	-0,50	-0,49	-0,50	-0,07	0,17	0,39	1,04	2,19	2,09
Výnos 10R SK štátneho dlhopisu	koniec obdobia	-0,52	0,14	0,13	0,14	1,26	1,74	1,99	2,35	2,30	2,40
Výnos 10R DE štátneho dlhopisu	koniec obdobia	-0,57	-0,18	-0,20	-0,18	0,55	0,94	1,12	1,34	1,40	1,60
<b>Výmenný kurz</b>											
EUR/USD	koniec obdobia	1,22	1,13	1,16	1,13	1,11	1,05	1,07	1,05	1,09	1,15
<b>Rozpočtová politika</b>											
Bilancia verejných financií, 4 kvartály	% HDP	-5,5	-6,1	-6,0	-6,1	-5,3	-	-	-	-4,3	-3,7
Dlh verejnej správy	% HDP	59,7	63,1	61,2	63,1	62,4	-	-	-	61,7	59,6

Tento materiál je pripravovaný odborom: Ekonomické analýzy, VÚB banka

### Hlavný ekonóm

Zdenko Štefanides

+421 2 5055 2567

zstefanides@vub.sk

### Makroekonóm

Michal Lehuta

+421 2 5055 2812

mlehuta1@vub.sk

### Predaj

Lukáš Žitný

+421 2 5055 9650

Róbert Jaselský

+421 2 5055 9630

Zuzana Šikulová

+421 2 5055 9620

Martin Lenko

+421 2 5055 9595

Lenka Dvorská

+421 2 5055 9610

Tento materiál bol pripravený VÚB bankou. Informácie a názory boli získané zo zdrojov, ktoré boli považované za spoľahlivé, avšak VÚB banka neposkytuje záruku za ich úplnosť a správnosť. Táto správa bola pripravená len na informačné účely a nie je určená ako ponuka alebo solícitácia na predaj alebo kúpu ktoréhokoľvek finančného produktu. Tento dokument môže byť reprodukován alebo publikovaný len s menom VÚB banka. Nemal by byť pokladaný za náhradu za vlastný úsudok. VÚB banka alebo ktorákoľvek iná osoba spojená s ňou môže využiť akýkoľvek materiál a/alebo informácie, na ktorých je tento materiál založený bez predošlého zverejnenia rovnakých materiálov a informácií pre klientov. VÚB banka a/alebo osoby s ňou spojené môžu mať z času na čas dlhé alebo krátke pozície vo vyššie zmienенých finančných produktoch.