Autori:
Zdenko Štefanides I Hlavný ekonóm
Michal Lehuta I Makroekonóm

VÚB BANKA

MESAČNÍK

FINANČNÉ SPRÁVY A ANALÝZY | OKTÓBER 2021

Témy mesiaca v skratke

- Vysoká inflácia centrálnym bankám komplikuje situáciu, a to nie len v komunikácii. Od podstaty a dĺžky cenového rastu totiž závisí to, či a ako budú svoje menové politiky sprísňovať.
- Mnohé centrálne banky s dvíhaním úrokov už začali, celkom agresívne napríklad česká, poľská i maďarská národná banka. Fed zasa začína znižovať svoje kvantitatívne uvoľňovanie.
- ECB je však vo svojej rétorike naďalej „holubičia“, infláciu považuje za prechodnú a nespôsobenú dopytovými tlakmi v ekonomike menovej únie. Trhy jej však už veria o čosi menej.
- Inflácia v eurozóne by v tomto a budúcom roku mala len mierne prekročiť dve percentá a preto sa prikláňame k názoru, že Franfurt sa do sprísňovania politiky naozaj ponáhľať nebude.

- Slováci a Slovenky majú veľmi nízke finančné aktíva, no aj spolu s vyššou mierou úspor vyvolanou pandémiou už celkom svižne rastú.
- Inflácia na Slovensku sa v septembri zrýchlila na 4,6% aj pre zrušenie školských obedov zadarmo. V januári ešte poskočí možno aj nad 6%.

Očakávané udalosti

- 5.11. sa skončí klimatický samit OSN v škótskom Glasgowe. Svetoví lídri sa budú snažiť ukázať, že to s bojom proti klimatickej zmene myslia naozaj vážne.
- ECB v novembri pre menovú politiku nezasadá, dôležité bude až jej zasadanie 16. decembra
- 16.11. rýchly odhad vývoja HDP a zamestnanosti v 3. štvrťroku načrtne, ako sa slovenská a iné európske ekonomiky vyvíjali v lete. Podrobnosti však štatistici prinesú až začiatkom decembra.

Trendy trhu

	aktuálne 2.11.2021	pred mesiacom 1.10.2021	medzimesačná zmena		začiatok roka 31.12.2020	YTD zmena	
EUR/USD	1,159	1,160	-0,03%	▼	1,222	-5,11%	▼
EUR/CZK	25,58	25,32	1,03%	▲	26,24	-2,53%	▼
EURIBOR 3M	-0,553	-0,545	-0,01 p.b.	▼	-0,545	-0,01 p.b.	▼
EURIBOR 12M	-0,455	-0,488	0,03 p.b.	▲	-0,499	0,04 p.b.	▲
SK ŠD 10R VÝNOS	0,220	0,113	0,11 p.b.	▲	-0,519	0,74 p.b.	▲
DE ŠD 10R VÝNOS	-0,137	-0,224	0,09 p.b.	▲	-0,569	0,43 p.b.	▲

Zdroj: Bloomberg

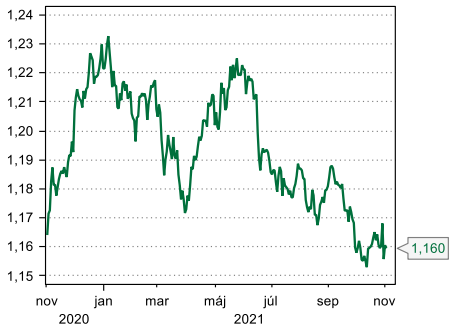
Predikcie

	aktuálne 2.11.2021	predikcie pre koniec kvartálu 4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
EUR/USD	1,16	1,16	1,17	1,19	1,20
EUR/CZK	25,58	25,35	25,30	25,30	25,30
EURIBOR 3M	-0,558	-0,54	-0,53	-0,53	-0,52
EURIBOR 12M	-0,443	-0,51	-0,51	-0,50	-0,49
SK ŠD 10R výnos	0,220	0,15	0,20	0,35	0,45
DE ŠD 10R výnos	-0,154	-0,20	-0,20	-0,10	0,00

Zdroj: Intesa Sanpaolo, VÚB Research

EUR/CZK

EUR/USD



3M EURIBOR

Zdroj: Macrobond, Bloomberg

Jedni už sprísňujú, druhí nie. Kto má v menovej politike pravdu?

Vysoká inflácia, ktorá trápi už takmer celý svet (a podrobnejšie sme sa jej venovali v minulom mesačníku), začína na finančné trhy prinášať neistotu ohľadom správnej reakcie centrálnych bánk a ich menových politík. V učebnicovom svete by centrálne banky na rýchly rast cien zareagovali zvýšením úrokových sadzieb, ktoré by prilákali viac likvidity na účet centrálnej banky a menej voľných peňazí by zostalo obiehať v ekonomike. Spolu s tým by vyššie úrokové sadzby pribrzdili aj požičiavanie, keďže to by zdraželo. Týmito brzdiacimi mechanizmami by sa prehriata ekonomika dostala späť do normálu a rast cien by klesol na požadované úrovne.

Ak by však cenový šok pochádzal len z ponukovej, teda výrobnej strany ekonomiky, a čakali by sme, že bude len dočasný, problém by netkvel v prehriatej ekonomike a centrálne banky by ho mohli do veľkej miery ignorovať. Jeden rok by síce ceny narástli rýchlejšie, no ako by sa problémy v dodávateľských reťazcoch vyriešili, mohli by neskôr klesnúť zasa späť. V takej situácii, kedy výška celkového dopytu voči produkčným možnostiam v strednodoom horizonte nepredstavuje problém, by brzdenie ekonomiky prostredníctvom sprísňovania menovej politiky vlastne len narobilo zbytočné škody.

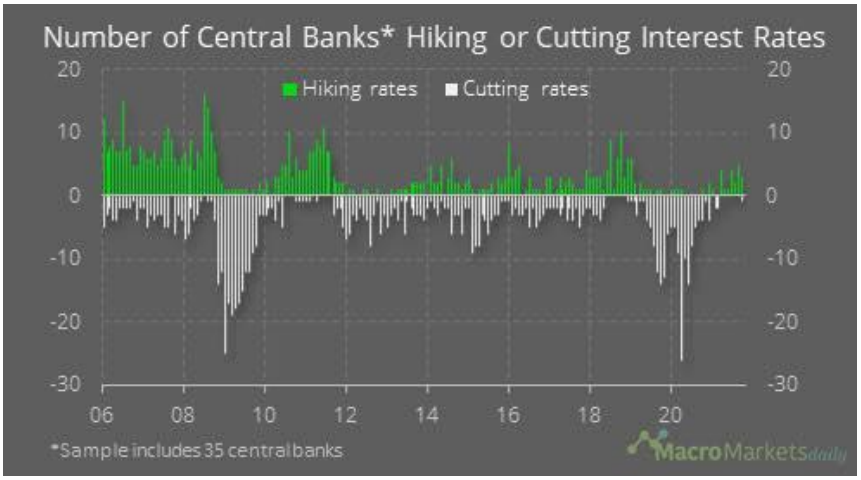
Niečo podobné sa udialo v Európe v roku 2011, teda tesne po Veľkej recesii. Zdalo sa vtedy, že ekonomiky už znova pekne rastú, inflácia v menovej únii sa zvýšila až na 3 percentá a Európska centrálna banka (ECB) začala úrokové sadzby dvíhať. No krátko na to prišla kríza verejných dlhov, druhá vlna recesie, a ECB musela politiku rýchlo znova uvoľňovať – ešte viac, ako predtým. Po niekoľko ďalších rokov starému kontinentu potom hrozila skôr deflácia ako inflácia. Zo spätného pohľadu sa tak sprísňovanie z roku 2011 javí ako predčasné.

Sprísňuje Kórea, Austrália, Brazília, Maďarsko, Poľsko...

Podobná dilema, ako tá európska z roku 2011 sa opakuje aj v súčasnosti. Inflácia je už dokonca citeľne vyššia ako po Veľkej recesii, kúpna sila peňazí klesá, mnohé ekonomiky už v HDP prekonali predkrízové maximá a tak je tu aj tlak na sprísňovanie menových politík. Na druhej strane – veľká časť zo súčasnej inflácie tkvie v problémoch dodávateľských reťazcov, ktoré negatívne ovplyvnila aj pandémia. Mnohé ázijské prístavy boli napríklad zatvorené kvôli epidémii, a teda nie preto, že by lodné kontajnery nestíhali či nevedeli vykladať a nakladať.

Napriek tomu mnohé centrálne banky po svete svoju menovú politiku v súčasnosti už sprísňujú. Na Grafe 1 vidno zelenou farbou ich pomer z 35 vybraných krajín.

Graf 1: Pomer centrálnych bánk, ktoré sprísňujú a ktoré uvoľňujú
(zelená – sprísňovanie, biela – uvoľňovanie politiky)



Zdroj: MacroMarketsDaily

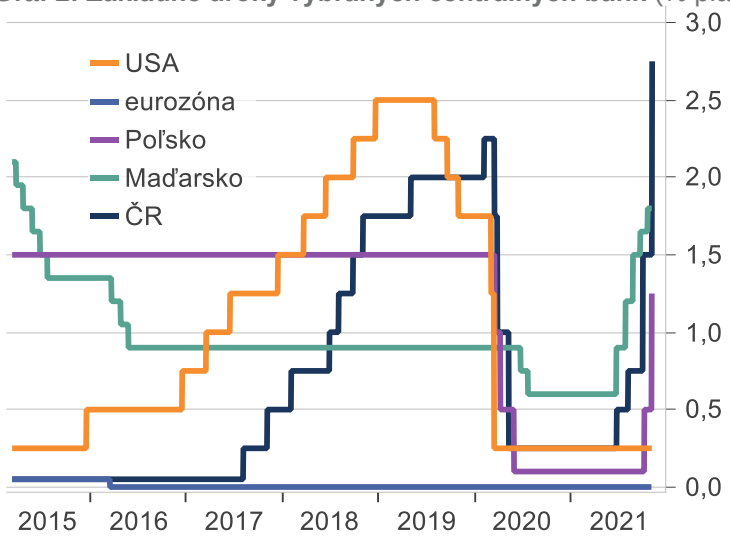
A sú to centrálne banky po celom svete. Od Južnej Kórey, cez Austráliu a Latinskú Ameriku, kde inflácia dosahuje ešte citeľne vyššie úrovne ako vo vyspelom svete, až po strednú Európu. So zvyšovaním krátkodobých úrokových mier v našom regióne prekvapivo začala maďarská Nemzeti bank (MNB), už 22. júna, nasledovaná hneď o dna dni na to Českou národnou bankou (ČNB). Odvtedy obe centrálne banky systematicky pokračujú v zvyšovaní sadzieb na každom svojom plánovanom menovopolitickom zasadnutí.

Česká národná banka zvýšila základnú sadzbu až na 2,75%

Poľská národná banka (NBP) sa k MNB a ČNB pridala neskôr, no pomerne razantne. V dvoch krokoch 6. októbra a 3. novembra zvýšila kľúčovú sadzbu spolu o 1,15 percentuálneho bodu, teda o úroveň, na ktorú ČNB prakticky potrebovala zasadnutia tri a MNB päť. Pozíciu najväčšieho jastraba spomedzi centrálnych bánk nielen našich susedov, ale aj v celej Európe si však predsa len tento týždeň poistila ČNB. Tá 4. novembra svoje doterajšie kumulatívne zvyšovanie sadzieb rovno zdupľovala a zvýšila kľúčovú sadzbu o 1,25 bodu, na 2,75%. Pre porovnanie, aktuálna kľúčová sadzba MNB ja na úrovni 1,80% a NBP 1,25% (pozri Graf 3 nižšie).

Prečo sa centrálne banky v strednej Európe správajú inak ako napríklad ECB? Z nášho pohľadu vnímame predovšetkým tri hlavné faktory: rozkolísaná cenová stabilita, mzdové tlaky a oslabovanie výmenného kurzu.

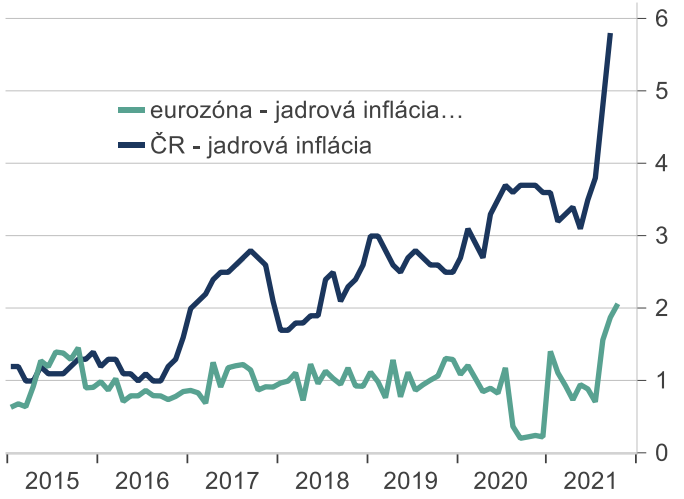
Graf 2: Základné úroky vybraných centrálnych bánk (% p.a.)



Zdroj: Macrobond

Primárny motív pre sprísnenie menovej politiky tkvie v rastie inflácie a rozkolísanej cenovej stabilite. Inflačné očakávania sa odpútavajú od preferovanej stabilnej hladiny dvoch-troch percent. Iste, podobne je tomu aj v Eurozóne. Rozdiel je však v úrovni inflácie a zvlášť jadrovej inflácie. Celková inflácia aktuálne dosahuje úrovne od 4,9% v Česku po 6,8% v Poľsku, čo je dvojnásobok aktuálnej miery inflácie v menovej únii. A v úvode budúceho roku by inflácia vo všetkých troch krajinách mala presiahnuť úroveň až sedem percent. Ešte v auguste pritom harmonizovaná miera inflácia v Čechách bola rovnaká ako v Eurozóne a očakávania ČNB boli, že inflácia budúci rok bude vrcholiť pod úrovňou štyroch percent. ČNB však už vtedy argumentovala rozdielnym trendom v jadrovej inflácii, ktorá bola systematicky vyššia ako v eurozóne, čím sa ČNB dostala aj k inej menovej politike ako ECB.

Graf 3: Jadrová inflácia v ČR a eurozóne (% medziročne)

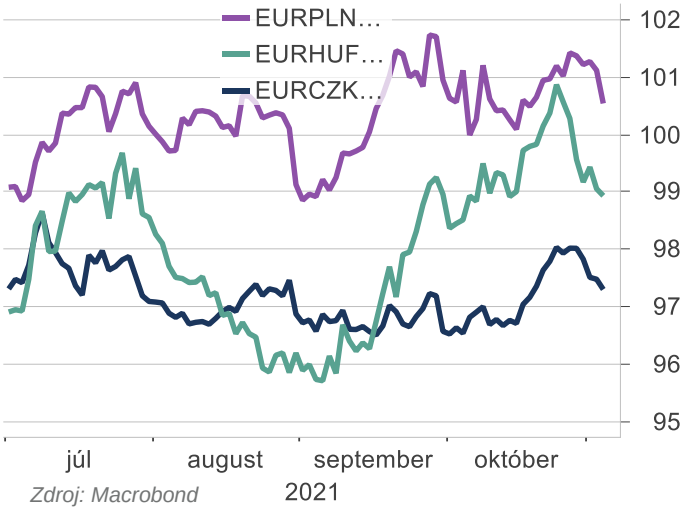


Zdroj: Macrobond

Čo sa týka mzdových tlakov, faktom je to, že v strednej Európe sú iné ako v eurozóne. V Česku je aktuálna miera nezamestnanosti podľa údajov Eurostat-u na sezónne očistenej báze 2,6%, čo je najnižšia miera spomedzi všetkých krajín EÚ a len zhruba tretina miery nezamestnanosti v eurozóne (7,4%). Nízke miery nezamestnanosti, okolo 3,5% evidujú aj v Poľsku a Maďarsku. V takýchto napätých trhoch práce je riziko prelievania vyšších inflačných očakávaní do miezd a vzniku mzdovej-cenovej špirály výraznejšie ako v prostredí eurozóny. Centrálne banky v stredoeurópskom regióne tak oveľa viac ako ECB vnímajú potrebu toto riziko tlmiť – aj zvyšovaním úrokových sadzieb.

A do tretice, faktorom, ktorý zrejme motivuje centrálne banky v strednej Európe aktuálne zvyšovať úrokové sadzby nad rámec očakávaní, je výmenný kurz miestnych mien. Tým, že v ostatných týždňoch finančné trhy presúvajú zdroje z rozvíjajúcich sa trhov do dolára v očakávaní sprísňovania menovej politiky Fed-u, stredoeurópske meny sú pod tlakom. Obzvlášť poľský zloty a najmä maďarský forint do konca októbra oslabili výraznejšie (Graf 4 vpravo). A nedostavilo sa ani očakávané posilnenie českej koruny. Centrálne banky sa preto na menové podmienky pozerajú komplexne. Ich úrokovú zložku (domáci cenový kanál) aj kurzovú zložku (dovozný cenový kanál) vnímajú ako spojené nádoby vplývajúce na infláciu. Aktuálne oslabovanie podmienok cez kurzovú zložku sa tak môžu snažiť kompenzovať výraznejším sprísnením úrokových sadzieb.

Graf 4: Vývoj CZK, HUF, PLN k euru
(pokles=posilnenie,1.7.=100)



Zdroj: Macrobond

Otázkou je, dokedy budú centrálne banky v strednej Európe vo zvyšovaní sadzieb pokračovať. A súvisiacou, ako vysoko sa sadzby dostanú. Na prvú otázku sa javí ako najistejšia odpoveď, že minimálne do jari najbližšieho roku. Inflácia vtedy bude ešte len vrcholiť a nami uvedené argumenty pre vyššie sadzby budú stále platiť. Po tom, ako v druhej polovici roku inflácia začne spomaľovať budú motivácie pre ďalšie zvyšovanie sadzieb opadávať. Obzvlášť, ak sa problémy v globálnych obchodných tokoch a nebodaj ďalšej eskalácie pandémie prelejú do výraznejšieho spomalenia nielen exportnej aktivity ale aj služieb a domáceho dopytu ako takého.

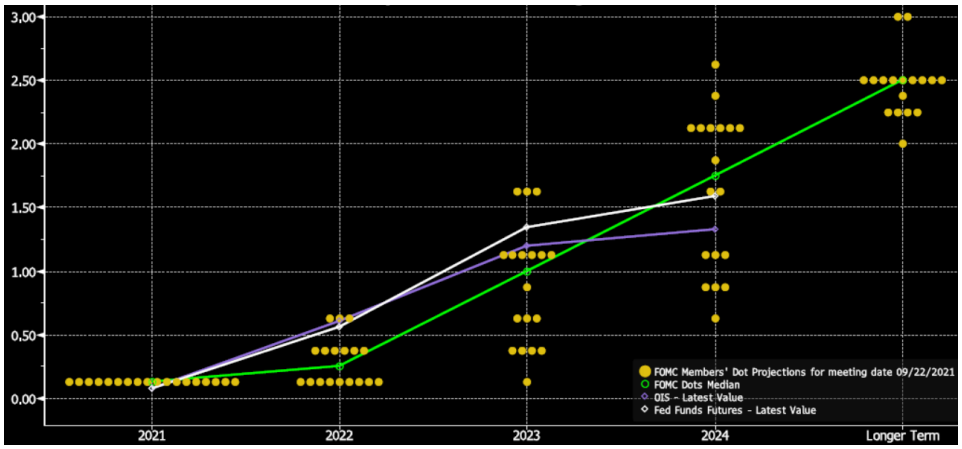
Odpoveď na druhú otázku by sa v učebnicovom príklade rovnovážneho ekonomického vývoja a stabilizovaných inflačných očakávaní odvíjala od úrovne, ktorú centrálne banky označujú ak tzv. „politicky neutrálnu“ úrokovú sadzbu. Podľa aktuálnych vyjadrení guvernéra ČNB Jiřího Rusnoka je v prípade Českej republiky takou sadzbou úroveň okolo troch percent. Pri dvojpercentnej očakávanej inflácii by táto sadzba zodpovedala reálnej úrokovej sadzbe okolo jedného percenta. Aktuálna kľúčová menovopolitická sadzba ČNB je už na úrovni 2,75%. K deklarovanej politicky neutrálnej úrovni troch percent tak má teda už veľmi blízko. Aktuálna prognóza ČNB však počíta s tým, že miestna inflácia sa krátkodobo dostane až k úrovni siedmych percent a k žiadanej úrovni dvoch percent sa nepriblíži skôr ako začiatkom roku 2023. S týmto výhľadom sa úrokové sadzby v Českej republike teda zrejme posunú nahor ešte o zhruba jeden percentuálny bod. Podobný výhľad sa javí ako najpravdepodobnejší aj v Maďarsku a Poľsku. Faktom však je, že neistota o budúcom vývoji úrokových sadzieb je mimoriadne veľká a predpovede za horizont najbližších troch až šiestich mesiacov stúpajú na veľmi krehký ľad.

Fed začína so znižovaním nákupov, úroky môže dvíhať budúci rok

Začiatkom novembra zasa zasadala aj FOMC komisia amerického Fedu, ktorá potvrdila začiatok znižovania nákupov takzvaného kvantitatívneho uvoľňovania. Každý mesiac by mal Fed nakupovať o 15 miliárd dolárov menej ako doteraz (120 miliárd mesačne).

To bude v USA predchádzať zvyšovaniu úrokových sadzieb podobne ako v rokoch 2014-2016 a malo by sa skončiť do júna budúceho roku, kedy by americká centrálna banka v čistom prestala cenné papiere nakupovať. Niekedy po júni budúceho roka by tak mohli začať zvyšovať sadzby aj USA – podľa toho, ako sa bude inflácia vyvíjať potom. Medián členov FOMC komisie vidí do konca roka 2022 zatiaľ len menej ako jedno štvrťbodové zvýšenie základných úrokov (Graf 5 vpravo).

Graf 5: Očakávania úrokových sadzieb v USA (% na koniec roka)



Zdroj: Bloomberg

No očakávania trhov sú vyššie: do konca budúceho roka v cenách futurít započítali už takmer dve zvýšenia sadzieb v Spojených štátoch. Zrejme aj preto, že očakávania analytikov hovoria stále o inflácii vo výške 2,8% aj v treťom kvartáli 2022.

Len ECB akoby stále nič...

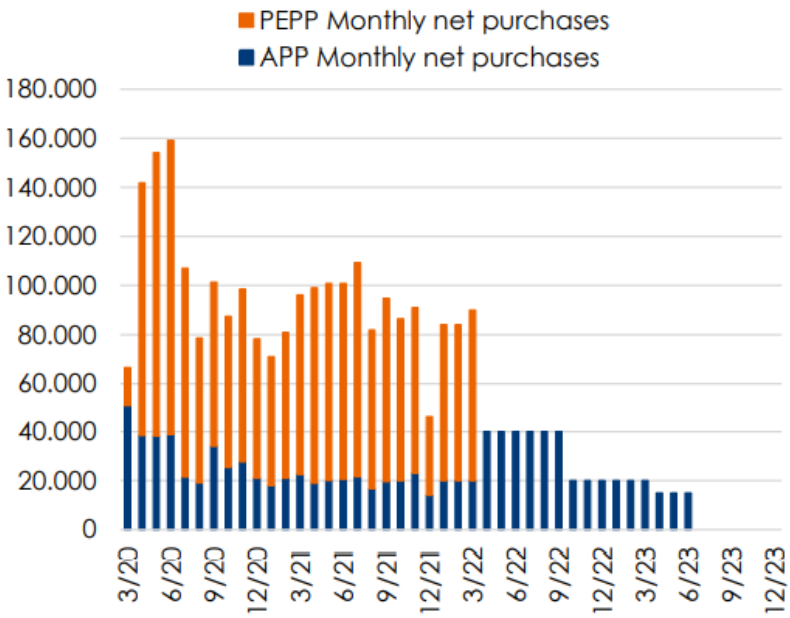
Situácia v Európe je stále iná. Inflácia je na starom kontinente nižšia ako v USA a očakáva sa, že sa aj ešte viac zníži ako v USA. V priemere za oba roky 2021 a 2022 síce zrejme prekročí dvojpercentný cieľ (podľa aktuálneho očakávania našich kolegov z Intesa Sanpaolo dosiahne 2,5 a 2,4%), no to po zmene stratégie cieľovania na viacročný priemer dvoch percent pre ECB nepredstavuje zásadný problém. Európske HDP zároveň na rozdiel od toho amerického stále zaostáva za svojim predkrízovým maximom a dopytové tlaky sú u nás citeľne nižšie ako v Spojených štátoch, kde rozpočtová politika peňaženky ľudí posilnila podstatne viac ako v eurozóne.

ECB síce tiež znížila svoje nákupy v rámci pandemického kvantitatívneho uvoľňovania (program PEPP), ale nenazýva to „taperingom“, teda systematickým odbúravaním čistých nákupov. To by mohlo prísť až po marci budúceho roku, kedy sa PEPP s najväčšou pravdepodobnosťou skončí (Graf 6 nižšie). Na svojom októbrovom zasadnutí ECB znovu zdôraznila, že v budúcom roku očakáva zníženie inflácie v menovej únii a teda, že ešte nie je čas na zvyšovanie základných sadzieb. Napriek tomu, že mnohé centrálne banky naokolo sadzby zvyšujú, čoskoro zrejme aj Bank of England, Frankfurt sa vo svojom postoji javí ako silný a odolný. A ani v budúcom roku úrokové sadzby zvyšovať neplánuje.

Je to aj preto, že kvantitatívne uvoľňovanie bude znižovať zrejme oveľa dlhšie ako Fed, možno až do júna 2023 (Graf 6). ECB sa tak, zdá sa, znaží poučiť z chyby predčasného zvyšovania úrokov z roku 2011 spomínanej v úvode tohto článku. „Priskoré sprísnenie menovej politiky by poškodilo hospodársky rast a negatívne ovplyvnilo zamestnanosť, vrátané tých, ktorí sú stále bez práce,“ povedala členka výkonnej rady centrálnej banky Isabel Schnabelová.

Finančné trhy sú podobne ako v prípade Fedu, o čosi nedočkavejšie, no my v tomto prípade skôr veríme postoju Európskej centrálnej banky. Prvé zvyšovanie depozitnej sadzby, aktuálne na úrovni -0,5%, očakávame v 3. štvrťroku 2023. Klasická refinančná sadzba by potom mohla ísť nahor až v roku 2024. Priaznivé úverové podmienky by tak v eurozóne mali pretrvávať ešte dlhšie.

Graf 6: Očakávania pre kvantitatívne uľovňovanie ECB



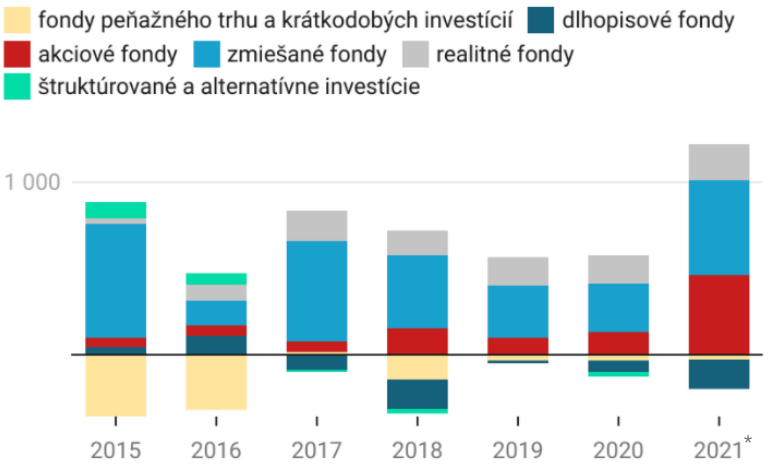
Zdroj: Intesa Sanpaolo

Ďalšie správy ostatného mesiaca

Slováci a Slovenky začali znovu viac investovať, pomohli pandemické úspory

Finančné aktíva slovenských domácností sú nízke. Je to nielen kvôli nižším príjmom ako je priemer EÚ, s ktorou sa radi porovnávame, ale aj pre vysoký podiel vlastníctva nehnuteľností, ktorý vo forme splácania hypoték ukrajuje z možných každomesačných finančných úspor na úkor tohto iného typu majetku. No aj čistý finančný majetok rastie: ku koncu 1. polroka to bolo medziročne až o 17%. Tento výnimočný nárast majú na svedomí najmä „vynútené" úspory zo začiatku roka, kedy obyvatelia pre lockdown nemohli míňať tak, ako by si želali. Miera úspor podľa štatistikov vyskočila z niečo cez 10 percent pred pandémiou až na 16-17% v prvom štvrťroku 2021.

Graf 7: Čistý prílev zdrojov do fondov v SR (mil. eur)



Zdroj: Asociácia správcovských spoločností, Denník N
** za prvých 9 mesiacov roka*

Dobrou správou, najmä v prostredí vysokej inflácie (pozri článok nižšie) je, že čoraz väčší podiel slovenských finančných úspor by sa obyvateľom mal aj rozumne zhodnocovať, kedže smerujú najmä do dynamickejších podielových fondov (graf vľavo). Za prvých deväť mesiacov tohto roka to bola viac než miliarda eur. To by malo zabezpečiť citeľne vyššie zhodnotenie než zdroje na bežných, sporiacich účtoch či termínovaných vkladoch.

Vyšší výnos však ide ruka v ruke s vyšším rizikom. Rizikovosť investovania do miestnych dlhopisov aktuálne dokresľuje reštrukturalizačný plán Arca Capital, ktorý nezabezpečeným veriteľom prisudzuje len bezmála 73% pohľadávok, a to v horitonte piatich rokov (o jeho prijatí bude ešte rozhodovať schôdza veriteľov). Iným rizikom je zasa daňové zvýhodnenie takzvaných ETF fondov, ktoré ministerstvo financií aktuálne prehodnocuje.

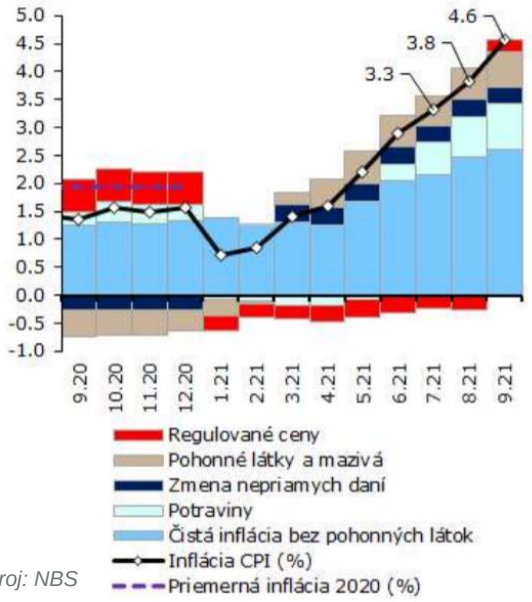
Vysoká slovenská inflácia v januári ešte poskočí nahor

Septembrová ročná miera spotrebiteľskej inflácie na Slovensku poskočila už na 4,6%, teda na najvyššiu hodnotu od roku 2008 (rovnako vysoko bola ešte aj v novembri 2011). V samotnom deviatom mesiaci roka ceny najviac potiahlo započítanie zrušenia školských obedov zadarmo (regulované ceny), ktoré celkovú cenovú hladinu potiahol o 0,45 percentuálneho bodu. Tvorila tak viac ako polovicu z celkového septembrového nárastu o 0,8%. Naďalej medziročne rýchlo rástli aj ceny v doprave či v potravinách.

Štatistici zároveň revidovali svoj prvý odhad vplyvu zrušenia obedov zadarmo, ktorý zverejnili vo forme inflácie podľa EÚ-harmonizovanej metodiky ešte koncom septembra prostredníctvom Eurostatu. Takéto obedy v materských a základných školách síce majú v národnom spotrebnom koši veľmi malú váhu, ak by sa však napríklad použila ich váha ešte z obdobia, kedy boli spoplatnené, mohlo to infláciu vystreliť vyššie. V septembri 2019, kedy vstúpili do platnosti obedy zadarmo na základných školách, celá kategória reštaurácií a hotelov zaznamenala zníženie cien o 1,8% (rovnako v národnej ako aj v harmonizovanej metodike), čo celkovú infláciu potiahlo nadol o 0,1%. Tentoraz to bol rast až o 8,5%.

Inflácia by sa na Slovensku mohla v najbližších mesiacoch ešte ďalej zvyšovať. Najmä v januári, kedy vstúpia do platnosti nové ceny regulovaných energií ako sú teplo, elektrina a plyn. Svoje maximum by rast cien v SR podľa našich odhadov mohol dosiahnuť do apríla okolo úrovne 6,0-6,5%. To už budú vyššie úrovne aj ako v spomínanom roku 2008. A teda najvyššia inflácia až od roku 2004.

Graf 8: Čo stojí za vyššou infláciou (%)



Zdroj: NBS

Makroekonomické indikátory a prognózy

		2019	2020	4Q20	1Q21	2Q21	VII.21	VIII.21	IX.21	2021F	2022F
HDP											
Reálny HDP	r/r % rast	2,7	-4,4	-1,8	0,2	9,6	-	-	-	4,1	4,8
Nominálny HDP	r/r % rast	5,2	-2,1	0,5	0,8	11,8	-	-	-	6,8	8,5
Spotreba domácností	r/r % rast	2,6	-1,3	-2,3	-5,8	5,0	-	-	-	1,5	3,9
Spotreba verejnej správy	r/r % rast	4,6	0,9	3,2	-1,7	8,1	-	-	-	3,2	1,5
Tvorba hrubého fixného kapitálu	r/r % rast	6,7	-11,6	-14,8	-9,3	5,6	-	-	-	2,8	8,9
Vývoz	r/r % rast	0,8	-7,3	0,9	10,8	39,3	-	-	-	13,3	4,9
Dovoz	r/r % rast	2,1	-8,2	0,3	6,0	39,2	-	-	-	13,1	5,6
Inflácia											
CPI	r/r % rast, priemer	2,7	2,0	1,6	1,0	2,2	3,3	3,8	4,6	3,0	5,2
CPI	r/r % rast, decem.	3,0	1,6	-	-	-	-	-	-	4,9	3,3
HICP	r/r % rast, priemer	2,8	2,0	1,6	1,0	2,1	2,9	3,3	4,0	2,7	5,0
Jadrová inflácia	r/r % rast, priemer	2,3	2,0	1,5	1,4	2,7	3,9	4,5	4,9	3,7	4,4
Ceny primyselných výrobcov	r/r % rast, priemer	2,6	0,9	0,3	-2,1	2,7	5,5	7,0	8,5	4,7	6,7
Vonkajšia bilancia											
Bilancia zahr. obchodu - kumulatívna	mln. EUR	1063	3317	3317	1391	1951	1867	1721	-	3 121	2 531
12M obchodná bilancia / HDP	%	1,1	3,0	3,0	4,8	4,7	4,3	3,8	-	3,2	2,4
Vývoz	r/r % rast	1,5	-5,5	5,5	15,8	57,3	10,9	0,5	-	16,5	5,7
Dovoz	r/r % rast	3,2	-8,4	2,2	7,2	53,8	19,0	11,1	-	17,5	6,6
Trh práce											
Miera nezamestnanosti (ÚPSVaR)	priemer	5,0	6,8	7,5	8,0	7,9	7,7	7,4	7,1	7,5	6,5
Miera nezamestnanosti (VZPS)	priemer	5,8	6,7	7,0	7,1	6,9	-	-	-	6,9	6,4
Hrubá mesačná mzda	priemer v EUR	1092	1133	1245	1124	1202	-	-	-	1 195	1 248
Nominálna mesačná mzda	r/r % rast	7,8	3,8	5,8	3,5	10,5	-	-	-	5,5	4,4
Reálna mesačná mzda	r/r % rast	5,0	1,9	4,2	2,5	8,1	-	-	-	2,4	-0,8
Produkcia, tržby a sentiment											
Priemyselná produkcia	r/r % rast	0,5	-8,6	2,1	7,2	39,9	7,8	0,8	-	13,7	3,9
Stavebná produkcia	r/r % rast	-4,1	-9,6	-10,0	-12,5	5,3	-3,9	4,2	-	-0,2	6,8
Maloobchodné tržby	r/r % rast	-1,3	-1,0	0,6	-10,4	9,9	1,5	2,2	-	1,1	3,5
Indikátor ekonomického sentimentu	body, s.o.	97,7	85,3	88,1	84,7	101,7	97,9	95,8	96,2	-	-
Úrokové sadzby											
ECB refinančná sadzba	koniec obdobia	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M EURIBOR	koniec obdobia	-0,38	-0,55	-0,55	-0,54	-0,54	-0,54	-0,55	-0,55	-0,55	-0,55
1R EURIBOR	koniec obdobia	-0,25	-0,50	-0,50	-0,48	0,45	-0,50	-0,50	-0,49	-0,51	-0,48
Výnos 10R SK štátneho dlhopisu	koniec obdobia	0,19	-0,52	-0,52	-0,12	0,13	-0,12	-0,06	0,13	0,15	0,70
Výnos 10R DE štátneho dlhopisu	koniec obdobia	-0,19	-0,57	-0,57	-0,29	-0,21	-0,46	-0,38	-0,20	-0,20	0,25
Výmenný kurz											
EUR/USD	koniec obdobia	1,12	1,22	1,22	1,17	1,19	1,19	1,18	1,16	1,16	1,21
Rozpočtová politika											
Bilancia verejných financií, 4Q	% HDP	-1,3	-5,5	-5,5	-6,4	-6,2	-	-	-	-6,9	-5,1
Dlh verejnej správy	% HDP	48,1	59,7	59,7	60,1	61,4	-	-	-	61,7	61,8

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 VUB banka neposkytuje záruku za ich úplnosť a správnosť. Táto správa bola pripravená len na informačné účely a nie je určená ako ponuka alebo solicitácia na predaj alebo kúpu ktoréhokoľvek finančného produktu. Tento dokument môže byť reprodukovaný 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 informácii 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.