



# MESAČNÍK

FINANČNÉ SPRÁVY A ANALÝZY

MAREC 2025

## Témy mesiaca v skratke

- Počas marca vstúpili do platnosti nové dovozné clá do USA, a dotknuté krajiny oznámili recipročné protipatrenia. Začiatkom apríla majú začať platiť ďalšie clá a obchodná vojna sa tak zrejme rozhorí naplno.
- Obchodné vojny nemávajú víťazov, len porazených, keďže každá dodatočná bariéra v medzinárodnom obchode zhoršuje možnosti výrobcov aj spotrebiteľov
- Slovensko môže z krajín EÚ stratiť najviac, pri plnej obchodnej vojne 3 až 4% HDP v priebehu niekoľkých rokov
- EÚ by mohla reagovať užšou spoluprácou s ostatnými krajinami a hlbšou integráciou vlastného jednotného trhu
- Míľnikom môžu byť budúcoročné voľby v USA, kde pri negatívnych efektoch môžu Republikáni čeliť riziku straty poslaneckej väčšiny v Kongrese
- Nemecko a Európa uvoľňujú kvôli obrane svoje rozpočtové pravidlá, výnosy dlhopisov to popchlo nahor
- V januári sa výrazne prepadla slovenská priemyselná produkcia i maloobchodné tržby

## Očakávané udalosti

- 2. a 3. 4. by mali vstúpiť do platnosti ďalšie clá na dovozy do USA: 25%-né clá na dovoz áut a takzvané „recipročné clá“, ktoré majú dorovnávať finančné bariéry importu do iných krajín
- 17.4. zasadá k menovej politike ECB. Tá môže znovu znížiť základnú depozitnú sadzbu o 25 bázických bodov na 2,25%. Americký Fed k úrokom zasadá až začiatkom mája.
- 17.4. a 22.4. slovenskí štatistici a Eurostat zverejnia vývoj bilancie verejných financií a hrubých verejných dlhov za 4. štvrťrok 2024. Slovensko môže za celý vlaňajšok zaknihovať najväčší deficit od roku 2010, čakáme ho okolo úrovne 5,5% HDP.

## Trendy trhu

	aktuálne 31.3.2025	pred mesiacom 28.2.2025	medzimesačná zmena		začiatok roka 31.12.2024	YTD zmena	
EUR/USD	1,082	1,038	4,33%	▲	1,035	4,54%	▲
EUR/CZK	24,98	25,07	-0,37%	▼	25,20	-0,91%	▼
EURIBOR 3M	2,328	2,464	-0,14 p.b.	▼	2,714	-0,39 p.b.	▼
EURIBOR 12M	2,324	2,394	-0,07 p.b.	▼	2,46	-0,14 p.b.	▼
SK ŠD 10R VÝNOS	3,530	3,274	0,26 p.b.	▲	3,36	0,17 p.b.	▲
DE ŠD 10R VÝNOS	2,683	2,406	0,28 p.b.	▲	2,367	0,32 p.b.	▲

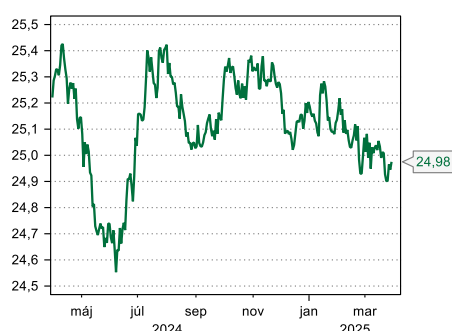
Zdroj: Bloomberg

## Predikcie

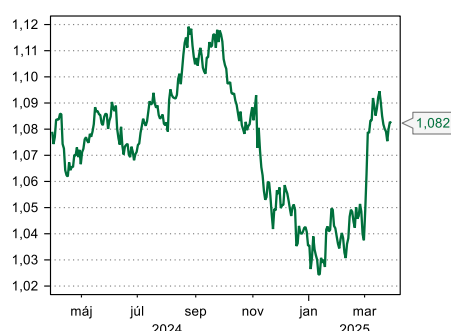
	aktuálne 31.3.2025	predikcie pre koniec kvartálu			
		2Q25	3Q25	4Q25	1Q25
EUR/USD	1,082	1,07	1,06	1,05	1,05
EUR/CZK	24,98	25,00	24,95	24,85	24,80
EURIBOR 3M	2,328	2,10	2,01	2,00	2,02
EURIBOR 12M	2,324	2,18	2,23	2,24	2,21
SK ŠD 10R výnos	3,530	3,60	3,80	3,90	4,00
DE ŠD 10R výnos	2,683	2,80	2,90	3,00	3,10

Zdroj: Bloomberg, Intesa Sanpaolo, VÚB Research

### EUR/CZK



### EUR/USD



### 3M EURIBOR



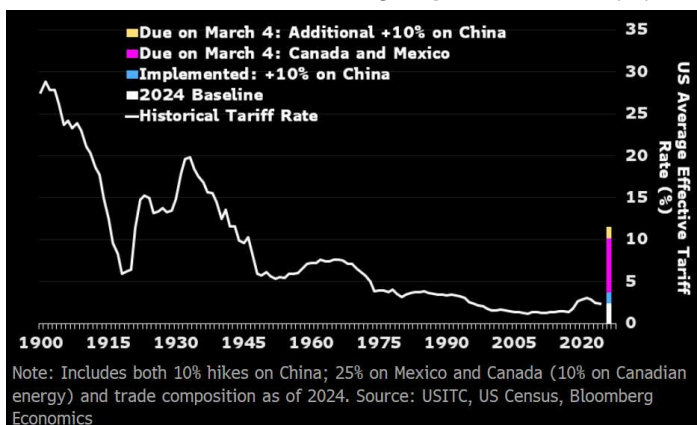
Zdroj: Macrobond, Bloomberg

## D. Trump spúšťa obchodnú vojnu. Tie nezvyknú mať víťazov – len porazených.

Svetový zahraničný obchod, na ktorom stojí globalizácia a významná časť hospodárskeho rastu od revolúcií v roku 1989, sa v posledných týždňoch začína zásadne meniť. Počas marca vstúpili do platnosti nové colné bariéry v obchode so Spojenými štátmi a tiež prvé odvetné opatrenia. Najprv išlo o ďalších 10% do ciel na dovozy z Číny a 25%-né tarify na zhruba polovicu importov z Mexika a Kanady. Potom prišli na rad 25%-né prirážky pre dovoz ocele a hliníka a ohlásenie protipatrení proti americkým dovozom zo strany spomínaných krajín, tentoraz aj Európskej únie. Navyše, 2. apríla majú skončiť výnimky pre zvyšok mexických a kanadských dovozov a zároveň začať platiť 25%-né clá na dovozy áut do USA. Tým sa finančné obchodné bariéry Spojených štátov, svetovej hospodárskej jednotky, dostanú na úroveň naposledy zaznamenanú v 40. rokoch minulého storočia (pozri graf na ďalšej strane). Navyše, Donald Trump prisľúbil ďalšie „recipročné“ clá na dovozy z krajín, ktoré majú vyššie obchodné bariéry či prebytok zahraničného obchodu s tovarmi s USA, clá na farmaceutické výrobky či polovodiče, a pohrozil ďalšími clami na krajiny a firmy, ktoré dovážajú venezuelskú či ruskú ropu a tiež clom na dovoz medi. Ani tie určite nezostanú bez povšimnutia od dotknutých krajín, ktoré sa budú snažiť Spojené štáty „potrestať“ zasa prirážkami na niektoré ich vývozy.

Zdá sa, že sa tak rozbieha silná obchodná vojna s potenciálne veľkými negatívnymi dopadmi pre celý svet. Okrem opatrení USA a protipatrení dotknutých krajín totiž možno s postupom očakávať ďalšie, takzvané ochranárske politiky, keďže toky zahraničného obchodu sa budú snažiť presmerovať spolu s tým, ako vývozcovia budú pre svoje tovary hľadať nové odbytišťa. To môže tlačiť na doteraz existujúci status quo a primäť politikov po celom svete k ďalším clám, kvótam či zákazom dovozov, aby svoj trh ochránili pred tzv. dumpingom.

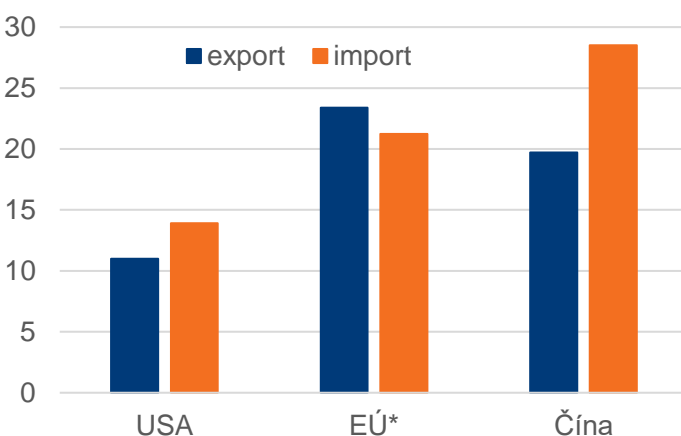
Graf 1: Finančné bariéry importu do USA (%)



Note: Includes both 10% hikes on China; 25% on Mexico and Canada (10% on Canadian energy) and trade composition as of 2024. Source: USITC, US Census, Bloomberg Economics

Zdroj: Bloomberg Pozn.: Zhruba polovica ciel na Mexiko a Kanadu bola odložená na začiatok apríla.

Graf 2: Dôležitosť zahraničného obchodu (% HDP)



Zdroj: Svetová banka, Eurostat \*bez vnútorného obchodu v EÚ

Spolu s tým sa znovu vynára ekonomický nacionalizmus, napríklad výzvy na kupovanie len domácich výrobkov, ktorý môže prispieť k ďalšiemu zhoršeniu medzinárodných hospodárskych vzťahov. A tak uškodí krajinám, ktoré sú na zahraničnom obchode závislé najviac. Aj keď najviac môžu podľa analýz utrpieť ekonomiky susedov USA, teda Kanady a Mexika, ktoré do USA vyvážajú relatívne najviac, z troch veľkých svetových blokov: USA, EÚ a Čína je v dôležitosťi zahraničného obchodu na strane exportu najviac zraniteľná Európska únia (Graf 2 vyššie). A v rámci EÚ najviac malé, exportne, priemyselne a automobilovo orientované krajiny ako Slovensko.

## Vyššia inflácia, nižšia produktivita práce, teoreticky nižšie úroky...

Priame dôsledky prirážok na zahraničné dovozy sú podobné ako pri vyššom zdaňovaní produktov: zvyšujú ceny pre výrobcov aj spotrebiteľov. V prípade, že zahraničný dovozca clo premietne do konečnej ceny, ide o infláciu zahraničných produktov. V druhom prípade, keď zahraničný dovozca prestane do USA (či akejkoľvek inej krajiny, ktorá zavádza clá) dovážať, ide o infláciu miestnych produktov, keďže firmy a rodiny musia siahnuť po iných tovaroch, ako boli zvyknutí doteraz. Čiastočne môže nastať aj efekt zníženia predajnej marže dovozcov, no tento efekt zrejme nebude veľký, keďže každý podnikateľ si svoju ziskovosť dobre stráži.

Drahšie spotrebiteľské tovary a vstupné komponenty do výroby pri rovnakých výrobných technológiách firiem znamenajú pokles reálnej produktivity práce, reálnych príjmov a tým aj životnej úrovne. V USA najmä u nižšie príjmových skupín: podľa výskumnej spoločnosti Yale Budget Lab môžu nízko príjmové domácnosti pre prvú vlnu cieľ na Čínu, Mexiko a Kanadu zaznamenať až 2,5%-ný pokles disponibilných príjmov, najlepšie zarábajúci „len“ 0,9%-ný. Preto možno vplyv cieľ v krajine, ktorá ich zavádza, označiť všeobecne za stagflačný: zvyšujú infláciu a znižujú hospodársky rast. A to nie len v USA, ale aj v prípade odvetných cieľ dotknutých krajín, vrátane Európskej únie.

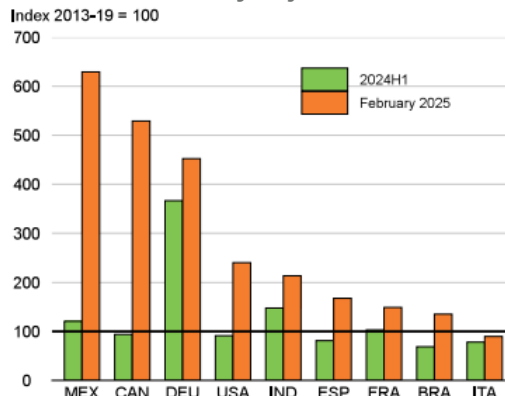
V takej situácii je otázkou, ako by mala na nový vývoj správne reagovať centrálna banka. Vyššia inflácia by ju tlačila smerom k držaniu vyšších ako neutrálnych úrokov, nižší rast a zamestnanosť naopak k podpore hospodárstva uvoľnením menových kohútikov. Keď ekonómovia študovali čisto vplyv na spoločenský blahobyť, vyšla im ako optimálna menová politika skôr tá druhá – podporná. Zatiaľ však očakávame, že tento vplyv na sadzby môže teoreticky prevážiť skôr v Európe, naopak v USA počítame skôr s vyčkávaním, a teda neznižovaním sadzieb Federálneho rezervného systému. Aspoň v najbližších mesiacoch.

Graf 3: Dlhodobé inflačné očakávania v USA



Zdroj: University of Michigan, Bloomberg

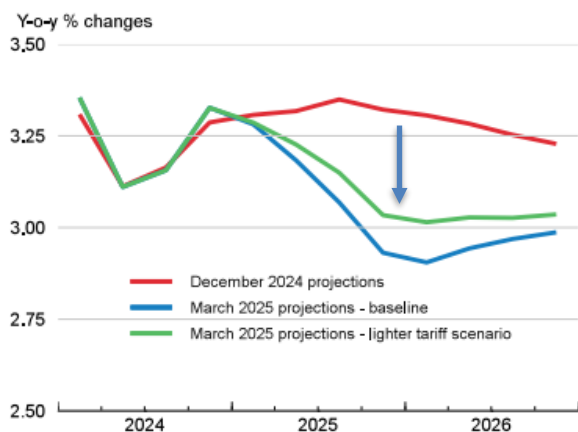
Graf 4: Nárast neistoty najmä u susedov a v Nemecku



Zdroj: OECD, policyuncertainty.com

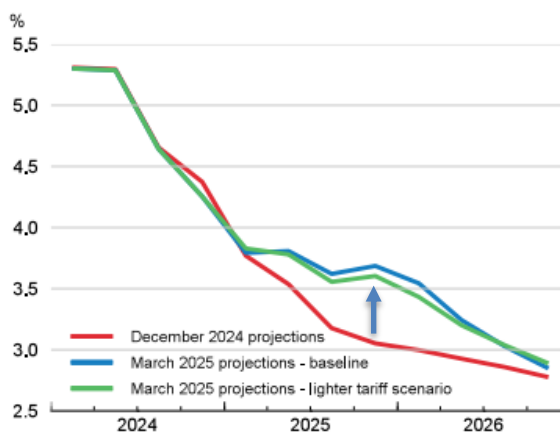
Modelové stagflačné dopady začínajúcej obchodnej vojny vidno aj na marcovej zmene makroekonomických prognóz organizácie OECD. Tá svoj odhad svetového hospodárskeho rastu v strednom scenári znížila zo zhruba 3,3% na spomalenie až k 2,9% na prelome tohto a budúceho roka (Graf 5). Opačne očakávanie priemernej svetovej inflácie zasa zvýšila z ďalšieho poklesu k 3,0% na zhruba 3,6% koncom tohto roka (Graf 6, modrá krivka).

Graf 5: Zmena očakávaného rastu svetového HDP



Zdroj: OECD World Economic Outlook

Graf 6: Zmena očakávanej svetovej inflácie



Zdroj: OECD World Economic Outlook

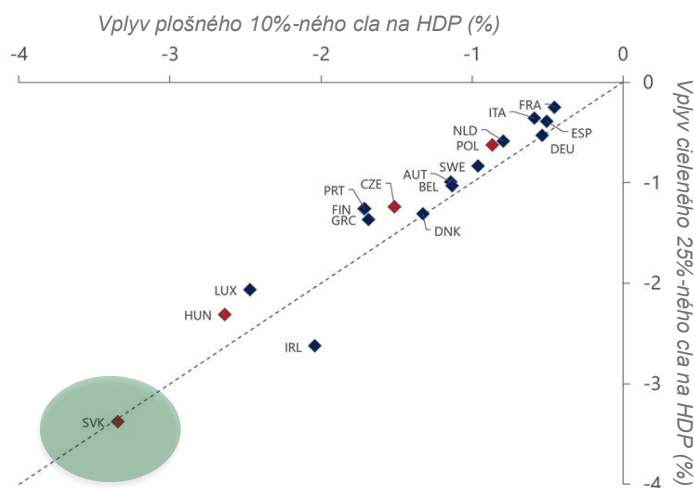
## V prípade ďalšej eskalácie môže svetová ekonomika stratiť až bilión

Sú však aj ešte horšie scenáre budúcnosti – v prípade, že by obchodná vojna ďalej eskalovala, napríklad prostredníctvom špirály spomínaných „recipročných“ ciel USA a ďalších odvetných opatrení ich obchodných partnerov. Štúdia ekonómov z britskej univerzity v Astone odhadla, že 25%né plošné americké clá opätované všetkými ostatnými krajinami by z výkonu svetovej ekonomiky mohli ukrojiť až 1,4 bilióna dolárov, teda viac ako jedno percento. V EÚ by najviac utrpelo Írsko s významnými farmaceutickými exportami do USA. To už by bola obdoba obchodnej vojny v 30. rokoch minulého storočia, ktorá významne prehĺbila Veľkú hospodársku krízu.

Realistickejšie scenáre nasimulovala spoločnosť Oxford Economics, ktorej globálny makroekonomický model využívajú mnohé výskumné inštitúcie, vrátane nás. Malé otvorené ekonomiky Strednej a východnej Európy v nich utrpia zhruba dvakrát väčší pokles ekonomickej aktivity, ako je priemer eurozóny. Čiastočnú úľavu môže niektorým krajinám poskytnúť oslabenie výmenného kurzu, no to sa však netýka členov menovej únie, vrátane Slovenska. Naopak, podľa výsledkov modelu Oxford Economics bude Slovensko trpieť zo všetkých krajín najviac (Graf 7 nižšie), keď by bol náš HDP voči scenáru nezmenených politík v prípade trvalých ciel nižší až o 3-4%.

To súvisí aj s významnosťou nášho automobilového priemyslu a jeho exportov. Do USA smeruje priamo takmer každé 10. auto vyrobené u nás, z celkového exportu v bežných cenách to bolo vlani 11%. Týmto exportom sa budú len ťažko nachádzať nové trhy, keďže ide o luxusnejšie modely a nové odbytišťa budú hľadať prakticky všetky automobilky. No ešte väčší môže byť nepriamy negatívny efekt na slovenský priemysel (a následne aj služby) cez pokles exportov našich najvýznamnejších obchodných partnerov: Nemecka a vyšehradských susedov. Trpieť tak budú aj mnohí dodávatelia. Z celej EÚ tvorili vlani vývozy áut do USA až 25 %, pričom najväčšími producentami boli spomínané Nemecko, nasledované Španielskom, Českom, Slovenskom a Francúzskom. Škodiť nám bude pritom aj samotná neistota, ktorá investorom bráni v rozhodnutiach o nových investíciách. Napokon, ani na začiatku apríla presne nevieme, presne aké clá administratívna Donalda Trumpa najbližšie dni zavedie.

Graf 7: Slovensko zrejme bude trpieť v EÚ najviac



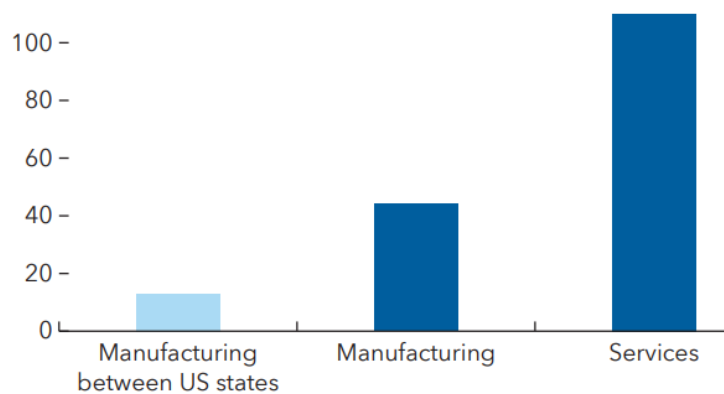
Zdroj: Oxford Economics

Efekt samotnej neistoty Oxford Economics odhaduje v našom regióne na -0,4% HDP. Spolu s reálnymi dopadmi na predaje a zákazky firiem to potom môže znamenať aj celkom značné negatívne dopady na zamestnanosť. Národná banka Slovenska ich v najnovších makroprognózach vyčíslila na **-20-tisíc** pracovných miest (v čistom), írsky vláda v populačne podobnej krajine efekt odhadla až na -50-80-tisíc pracovných miest. Pozitívnu správou pre možno čoskoro prepustených je zatiaľ rekordný počet voľných pracovných miest. Úrady práce na Slovensku ich koncom februára registrovali viac ako 101-tisíc. Miera nezamestnanosti by tak nemusela narásť o plný počet budúcich prepustených.

## Pomôcť môže prehľbovanie vzťahov s inými krajinami, ale aj v EÚ

Celkom isté však je, že mnohí exportéri budú hľadať pre svoje výrobky nové trhy a odbytišťa. Keďže však budú rovnako postupovať aj ostatní, môže to byť značnou výzvou. Mnohí tak možno budú nútení svoju výrobu meniť, čeliť konkurencii znižujúcej ceny, či dokonca utlmovať. Nápomocné však môžu byť obchodné dohody s inými partnermi EÚ, ako sú Spojené štáty. V ostatnom období išlo o obchodnú dohodu s Kanadou (CETA) a s krajinami Latinskej Ameriky (Mercosur). Tie však ešte stále v národných parlamentoch neratifikovali všetky členské krajiny a teda v plnom znení stále nevstúpili do platnosti. Únia by tiež mohla prehliť svoje vzťahy so svojim bývalým členom – Spojeným kráľovstvom, ktoré sa snaží svoje podmienky s EÚ tiež nanovo prehodnotiť. Teoretickou príležitosťou pre našich výrobcov by mohli byť aj rozdiely v colných sadzbách medzi krajinami, ktoré by teoreticky umožňovali nahradiť exportérov s vyššími colnými sadzbami aj priamo na trhu USA. Ďalšou možnosťou je prehľbovanie samotného európskeho trhu, ktorý má sám medzi členskými krajinami najmä kvôli rôznorodej legislatíve relatívne veľké bariéry, najmä v cezhraničnom poskytovaní služieb.

**Graf 8: Implicitné bariéry medzinárodného obchodu v rámci EÚ**  
(ekvivalent ciel v %)



Zdroj: [Medzinárodný menový fond](#)

# Ďalšie správy ostatného mesiaca

## Nemecko a Európa uvoľňujú kvôli obrane svoje rozpočtové pravidlá

Dopad dez-angažovania zahraničnej politiky USA na Ukrajinu a v Európe všeobecne zvýšila potrebu výdavkov na obranu krajín starého kontinentu. V nemeckej, ale aj európskej rozpočtovej politike tak dochádza k zásadným zmenám umožňujúcim vyššie deficity a dlhy kvôli novým výdavkom na zbrojenie či infraštruktúru. V Nemecku ide o balík 500 miliárd eur, EÚ vytvorí nový spoločný dlh v objeme 150 miliárd eur a zároveň uvoľní členským štátom pravidlá Paktu stability a rastu. Výdavky na obranu by mohli vzrásť z aktuálne cieľných 2% na 3,5% HDP a popchnúť aj európsku ekonomiku, čo by znamenalo možno ďalších 650 miliárd eur.

Tieto správy a očakávania začiatkom marca posunuli výnosy štátnych dlhopisov, ale aj dlhodobé medzibankové sadzby (úrokové swapy) citeľne nahor. Nemecké 10-ročné výnosy sa dostali blízko k svojej najvyššej úrovni od roku 2011, teda na úroveň 2,9%. Spolu s tým rástli aj výnosy slovenských štátnych papierov, no rozdiel voči Nemecku sa nijako významne nezmenil, ostáva okolo 80 bodov. Potvrďuje sa tak náš predpoklad, že dlhodobé úrokové benčmarky nebudú klesať ruka v ruku so znižovaním krátkodobých sadzieb ECB, čo negatívne ovplyvní aj dlhodobé komerčné sadzby, napríklad na hypotékach. V marci pritom depozitná sadzba centrálnej banky klesla o ďalších 25 bodov na 2,5%. Do júna očakávame ešte jej ďalšie dve zníženia na 2,0%, no dlhodobé sadzby by mohli ostať blízko svojich súčasných úrovní a do konca roka možno ešte mierne narásť.

Graf 9: Dlhodobé úrokové benčmarky (% p.a.)

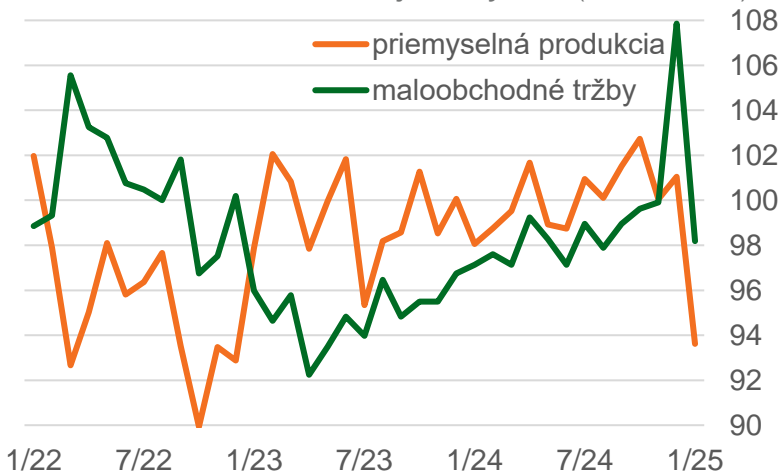


Zdroj: Bloomberg

## Januárové maloobchodné tržby i priemyselná produkcia silno poklesli

Výsledky hospodárskej aktivity na Slovensku za január neboli vôbec dobré. Dva azda najdôležitejšie indikátory - priemyselná produkcia i maloobchodné tržby - sa voči decembru výrazne prepadli. Nemalo by to však znamenať zásadný ekonomický problém. Za prvé, maloobchod len korigoval efekt predzásobenia domácností v decembri 2024 a pod novembrovou úrovňou sa tak pohyboval o menej než 2%. To zrejme negatívne ovplyvní aj celý 1. štvrtrok 2025 v porovnaní so záverom vlaňajška, no na celoročnej úrovni stále očakávame mierny rast tak maloobchodných tržieb ako aj spotreby domácností. Napriek konsolidačným opatreniam by totiž mohla stále mierne rásť aj priemerná reálna mzda pri zhruba stabilnom objeme zamestnanosti.

Graf 10: Index ekonomickej aktivity v SR (1/2020 = 100)



Zdroj: ŠÚSR, Macrobond, VÚB

Januárový prepád priemyselnej produkcie, voči decembru a po očistení o počet pracovných dní i sezónne vplyvy o viac ako 6%, zasa súvisí s poklesom energetickej výroby a hutníctva. Naopak automobilkám, ale i reálnemu exportu sa tak zle nedarilo. Indikátor ekonomického sentimentu v priemysle síce klesol aj vo februári, nie je však ešte pod dlhodobým trendom a objednávky na novú výrobu v januári medziročne narástli o 4,3%. Je tak možné očakávať, že február a marec môžu byť v priemysle relatívne silné – aj pre hrozbu aprílového zavedenia ciel zo strany USA a teda predzásobovanie amerických klientov európskymi produktami. Od apríla potom môže dôjsť k útlmu vývozov do USA a teda aj súvisiacej priemyselnej produkcie, napríklad spomínaných automobiliek a ich dodávateľov.

## Makroekonomické indikátory a prognózy

		2023	2024	2Q24	3Q24	4Q24	XII.24	I.25	II.25	2025F	2026F
<b>HDP</b>											
Reálny HDP	r/r % rast	1,4	2,0	2,0	1,2	1,8	-	-	-	1,1	2,0
Nominálny HDP	r/r % rast	11,7	5,7	6,5	3,5	4,8	-	-	-	4,7	4,7
Spotreba domácností	r/r % rast	-3,1	2,6	2,5	1,5	2,7	-	-	-	0,8	2,1
Spotreba verejnej správy	r/r % rast	-3,0	3,6	5,6	0,9	2,1	-	-	-	1,1	0,9
Tvorba hrubého fixného kapitálu	r/r % rast	16,6	-4,1	4,4	-8,0	-11,5	-	-	-	0,5	4,5
Vývoz	r/r % rast	-0,7	1,0	3,6	-0,2	0,0	-	-	-	1,0	2,8
Dovoz	r/r % rast	-7,7	2,5	7,0	-0,3	-0,1	-	-	-	0,6	2,8
<b>Inflácia</b>											
CPI	r/r % rast, priemer	10,5	2,8	2,1	2,7	3,0	2,9	3,9	3,8	4,0	3,4
CPI	r/r % rast, decem.	5,9	2,9	-	-	-	-	-	-	3,9	3,5
HICP	r/r % rast, priemer	11,1	3,1	2,5	3,1	3,5	3,1	4,2	4,1	4,2	3,5
Jadrová inflácia	r/r % rast, priemer	11,5	2,6	2,1	2,1	2,5	2,3	2,7	2,7	3,1	2,4
Ceny priemyselných výrobcov	r/r % rast, priemer	13,9	-10,1	-11,4	-8,7	-8,9	-7,1	-2,5	2,4	1,3	2,0
<b>Vonkajšia bilancia</b>											
12-mesačná obchodná bilancia / HDF %		3,7	2,5	3,7	3,0	2,5	2,5	1,8	-	2,5	3,1
Vývoz	r/r % rast	5,5	-1,7	-2,2	-0,9	3,7	2,4	1,2	-	3,2	5,1
Dovoz	r/r % rast	-3,1	-0,6	0,4	2,7	6,1	7,3	12,8	-	3,2	4,4
<b>Trh práce</b>											
Miera nezamestnanosti (ÚPSVaR)	priemer	5,3	5,0	5,0	5,0	4,9	5,0	5,1	4,9	4,9	4,9
Miera nezamestnanosti (VZPS)	priemer	5,9	5,3	5,2	5,4	5,2	-	-	-	5,3	5,1
Hrubá mesačná mzda	priemer v EUR	1430	1524	1520	1484	1643	-	-	-	1 599	1 680
Nominálna mesačná mzda	r/r % rast	9,6	6,6	7,1	5,8	4,7	-	-	-	5,0	5,1
Reálna mesačná mzda	r/r % rast	-0,9	3,7	4,9	3,0	1,6	-	-	-	0,9	1,6
<b>Produkcia, tržby a sentiment</b>											
Priemyselná produkcia	r/r % rast	1,8	-0,5	-0,7	2,8	0,3	-0,1	-5,2	-	0,0	3,3
Stavebná produkcia	r/r % rast	1,1	-5,0	-1,5	-11,0	0,3	4,3	7,2	-	2,2	3,4
Maloobchodné tržby	r/r % rast	-4,5	4,5	5,3	3,6	6,7	10,1	0,8	-	0,1	2,1
Indikátor ekonomického sentimentu	body, s.o.	91,0	98,3	98,6	100,6	94,3	101,1	97,2	-	-	-
<b>Úrokové sadzby</b>											
ECB depozitná sadzba	koniec obdobia	4,00	3,00	4,00	3,50	3,00	3,00	2,75	2,75	2,00	2,00
3M EURIBOR	koniec obdobia	3,91	2,71	3,71	3,28	2,71	2,71	2,59	2,46	2,00	2,02
1R EURIBOR	koniec obdobia	3,51	2,46	3,58	2,75	2,46	2,46	2,52	2,39	2,08	2,14
Výnos 10R SK štátneho dlhopisu	koniec obdobia	3,18	3,36	3,70	3,30	3,36	3,36	3,37	3,27	3,90	4,20
Výnos 10R DE štátneho dlhopisu	koniec obdobia	2,02	2,37	2,50	2,12	2,37	2,37	2,46	2,41	2,80	3,10
<b>Výmenný kurz</b>											
EUR/USD	koniec obdobia	1,10	1,04	1,07	1,11	1,04	1,04	1,04	1,04	1,05	1,07
<b>Rozpočtová politika</b>											
Bilancia verejných financií, 4 kvartály	% HDP	-5,2	-5,5	-5,5	-4,6	-5,5	-	-	-	-4,9	-4,3
Dlh verejnej správy	% HDP	56,1	59,8	60,4	60,3	59,8	-	-	-	61,8	63,5

Zdroje: ŠÚ SR, Eurostat, ÚPSVaR, Bloomberg, Intesa Sanpaolo, VÚB

Tento materiál je pripravovaný Oddelením ekonomického prieskumu VÚB banky

### Hlavný ekonóm

Zdenko Štefanides +421 904 755 017 zstefanides@vub.sk

### Makroekonom

Michal Lehuta +421 917 743 380 mlehuta1@vub.sk

### Predaj

Lukáš Žitný +421 2 5055 9650

Martin Lenko +421 2 5055 9595

Andrej Orolin +421 2 5055 9610

Zuzana Holeščáková +421 2 5055 9630

Adriana Pristach Somorovská +421 904 756 676

Tento materiál bol pripravený VÚB bankou. Informácie a názory boli získané zo zdrojov, ktoré boli považované za spoľahlivé, avšak VUB 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 zmienených finančných produktoch.