



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 2 / 2015



© Európska centrálna banka 2015

Poštová adresa

European Central Bank
60640 Frankfurt am Main
Germany

Telefón

+49 69 1344 0

Internet

www.ecb.europa.eu

Za zostavenie Ekonomického bulletinu zodpovedá Výkonná rada ECB. Preklad zabezpečujú a zverejňujú národné centrálné banky. Záväzným je pôvodné anglické znenie.

Všetky práva vyhradené. Reprodukované na vzdelávacie a nekomerčné účely je povolené s uvedením zdroja.

Redakčná uzávierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 4. marca 2015.

ISSN 2363-3549 (online)

Katalógové číslo EÚ QB-BP-15-002-SK-N (online)



OBSAH

HOSPODÁRSKY A MENOVÝ VÝVOJ

Stručný prehľad	5
1 Vonkajšie prostredie	8
2 Finančný vývoj	12
3 Hospodárska aktivita	17
4 Ceny a náklady	22
5 Peňažné a úverové agregáty	27
6 Fiškálny vývoj	33

BOXY

Box 1 Hodnotenie vývoja inflácie v Spojených štátoch pomocou Phillipsovej krivky	35
Box 2 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 12. novembra 2014 do 27. januára 2015	38
Box 3 Nedávne pohyby efektívneho výmenného kurzu eura	42
Box 4 Faktory majúce vplyv na nedávny vývoj úspor domácností v eurozóne	45
Box 5 Postup pri makroekonomických nerovnováhach v roku 2015	48
Box 6 Vplyv elektronického obchodu na infláciu	51
Box 7 Opatrenia vyplývajúce z preskúmania návrhov rozpočtových plánov na rok 2015	55

ČLÁNKY (sú súčasťou anglickej verzie)

Progress with structural reforms across the euro area and their possible impacts
Who holds what? New information on securities holdings

ŠTATISTIKA	51
------------	----

HOSPODÁRSKY A MENOVÝ VÝVOJ

STRUČNÝ PREHĽAD



V záujme plnenia mandátu ECB v oblasti cenovej stability prijala Rada guvernérov viacero menovopolitických opatrení na zabezpečenie dostatočnej miery akomodácie menovej politiky.

V nadväznosti na opatrenia menovej politiky ECB prijaté od júna do septembra 2014, ktoré zahŕňali ďalšie zníženie úrokových sadzieb, zavedenie cielených dlhodobějších refinančných operácií (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO) a nákupov vybraných aktív súkromného sektora (v rámci programu nákupu cenných papierov krytých aktívami) a tretí program nákupu krytých dlhopisov, sa Rada guvernérov v januári 2015 rozhodla rozšíriť program nákupu aktív, v rámci ktorého sa od marca budú nakupovať aj cenné papiere investičného stupňa denominované v eurách, ktoré vydali vlády krajín eurozóny, agentúry v eurozóne a európske inštitúcie. Celková hodnota mesačných nákupov cenných papierov verejného a súkromného sektora bude predstavovať 60 mld. €. Nákup aktív má prebiehať minimálne do konca septembra 2016, resp. dovtedy, kým sa podľa Rady guvernérov neprejaví stála zmena vývoja inflácie zodpovedajúca jej cieľu dosiahnuť mieru inflácie na úrovni nižšej, ale blízkej 2 % v strednodobom horizonte.

Program nákupu aktív už vo všeobecnosti viedol k značnému uvoľneniu finančných podmienok.

V decembri 2014 a po väčšinu januára 2015 vývoj na finančných trhoch výrazne ovplyvňovali očakávania oznámenia rozšíreného programu nákupu aktív. V tejto súvislosti došlo v rôznych kategóriách nástrojov, splatností a emitentov k poklesu výnosov dlhopisov z krajín eurozóny, ktoré v mnohých prípadoch dokonca zaznamenali nové historické minimá. Popri poklese výnosov dlhodobých štátnych dlhopisov eurozóny s ratingom AAA zároveň dochádzalo k rastu výnosov ekvivalentných dlhopisov Spojených štátov; výnosy dlhopisov v týchto dvoch oblastiach sa tak naďalej vyvíjali opačným smerom. Pokles zaznamenali aj štátne dlhopisy eurozóny s nižším ratingom, ale v dôsledku neistoty v súvislosti s otázkou prístupu Grécka k finančnej pomoci bol ich vývoj menej stabilný. Spready podnikových dlhopisov investičného stupňa naďalej klesali, zatiaľ čo spready cenných papierov krytých aktívami zostali celkovo stabilné. Po oznámení rozšíreného programu nákupu aktív došlo k ďalšiemu poklesu výnosov dlhopisov eurozóny a výraznému zvýšeniu cien akcií v eurozóne. Počas posledných mesiacov došlo k značnému oslabeniu výmenného kurzu eura.

Priaznivý vývoj na finančných trhoch viedol k zníženiu nákladov na financovanie bánk, čo sa postupne premietalo do nákladov súkromného sektora na externé financovanie.

Menovopolitické opatrenia ECB viedli k zlepšeniu podmienok financovania bánk: výnosy nezabezpečených bankových dlhopisov v poslednom štvrtroku 2014 klesli na historické minimá. Toto zlepšenie sa postupne premietalo do sadzieb bankových úverov poskytovaných domácnostiam a nefinančným spoločnostiam, ktoré v treťom a poslednom štvrtroku výrazne klesli. K zníženiu nákladov na financovanie bánk a sadzieb bankových úverov v druhom polroku 2014 čiastočne prispeli TLTRO, ktorých cieľom je zlepšiť prístup bánk k dlhodobejšej likvidite a stimulovať rast úverov v reálnej ekonomike. TLTRO tiež mali znížiť marže úverov poskytovaných domácnostiam a nefinančným spoločnostiam v eurozóne. V snahe zvýšiť účinnosť TLTRO v podpore poskytovania úverov súkromnému sektoru Rada guvernérov na svojom januárovom zasadnutí rozhodla, že úroková sadzba zostávajúcich TLTRO sa bude rovnať sadzbe hlavných refinančných operácií Eurosystemu, čím sa odstráni spread vo výške 10 bazických bodov oproti sadzbe hlavných refinančných operácií, ktorý platil v prípade prvých dvoch TLTRO. Menovopolitické opatrenia ECB tiež podľa všetkého prispeli k zníženiu rozdielov v úverových nákladoch medzi jednotlivými krajinami, najmä v prípade nefinančných spoločností, hoci úverové podmienky sú v jednotlivých krajinách stále heterogénne. Nominálne náklady nebankového externého financovania nefinančných spoločností eurozóny sa v poslednom štvrtroku 2014 a v prvých dvoch mesiacoch roka 2015 v dôsledku ďalšieho poklesu nákladov na trhové financovanie i cien akcií naďalej znižovali.

Najnovšie údaje poukazujú aj na zvyšovanie dynamiky peňažného a úverového vývoja. K ročnému rastu menového agregátu M3 naďalej prispievajú jeho najlikvidnejšie zložky, pričom najvýraznejší rast zaznamenáva menový agregát M1. V súlade s obratom v úverovej dynamike zaznamenaným na začiatku roka 2014 pokračovalo oživenie bankových úverov súkromnému sektoru. V posledných mesiacoch dochádza predovšetkým k zmierňovaniu poklesu úverov nefinančným spoločnostiam, zatiaľ čo rast úverov domácnostiam sa stabilizoval na kladných hodnotách. Výsledky prieskumu bankových úverov v eurozóne z januára 2015 navyše potvrdili, že dochádza k postupnému odstraňovaniu prekážok v ponuke úverov a oživovaniu dopytu po úveroch. Z aktuálneho vývoja celkovo vyplýva, že menovopolitické opatrenia ECB prispievajú k uvoľňovaniu podmienok poskytovania bankových úverov a vo všeobecnosti k obnoveniu riadneho fungovania transmisného mechanizmu menovej politiky.

Podstatné dodatočné uvoľnenie nastavenia menovej politiky ECB vytvára podmienky na priaznivejší vývoj hospodárskej aktivity v eurozóne. V druhom polroku 2014 sa hospodárske oživenie postupne stabilizovalo. Reálny HDP sa v treťom štvrtroku zvýšil o 0,2 % a v poslednom štvrtroku (podľa rýchleho odhadu Eurostatu) o 0,3 %, čo mierne predstihlo očakávania. Krátkodobé ukazovatele a výsledky prieskumov poukazujú na ďalšie zlepšenie hospodárskej aktivity na začiatku roka 2015. Hospodárska aktivita v eurozóne podľa všetkého ťaží z výrazného poklesu cien ropy, ku ktorému dochádza od júla 2014. Prostredie zlepšujúcej sa podnikateľskej a spotrebiteľskej nálady podporí účinnú transmisiu menovopolitických opatrení do reálnej ekonomiky a prispeje k ďalšiemu zlepšeniu výhľadu hospodárskeho rastu a zníženiu miery nevyužitých kapacít.

Očakáva sa postupné zrýchľovanie a rozširovanie hospodárskeho oživenia. Rast hospodárskej aktivity by sa mal zrýchľovať vzhľadom na prebiehajúce zvyšovanie podnikateľskej a spotrebiteľskej dôvery, prudký pokles cien ropy, oslabovanie efektívneho výmenného kurzu eura a vplyv nedávnych menovopolitických opatrení ECB. Akomodačné nastavenie menovej politiky, ku ktorému výrazne prispieva rozšírený program nákupu aktív, by malo podporiť rast HDP v krátkodobom horizonte i za jeho hranicou. Do reálnej ekonomiky by sa mal okrem toho postupne premietaj aj pokrok dosiahnutý v zavádzaní štrukturálnych reforiem a v konsolidácii verejných financií. Zlepšenie cenovej konkurencieschopnosti a globálne oživenie by mali podporiť vývoz.

Napriek tomu pretrvávajú viaceré prekážky, ktoré bránia výraznejšiemu oživeniu hospodárskej aktivity. Patria sem predovšetkým prebiehajúce úpravy bilancií v rôznych sektoroch a pomerne pomalé tempo zavádzania štrukturálnych reforiem. Rast v eurozóne okrem toho brzdí síce čoraz menšia, ale napriek tomu stále aktuálna neistota v spojitosti s krízou štátneho dlhu v Európe, ako aj geopolitické faktory.

Projekcie odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2015,¹ ktoré zohľadňujú odhadovaný vplyv štandardných i neštandardných menovopolitických opatrení Rady guvernérov, predpokladajú rast ročného reálneho HDP o 1,5 % v roku 2015, 1,9 % v roku 2016 a 2,1 % v roku 2017. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z decembra 2014 boli prognózy rastu reálneho HDP na roky 2015 a 2016 upravené nahor vďaka priaznivému vplyvu nižších cien ropy, nižšieho efektívneho výmenného kurzu eura a účinku nedávnych menovopolitických opatrení. Podľa hodnotenia Rady guvernérov zostávajú riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho vývoja na strane pomalšieho rastu, hoci v nadväznosti na jej najnovšie rozhodnutia a pokles cien ropy sú nižšie.

¹ Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2015, zverejnené 5. marca 2015 na internetovej stránke ECB.

Na základe aktuálnych informácií má inflácia v nasledujúcich mesiacoch dosiahnuť veľmi nízke alebo až záporné hodnoty. Hlavným dôvodom záporných hodnôt inflácie HICP v posledných mesiacoch boli ceny ropy. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP vo februári 2015 dosiahla -0,3 % (-0,6 % v januári). Inflácia HICP bez energií a potravín bola pritom aj naďalej celkovo stabilná a vo februári dosiahla 0,6 %.

Počas roka sa očakáva postupný rast miery inflácie. S postupným miznutím predchádzajúceho poklesu cien energií z ročnej miery zmeny cien a za predpokladu rastu cien ropy počas sledovaného obdobia v súlade so stúpajúcim sklonom krivky cien ropných futures by mal nepriaznivý vplyv cien energií na celkovú infláciu HICP v roku 2015 slabnúť a v rokoch 2016 a 2017 by mali ceny energií celkovú infláciu zvyšovať. Za očakávaným zvýšením celkovej inflácie do značnej miery stojí tento obrat vo vývoji cien energií. K zvýšeniu celkovej inflácie by tiež malo dôjsť vďaka zrýchľovaniu hospodárskeho oživenia, ktoré podporujú nedávne menovopolitické rozhodnutia. Očakáva sa, že zrýchľovanie hospodárskeho oživenia povedie k výraznému zužovaniu zápornej produkčnej medzery a tým aj k rýchlejšiemu rastu ziskových marží a kompenzácií na zamestnanca. K zvyšovaniu inflácie by mali prispievať aj rastúce ceny neenergetických komodít a oneskorené účinky slabšieho výmenného kurzu eura.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2015 ročná miera inflácie HICP dosiahne 0,0 % v roku 2015, 1,5 % v roku 2016 a 1,8 % v roku 2017. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z decembra 2014 bola prognóza inflácie na rok 2015 upravená nadol, najmä v dôsledku poklesu cien ropy, zatiaľ čo projekcia na rok 2016 bola upravená nahor, čiastočne v dôsledku očakávaného vplyvu menovopolitických opatrení.

Makroekonomické projekcie odborníkov ECB z marca 2015 sú podmienené plnou implementáciou menovopolitických opatrení ECB. Rada guvernérov bude pozorne sledovať riziká ohrozujúce výhľad cenového vývoja v strednodobom horizonte, pričom sa bude zameriavať najmä na prenos menovopolitických opatrení, geopolitický vývoj a vývoj výmenného kurzu a cien energií.

Menová politika sa v súčasnosti zameriava na implementáciu opatrení, o ktorých Rada guvernérov rozhodla v januári 2015. Na svojom zasadnutí 5. marca 2015 sa Rada guvernérov na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy a v súlade so signalizáciou budúceho nastavenia menovej politiky rozhodla, že úrokové sadzby ECB ponechá na nezmenenej úrovni. Zároveň poskytla podrobnejšie informácie o aspektoch implementácie rozšíreného programu nákupu aktív. Nákupy cenných papierov verejného sektora na sekundárnom trhu v rámci tohto programu sa začali 9. marca 2015.

1 VONKAJŠIE PROSTREDIE

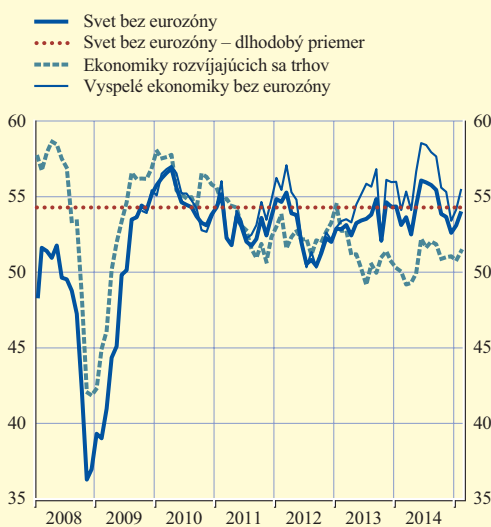
Globálny hospodársky rast sa postupne oživuje, jeho tempo je však v jednotlivých ekonomikách rozdielne. Na jednej strane sa očakáva, že prudký pokles cien ropy oživí globálnu hospodársku aktivitu, čo podporuje tiež výhľad silného rastu v Spojených štátoch, na druhej strane vyhliadky globálneho rastu zhoršuje čoraz nepriaznivejšia situácia v niektorých krajinách rozvíjajúcich sa trhov. V posledných mesiacoch došlo k zmierneniu inflácie, pričom ročná miera inflácie zostane vzhľadom na nedávny pokles cien ropy pravdepodobne v najbližšej budúcnosti nízka. V nadväznosti na pokračujúce globálne oživenie by sa mala neskôr začať pomaly zvyšovať. Pretrvávajú však riziká nízkej globálnej aktivity.

Oživovanie globálneho hospodárstva postupne pokračuje. Po výraznom celosvetovom hospodárskom raste zaznamenanom v polovici roka 2014 sa podľa dostupných údajov za krajiny ku koncu roka jeho dynamika mimo eurozóny mierne spomalila. Najnovšie údaje z prieskumov však na začiatku roka 2015 naznačujú stabilné tempo rastu. Globálny kompozitný index nákupných manažérov (PMI) pre výrobu bez eurozóny sa vo februári mierne zvýšil, no jeho vývoj zostáva v jednotlivých regiónoch rozdielny (graf 1).

Nízke ceny ropy by mali podporiť globálny dopyt. Ceny ropy Brent v decembri a januári prudko klesli, vo februári sa mierne zvýšili a 4. marca 2015 boli na úrovni 61 USD za barel, čo je takmer o polovicu menej ako pred rokom (graf 2). Podľa krivky zobrazujúcej pohyb futurít, trhy v nachádzajúcich rokoch predpokladajú postupný rast cien ropy. Hoci pokles cien ropy v minulom roku možno sčasti pripísať na vrub relatívne nízkeho globálneho dopytu, z väčšej časti je dôsledkom zvýšenej ponuky. K prehodnoteniu dynamiky ponuky a dopytu na trhu a k následnému prudkému zníženiu cien ropy tak prispeli veľké zásoby bridlicovej ropy v Spojených štátoch spolu s produk-

Graf 1 Globálny kompozitný PMI pre výrobu

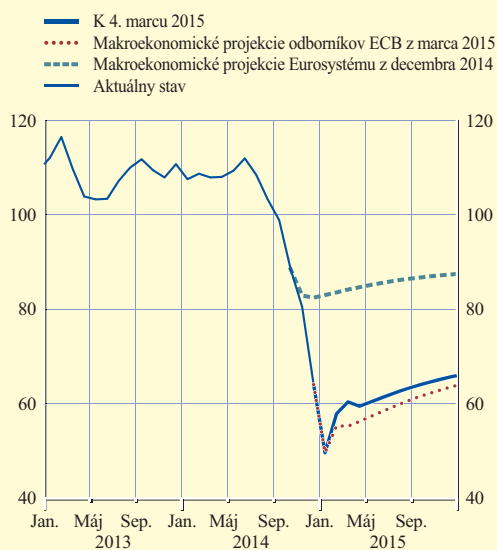
(difúzný index)



Zdroj: Markit.
Poznámka: Posledné údaje sú z februára 2015. „Dlhodobý priemer“ sa vzťahuje na obdobie od roku 1999; „Ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov“ zahŕňajú Brazíliu, Čínu, Indiu a Rusko; „Vyspelé ekonomiky“ predstavujú Japonsko, Spojené štáty a Spojené kráľovstvo.

Graf 2 Ceny ropy - aktuálne ceny a futurity

(v USD za barel)



Zdroj: Bloomberg a výpočty odborníkov ECB.
Poznámka: Mesačné údaje; posledný údaj o aktuálnych cenách ropy je za február 2015.

ciou Ruska, Líbye a Iraku, ktorá bola väčšia, ako sa očakávalo vzhľadom na geopolitické napätia, ako aj rozhodnutie krajín OPEC neznížiť produkciu, ktoré sa prijalo na stretnutí OPEC v novembri 2014. Nižšie ceny ropy by mali podľa očakávaní prospieť krajinám čistých spotrebiteľov ropy a zhoršovať výhľad krajín vyvážajúcich ropu. Celkovo je však pravdepodobné, že podporia globálny dopyt, keďže krajiny dovážajúce ropu, ktoré ťažia z nižších cien, zvyknú mať väčší sklon k spotrebe ako exportné krajiny.

K priaznivému globálnemu výhľadu prispieva aj silný rast v Spojených štátoch. Hospodárska aktivita krajiny zostala silná aj v poslednom štvrťroku 2014. Podporovala ju najmä osobná spotreba a rezidenčné investície. Zlepšenie pokračovalo aj na trhu práce a miera zamestnanosti rýchlo rástla. Hoci zhodnocujúci sa dolár bude v budúcnosti spomaľovať rast vývozu, očakáva sa trvalé zvyšovanie domáceho dopytu, ku ktorému budú prispievať priaznivé podmienky financovania a uvoľňovanie fiškálnej brzdy. Súkromnú spotrebu by malo podporiť postupné ukončovanie oddlžovania domácností, ďalšie zlepšovanie situácie na trhu práce a trhu s nehnuteľnosťami na bývanie, ako aj zvýšenie reálnych príjmov v dôsledku zníženia cien ropy. Podnikové investície by sa mali zvýšiť vďaka rastúcej dôvere, vyššiemu dopytu a nízkym úrokovým sadzbám, čím sa vyvážia nižšie kapitálové výdavky v sektore bridlicovej ropy.

Zvýšila sa tiež dynamika rastu v mnohých ďalších vyspelých ekonomikách nepatriacich do eurozóny. Po tom, ako sa hospodárska aktivita Japonska prepadla v dôsledku aprílového zvýšenia DPH, došlo v poslednom štvrťroku 2014 v krajine k opätovnému rastu. Očakáva sa tiež pomalé posilňovanie prorastových faktorov, na ktoré bude priaznivo vplývať zvyšovanie reálneho príjmu domácností vyplývajúce z nižších cien ropy, zrýchľovanie rastu vývozu v súvislosti s nedávnym znehodnotením japonského jenu a zmiernenie fiškálnej brzdy po vyhlásení vlády, že v nasledujúcom roku využije ďalší fiškálny stimul. Napriek určitému spomaleniu v poslednom štvrťroku 2014 ekonomika Spojeného kráľovstva taktiež expanduje relatívne rýchlym tempom. Hoci sa očakáva, že pokračujúca fiškálna konsolidácia bude v budúcnosti rast tmiť, klesajúce ceny energií a zrýchľujúci sa nárast miezd by mali prispieť k zvýšeniu reálneho disponibilného príjmu a súkromnej spotreby. Okrem toho by podnikové investície mali ťažiť z obnoveného dopytu a zmierňovania úverových podmienok. Zároveň sa očakáva, že na hospodársky výhľad Švajčiarska bude veľmi nepriaznivo vplývať prudké zhodnotenie švajčiarskeho franku, najmä kvôli nižšiemu vývozu, po tom, ako sa Švajčiarska národná banka v januári rozhodla zrušiť strop výmenného kurzu franku voči euru.

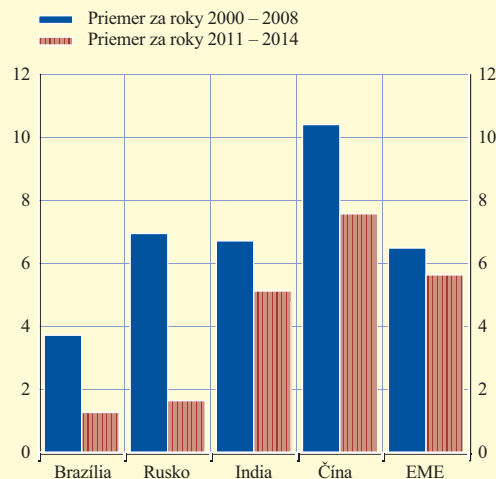
Krátkodobý výhľad niektorých ekonomík rozvíjajúcich sa trhov, najmä krajín vyvážajúcich ropu, sa zlepšil. Na hospodársky rast Číny v poslednom štvrťroku 2014 nepriaznivo vplýval trh s nehnuteľnosťami na bývanie. Určitý krátkodobý priaznivý impulz sa v ekonomike očakáva vďaka poklesu cien ropy, pretrvávaniu silnej spotreby a v poslednom období aj uvoľňovaniu menovej politiky a miernym fiškálnym stimulom. V dlhodobejšom horizonte čínske politické vedenie kladie väčší dôraz na riešenie finančných problémov a makroekonomických nerovnováh. S postupným dosahovaním udržateľnejšieho vývoja bude pravdepodobne dochádzať k zmierňovaniu hospodárskeho rastu. Nižší rast Číny bude spomaľovať tie ázijské ekonomiky, s ktorými má Čína úzke hospodárske a finančné väzby, mnoho rozvíjajúcich sa ázijských krajín by však malo krátkodobu ťažiť z vyššieho reálneho disponibilného príjmu v dôsledku nižších cien ropy. Konkrétne v Indii zostáva dôvera na vysokej úrovni vďaka signálom silnejšieho tempa hospodárskeho rastu. Ako krajina dovážajúca ropu bude profitovať z nižších cien tejto komodity, pričom bude možné udržať nízku infláciu aj deficit bežného účtu, a vláda bude môcť obmedziť palivové dotácie a posilniť fiškálnu konsolidáciu. Krajiny strednej a východnej Európy by mali tiež ťažiť z rastúceho domáceho dopytu, keďže priaznivejší vývoj na trhu práce a nedávny pokles v cenách ropy by mali podporiť spotrebu domácností.

V niektorých krajinách sa očakáva slabšia hospodárska aktivita.

V Latinskej Amerike sa strednodobý výhľad oproti predchádzajúcim očakávaniam javí slabší vzhľadom na určité obdobie nepriaznivého vývoja, keďže rast zhoršujú prekážky na strane ponuky a výrazná domáca nerovnováha v niektorých kľúčových ekonomikách (graf 3). Nižšie ceny ropy taktiež zhoršujú výhľad krajín vyvážajúcich komodity. Hlavne v Rusku by súčasné turbulencie na finančných trhoch mali v roku 2015 viesť k recesii. Prudké znehodnotenie rubľa a sprísnenie menovej politiky spôsobí veľký nárast nákladov na financovanie, čo môže skomplikovať zabezpečovanie finančných zdrojov firiem, ktoré už teraz musia čeliť sankciám obmedzujúcim ich prístup na zahraničné finančné trhy. Očakáva sa, že na spotrebu domácností bude vplyvať vysoká inflácia, ktorá nepriaznivo pôsobí na reálny disponibilný príjem. V dôsledku nízkej podnikateľskej dôvery a veľkej neistoty by mali klesnúť investície. V strednodobom horizonte môžu nižšie ceny energií viesť k potenciálnemu obmedzeniu investícií do výskumu ropných a plynových ložísk. Očakáva sa, že tento vývoj bude mať negatívny vplyv na zahraničný dopyt eurozóny.

Graf 3 Reálny rast HDP v krajinách rozvíjajúcich sa trhov

(percentuálna zmena)



Zdroj: Databáza IMF World Economic Outlook.
Poznámka: „EME“ sú ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov a rozvojové krajiny podľa definície MMF.

Dynamika globálneho obchodu sa ku koncu roka 2014 spomaľovala a jej ďalšie oživenie by malo byť pomalé. Objem svetového dovozu tovarov sa v decembri zvýšil na trojmesačnej báze o 1,3 %. Globálny index nákupných manažérov pre nové vývozné objednávky sa po predchádzajúcom niekoľkomesačnom poklese v decembri 2014 oživil a v januári 2015 stabilizoval, čo naznačuje väčšiu odolnosť globálneho obchodu na prelome roka. V ďalšom období sa očakáva, že svetový obchod porastie veľmi pomalým tempom. Tempo globálneho obchodu brzdia v posledných rokoch aj podnikové investície, ktoré sú typicky dovozne náročné a v súčasnosti sú v cyklickej fáze poklesu. Zároveň na globálny obchod vplyvajú aj štrukturálne faktory, keď podniky obmedzili komplexnosť a dĺžku svojich ponukových reťazcov. Znamená to, že expanzia globálnych hodnotových reťazcov už nepodporuje rast globálneho obchodu v rovnakej miere ako v minulosti. Preto, hoci sa po ukončení cyklického poklesu a oživení globálnych investícií očakáva opätovný rast globálneho obchodu, je nepravdepodobné, že bude expandovať rovnakým tempom ako v poslednej dekáde minulého a na začiatku tohto storočia, keď sa veľké ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov integrovali do svetového hospodárstva, vďaka čomu došlo k výraznej expanzii globálnych obchodných príležitostí.

Celkovo sa očakáva postupné zlepšovanie globálneho oživenia. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2015 sa očakáva, že rast reálneho HDP sveta (bez eurozóny) stúpne z 3,6% zaznamenaných v roku 2014 približne na 4 % v roku 2016 aj 2017.¹ Zahraničný dopyt eurozóny by sa mal zvýšiť z 2,8 % v roku 2014 na 5,1 % v roku 2017. Predpokladaný globálny rast a zahraničný dopyt sa v porovnaní z prognózami z decembra 2014 v zásade nezmenili. V tomto výhla-

¹ Viac v článku Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu - marec 2015, na stránke ECB <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201503.en.pdf>.

de sa odrážajú očakávania, že rast globálneho dopytu vyvolaný nízkymi cenami ropy bude vo všeobecnosti neutralizovaný menej priaznivým výhľadom v niektorých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov.

Pretrvávajú riziká nízkej globálnej aktivity.

Hoci môže byť vplyv nižších cien ropy na celkový výhľad obchodu silnejší, ako predpokladajú makroekonomické projekcie odborníkov ECB z marca 2015, trhy v Spojených štátoch naďalej očakávajú pomalší rast úrokových sadzieb než posledné prognózy výboru FOMC. Ako sa uvažuje v boxe 1, inflačné tlaky v Spojených štátoch zostanú zrejme nízke. Existuje však neistota, pokiaľ ide o mieru nevyužitých kapacít v hospodárstve a intenzitu vplyvu väčšieho dopytu na zvyšovanie tlaku na rast miezd a inflácie. Keby bola normalizácia menovej politiky rýchlejšia, ako v súčasnosti očakávajú trhy, mohlo by to viesť k priaznivej zmene vnímania rizika. Značný rast úverov a zvyšovanie podielu cudzích zdrojov v Číne predstavujú riziko zhoršenia finančnej stability. Na výhľad naďalej nepriaznivo pôsobia aj geopolitické riziká, pričom scenár opätovného eskalovania napätia medzi Ruskom a Ukrajinou by mal negatívny dosah na globálny rast.

Globálna inflácia sa v posledných mesiacoch znížila najmä v dôsledku klesajúcich cien energií.

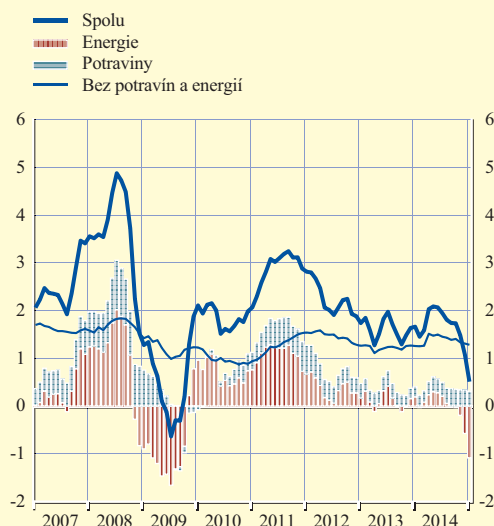
Ročná miera rastu spotrebiteľských cien v krajinách OECD sa v januári 2015 znížila na 0,5 %. Ročná miera inflácie bez cien potravín a energií zároveň zostala stabilnejšia (graf 4). Okrem krajín OECD sa inflácia zmiernila v posledných mesiacoch aj v Číne, kde pretrvávali rozsiahle deflacioné tlaky. V ostatných veľkých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov sa inflácia zvýšila tam, kde oslabenie meny spôsobilo rast cien dovozov, alebo kde sa nízka dôveryhodnosť domácej menovej politiky odrážala v trvalo vysokých inflačných očakávaniach.

V krátkodobom horizonte sa očakáva nízka globálna inflácia, ktorá bude neskôr pomaly stúpať.

Pretrvávajúce nízke ceny komodít podľa očakávaní v krátkodobom horizonte prispievajú k nevýraznej globálnej inflácii. Prognózované zvýšenie svetovej hospodárskej aktivity by malo následne znížiť mieru nevyužitých kapacít. Okrem toho krivka ropných futurít naznačuje v nadchádzajúcich rokoch určité zvýšenie cien, rovnako ako futurity na ceny neropných komodít.

Graf 4 Inflácia v krajinách OECD

(medziročné percentuálne zmeny a príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: OECD a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z januára 2015. Kalkulácia príspevkov vychádza z výpočtov odborníkov ECB.

2 FINANČNÝ VÝVOJ

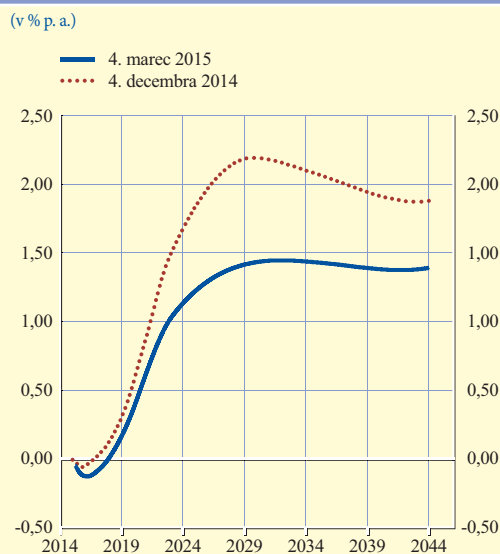
V decembri 2014 a takmer počas celého januára 2015 bol finančný vývoj ovplyvnený očakávaniami rozšíreného programu nákupu aktív (Asset Purchase Programme – APP), ktorý bol oznámený po zasadnutí Rady guvernérov ECB 22. januára 2015. Už pred oznámením APP poklesli výnosy dlhopisov eurozóny všetkých emisií, splatností a emitentov a v mnohých prípadoch sa dostali na nové historické minimá. Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov eurozóny s ratingom AAA výrazne poklesli, kým porovnateľné výnosy štátnych dlhopisov Spojených štátov vzrástli, takže sa spred medzi nimi ešte rozšíril. Výnosy štátnych dlhopisov eurozóny s nižším ratingom tak isto poklesli, ale v súvislosti s neistotou ohľadom finančnej pomoci Grécku vykazovali väčšiu volatilitu. Po oznámení APP až do marca výnosy štátnych dlhopisov eurozóny ďalej klesali. Okrem toho ceny akcií v eurozóne ďalej výrazne rástli. Euro sa v posledných mesiacoch výrazne oslabilo.

Sadzba EONIA od začiatku decembra 2014 do začiatku marca 2015 poklesla v prostredí vysokých úrovní nadbytočnej likvidity. V uvedenom období dosiahla priemer -0,04%, o 3 bazické body menej ako priemer za predchádzajúce tri mesiace. Situácia v oblasti likvidity a operácie menovej politiky sa podrobnejšie analyzujú v boxe 2.

Oznámenie programu APP – a očakávaná pred jeho ohlásením – malo za následok, že forwardové sadzby EONIA výrazne poklesli. Od začiatku decembra 2014 do začiatku marca 2015 sa priebeh forwardovej krivky EONIA stal inverznejší, pričom najnižšiu úroveň -0,15 % dosiahla v prvých ôsmich mesiacoch roka 2016; táto úroveň sa približuje k súčasnej úrokovej sadzbe jednoduchých sterilizačných operácií -0,20 % (graf 5). Tento vývoj je v súlade s trhovými očakávaniami významného, ale postupného nárastu nadbytočnej likvidity v dôsledku oznámenia APP. V porovnaní so začiatkom decembra 2014 sa bod, v ktorom trhy očakávajú návrat sadzby EONIA do kladných hodnôt, premiestnil začiatkom marca 2015 o 7 mesiacov, z júla 2017 na február 2018. Zhruba podobný priebeh sa zaznamenáva aj v budúcom vývoji trojmesačného EURIBOR-u.

Výnosy štátnych dlhopisov eurozóny s ratingom AAA tiež poklesli v dôsledku očakávaní súvisiacich s oznámením programu nákupu aktív (graf 6). Avšak v dôsledku priameho vplyvu APP – a taktiež vďaka zníženiu premií za likviditu – výnosy z dlhodobejších štátnych dlhopisov s ratingom AAA poklesli o niečo viac ako swapové miery EONIA. V dôsledku toho výnosy 10- a 30-ročných štátnych dlhopisov s ratingom AAA od začiatku decembra do začiatku marca poklesli o približne 50 bazických bodov, pričom 4. marca boli na úrovni 0,4 % a 1,1 %. Výnosy krátkodobých dlhopisov, ako sú dvojročné štátne dlhopisy s ratingom AAA, tak isto poklesli, pričom sa v niektorých krajinách dostali do záporných hodnôt.

Graf 5 EONIA forward rates

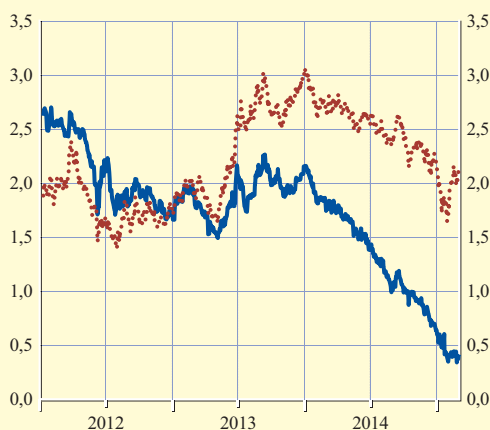


Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Graf 6 Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov

(v % p. a.)

— Eurozóna (rating AAA)
 Spojené štáty



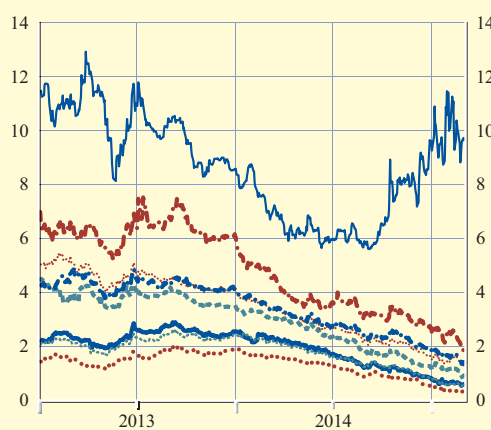
Zdroje: EuroMTS, ECB a Bloomberg.

Poznámka: Výnosy podľa údajov ECB o dlhopisoch eurozóny s ratingom AAA, kam v súčasnosti patria dlhopisy z Rakúska, Fínska, Nemecka a Holandska.

Graf 7 Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov vo vybraných krajinách eurozóny

(v percentách za rok)

— Belgicko
 Nemecko
 - - - - - Írsko
 — Grécko
 Španielsko
 - - - - - Francúzsko
 - - - - - Taliansko
 - - - - - Portugalsko



Zdroj: Thomson Reuters.

Výnosy štátnych dlhopisov eurozóny s nižším ratingom (s výnimkou gréckych dlhopisov) taktiež poklesli, ale vykazovali väčšiu volatilitu.

Od začiatku decembra 2014 do začiatku marca 2015 bol pokles dlhopisov výraznejší pri štátnych dlhopisoch s nižším ratingom ako vyšším ratingom, čo bolo čiastočne odrazom výraznejšej orientácie na vyššie výnosy v reakcii na nízke – a klesajúce – výnosy. Aj keď zvýšená neistota spojená s ďalším prístupom Grécka k financiám vyvíjala určitý tlak na rast výnosov štátnych dlhopisov eurozóny s nižším ratingom (graf 7), nová dohoda, ktorú Eurokupina dosiahla ku koncu februára 2015, celkovo pomohla tento tlak obmedziť. Od začiatku decembra 2014 do začiatku marca 2015 sa konkrétne zväčšili spready medzi desaťročnými gréckymi a nemeckými štátnymi dlhopismi o približne 250 bázických bodov, zatiaľ čo porovnateľné spready medzi nemeckými štátnymi dlhopismi a štátnymi dlhopismi iných krajín eurozóny zostali buď stabilné, alebo klesali.

Neistota na trhu štátnych dlhopisov eurozóny sa mierne zvýšila, o čom svedčí nepatrný nárast volatility odvodený z opcí. To by mohlo byť odrazom neistoty spojenej s ďalším prístupom Grécka k financiám, ako aj určitej neistoty ohľadom konkrétnych detailov realizácie programu nákupu aktív.

Rozdielny vývoj výnosov štátnych dlhopisov eurozóny a Spojených štátov pokračoval. Spread medzi výnosmi dlhopisov s ratingom AAA Spojených štátov a eurozóny sa od začiatku decembra 2014 do začiatku marca 2015 zväčšil a začiatkom marca predstavoval približne 180 bázických bodov. Spread sa začal rozširovať v polovici roka 2013 a tento divergujúci trend pokračoval, keď spread dosiahol historické maximum za obdobie, odkedy sa začali zbierať údaje, teda od septembra 2004. Tento rozdielny vývoj výnosov je v súlade s narastajúcimi názormi, že Spojené štáty a eurozóna sa nachádzajú v odlišnej pozícii hospodárskeho cyklu a s trhovými očakávaniami budúcich menových politik v týchto dvoch ekonomikách.

Spready podnikových dlhopisov s ratingom investičného stupňa ďalej klesali.

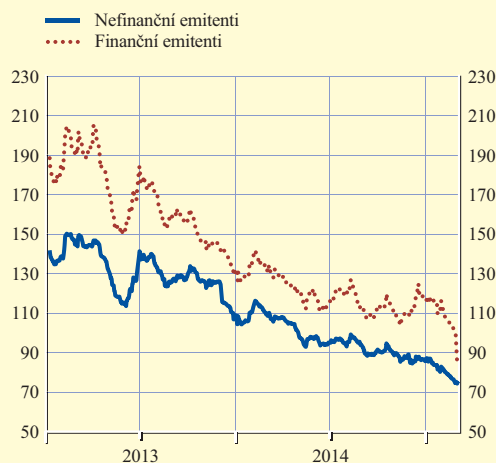
Spready podnikových dlhopisov – tak finančných, ako aj nefinančných emitentov – sa počas niekoľko uplynulých mesiacov ďalej znižovali (graf 8) a zostali nízke, na úrovni podobnej ako v čase pred vypuknutím finančnej krízy. Bolo to pravdepodobne spôsobené očakávaniami, že program nákupu aktív spôsobí zmeny v skladbe portfólií a efekty s tým spojené, a v súvislosti s tým výraznejšiu orientáciu na vyššie výnosy. Navyše, od APP možno očakávať ďalšie zníženie nákladov na financovanie a zvýšenie príjmov korporácií, čím sa zníži vnímaná pravdepodobnosť zlyhania podnikových dlhopisov. Spready finančných emitentov sa zmenšili viac ako spready nefinančných emitentov, čo môže byť odrazom pocitovaného pokroku v rekapitalizácii finančných inštitúcií v eurozóne (podrobnejšie aj v časti 5 o peňažných a úverových agregátoch). Spready cenných papierov krytých aktívami zostali vo všeobecnosti stabilné.

Ceny akcií v eurozóne sa výrazne zvýšili. Od začiatku decembra 2014 do začiatku marca 2015 to bolo o približne 13,0 %, čím prekonal rast cien akcií v Spojených štátoch a v Japonsku (graf 9). Väčšina tohto rastu sa v eurozóne zaznamenala po oznámení APP (čo viedlo k poklesu očakávaných nákladov na budúce financovanie, a teda malo pozitívny vplyv na diskontovanú hodnotu očakávaných budúcich podnikových ziskov). Skutočnosť, že Euroskupina koncom februára odsúhlasila predĺženie programu finančnej pomoci Grécku, pomohla zvýšiť ochotu podstupovať riziko. Pomer cien akcií eurozóny k ich účtovnej hodnote zostal pod úrovňami, ktoré sa zaznamenali pred finančnou krízou, čo poukazuje na to, že investori majú naďalej slabšie očakávania budúcich ziskov podnikov alebo ešte stále vyžadujú relatívne vysokú úroveň kompenzácie za riziká investovania do kapitálu. To platí najmä pri akciách finančných korporácií, ktorých ceny zostávajú hlboko pod maximami zaznamenanými pred finančnou krízou. Neistota na akciových trhoch meraná implikovanou volatilitou sa počas sledovaného obdobia mierne zvýšila tak v eurozóne, ako aj v Spojených štátoch.

Nárast cien akcií boli výraznejší v nefinančnom ako vo finančnom sektore. Ceny akcií finanč-

Graf 8 Eurozóna: spready podnikových dlhopisov v eurách upravené o opcie

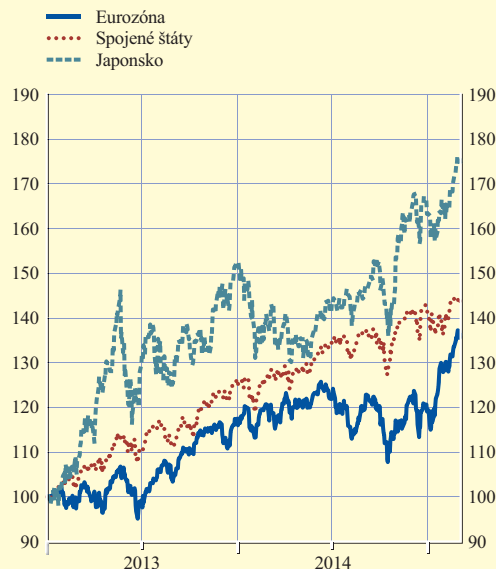
(v základných bodoch)



Zdroj: iBoxx a ECB.

Graf 9 Indexy cien akcií

(1. január 2013 = 100)



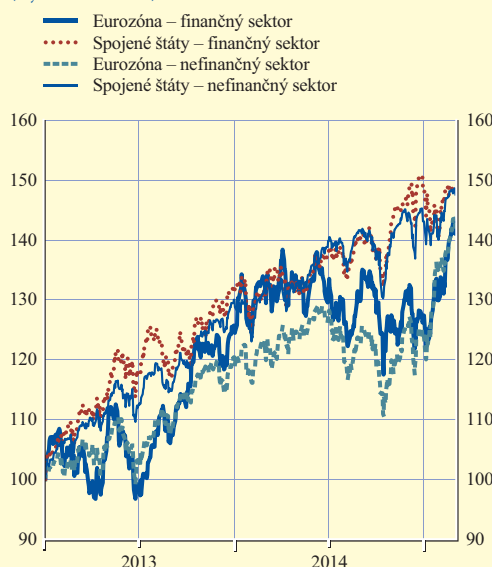
Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.
Poznámka: Široký index Dow Jones EURO STOXX pre eurozónu, index Standard & Poor's 500 pre Spojené štáty a index Nikkei 225 pre Japonsko. Najnovšie údaje sú zo 4. marca 2015.

ných inštitúcií vzrástli od začiatku decembra do začiatku marca o približne 10 %, zatiaľ čo v prípade nefinančných korporácií akcie vzrástli o niečo viac ako 14 %. Relatívne oslabenie finančného sektora sa koncentrovalo v období pred oznámením APP, a potom sa ceny v týchto dvoch sektoroch pohybovali viac-menej paralelne (graf 10).

Efektívny výmenný kurz eura v posledných mesiacoch ďalej oslaboval. Oslabovanie eura, ktoré sa začalo v máji 2014, pokračovalo najmä pred zasadnutím Rady guvernérov v januári 2015, čo bolo odrazom očakávaní pripravovaných menovopolitických rozhodnutí. Začiatkom marca bol efektívny výmenný kurz eura približne 10 % pod úrovňou, ktorá sa zaznamenala rok predtým. Nedávne pohyby efektívneho výmenného kurzu eura sa opisujú v boxe 3. Pokiaľ ide o vývoj bilaterálnych výmenných kurzov, euro pokleslo voči americkému doláru od decembra 2014 do začiatku marca 2015 o približne 10 %. Euro výrazne pokleslo aj voči švajčiarskemu franku potom, ako švajčiarska centrálna banka v polovici januára zrušila svoj kurzový limit 1,20 švajčiarskeho franku za euro. S dánskou korunou sa počas tohto obdobia obchodovalo v blízkosti centrálnej parity v rámci

Graf 10 Sektorové indexy cien akcií

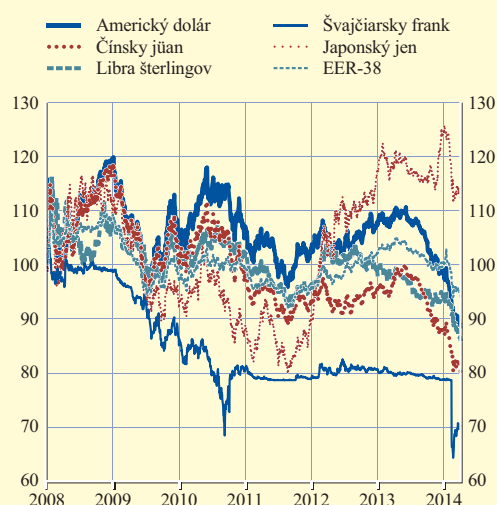
(1. január 2013 = 100)



Zdroje: Thomson Reuters.
Poznámka: Podľa trhových indexov Datastream.

Graf 11 Zmeny výmenného kurzu eura voči
vybraným menám

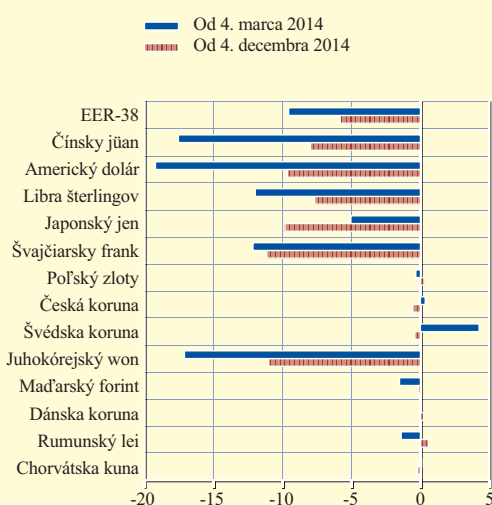
(1. decembra 2008 = 100)



Zdroje: ECB.
Poznámka: Najnovšie údaje sú zo 4. marca 2015. EER-38 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 38 najvýznamnejších obchodných partnerov eurozóny.

Graf 12 Zmeny výmenného kurzu eura voči
vybraným menám (v %)

(v %)



Zdroj: ECB.
Poznámka: Percentuálne zmeny do 4. marca 2015. EER-38 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 38 najvýznamnejších obchodných partnerov eurozóny.

ERM II, pretože Danmarks Nationalbank intervenovala na devízových trhoch a päťkrát znížila úrokové sadzby depozitných certifikátov. Navyše, dňa 30. januára bolo až do odvolania pozastavené vydávanie dánskych štátnych dlhopisov. Euro zároveň výrazne posilnilo voči ruskému rubľu.

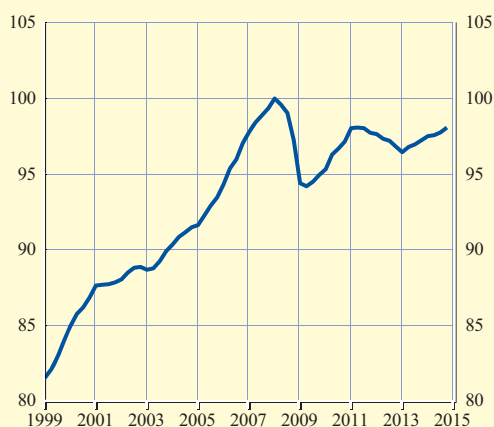
3 HOSPODÁRSKA AKTIVITA

Od polovice roka 2014 sa hospodárske oživenie v eurozóne postupne zintenzívnilo a k zlepšeniu došlo aj na trhoch práce. Aktivitu eurozóny v poslednom čase ďalej podporovalo viacero faktorov. Nízke ceny ropy zvyšujú reálny disponibilný príjem, a tým podporujú súkromnú spotrebu. Nedávny pokles výmenného kurzu eura prospel vývozu. K zlepšeniu podmienok financovania a prístupu k úverom by mal prispieť aj nedávno oznámený rozšírený program nákupu aktív. V priebehu roka 2015 a v nasledujúcom období sa preto očakáva posilňovanie hospodárskej aktivity, ktorú podporí domáci aj zahraničný dopyt. Nezamestnanosť by však mala zostať vysoká. V týchto podmienkach sa v projekciách odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2015 predpokladá rýchlejšia rast v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Euro systému z decembra 2014.

V druhom polroku 2014 sa zvýšil domáci dopyt. Reálny HDP stúpol v poslednom štvrťroku medzištvrťročne o 0,3 % po raste na úrovni 0,2 % v treťom štvrťroku 2014. V dôsledku toho sa po siedmich po sebe nasledujúcich štvrťrokoch rastu vrátil reálny HDP v eurozóne v poslednom štvrťroku 2014 na úroveň zaznamenanú v prvom štvrťroku 2011, čo je však takmer 2 % pod jeho úrovňou spred začiatku krízy v roku 2008 (graf 13). Intenzita oživenia je však v jednotlivých krajinách eurozóny nerovnomerná. Hoci v čase uzávierky tohto Ekonomického bulletinu ešte nebolo k dispozícii žiadne členenie, ekonomické ukazovatele a údaje za jednotlivé krajiny naznačujú, že domáci dopyt pozitívne prispieval k rastu aj v poslednom štvrťroku 2014. Taktiež sa zdá, že pozitívny príspevok zaznamenal aj čistý vývoz, pretože vývozu prospieva pokles výmenného kurzu eura.

Graf 13 Reálny HDP eurozóny

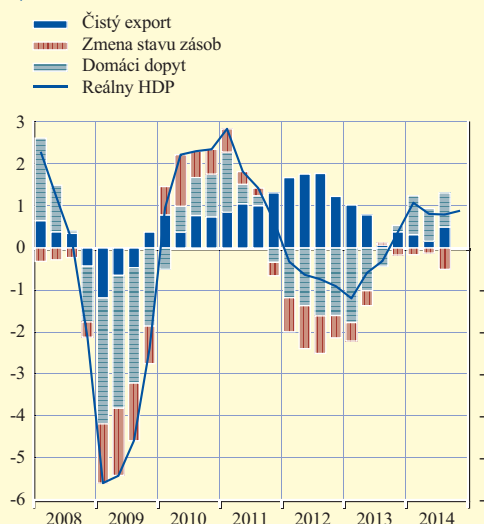
(index 1Q 2008 = 100)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Graf 14 Rast reálneho HDP eurozóny a jeho zloženie

(medziročná percentuálna zmena a medziročné príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje do tretieho štvrťroku 2014 nie sú očistené od sezónnych vplyvov ani od rozdielného počtu pracovných dní. Rast HDP za posledný štvrťrok 2014 je odhadnutý na základe rýchleho odhadu očisteného od sezónnych vplyvov a rozdielného počtu pracovných dní.

Východiská pre súčasne prebiehajúce oživenie sa v posledných mesiacoch viditeľne zlepšili.

Po prvé k podstatnému nárastu reálneho disponibilného príjmu prispieva prudký pokles cien ropy spôsobený hlavne ponukou. Po druhé domáci dopyt bude ďalej ťažiť z akomodatívneho nastavenia menovej politiky, ktoré vedie k prebiehajúcemu zlepšovaniu podmienok financovania, ako aj z uvoľňovania podmienok pre poskytovanie úverov. Po tretie aktivitu eurozóny by malo stále viac podporovať postupné zvyšovanie zahraničného dopytu a klesajúci výmenný kurz eura. Niektoré faktory, ako nízky globálny dopyt a úpravy bilancii vo verejnom aj súkromnom sektore, ktoré prispeli k súčasnému dlhému obdobiu veľmi nízkeho rastu reálneho HDP, sa postupne zlepšujú a začínajú mať pozitívnejší vplyv na hospodársku aktivitu v eurozóne. Vzhľadom na túto situáciu je v súčasnosti spotrebiteľská aj podnikateľská dôvera na oveľa vyššej úrovni ako koncom roka 2012.

Tento pozitívny vývoj sa odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2015.¹

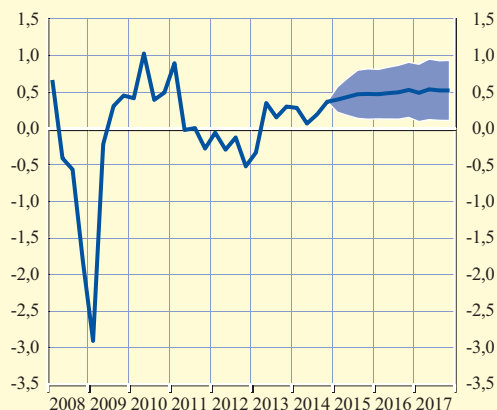
Predpokladá sa, že hospodárske oživenie v eurozóne sa bude postupne zosilňovať aj v nasledujúcich troch rokoch. Očakáva sa pozitívny príspevok domáceho a zahraničného dopytu k rastu. Nedávne opatrenia menovej politiky ECB by mali viacerými spôsobmi výrazne podporiť aktivitu v najbližšej budúcnosti aj zo strednodobého hľadiska. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2015 pre eurozónu by sa mal ročný reálny HDP v roku 2015 zvýšiť o 1,5 %, v roku 2016 o 1,9 % a v roku 2017 o 2,1 % (graf 15).

Rast spotreby nadobudol koncom roka 2014 dynamiku. K rastu súkromnej spotreby v roku 2014 významne prispel vyšší rast reálneho disponibilného príjmu, v ktorom sa odrazili lepšie mzdové aj nemzdové príjmy, menšia potreba fiškálnej konsolidácie aj klesajúce ceny energií. Po štvrtročnom raste na úrovni 0,5 % v treťom štvrtroku 2014 poukazujú krátkodobé ukazovatele na ďalší pomerne výrazný rast v poslednom štvrtroku tohto roka. V poslednom štvrtroku sa napríklad zvyšoval maloobchodný predaj aj registrácie automobilov rýchlejším tempom ako v predchádzajúcom štvrtroku.

Pokiaľ ide o ďalší vývoj, kľúčovým motorom rastu aktivity by mal zostať rast výdavkov na súkromnú spotrebu. Súkromnej spotrebe by mal ďalej prospievať priaznivý vplyv vyššieho rastu miezd spôsobeného stúpajúcou zamestnanosťou. Okrem toho súkromnú spotrebu podporí aj pozitívny vplyv poklesu cien energií na reálny disponibilný príjem. Časť ziskov z nižších cien ropy sa však spočiatku použije na úspory, ako to naznačuje očakávaný nárast miery úspor domácností (box 4). Údaje z prieskumov poukazujú na odolnejší vývoj spotrebiteľských výdavkov. Napríklad ukazovateľ spotrebiteľskej dôvery v eurozóne Európskej komisie, ktorý je dobrým indikátorom pri

Graf 15 Reálny HDP eurozóny (vrátane projekcií)

(medzištvrtročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok s názvom Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – marec 2015, ktorý bol uverejnený na internetovej stránke ECB 5. marca 2015. Poznámka: Údaje očistené od rozdielneho počtu pracovných dní. Intervaly okolo centrálnych projekcií sa určujú na základe rozdielov medzi skutočnými hodnotami a hodnotami z minulých projekcií za obdobie niekoľkých rokov. Šírka intervalov je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty spomenutých rozdielov. Tento postup používaný na výpočet intervalov, vrátane úprav v dôsledku výnimočných udalostí, je bližšie vysvetlený v dokumente New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges, ECB, december 2009.

¹ Viac informácií sa nachádza aj v článku s názvom Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu - marec 2015, ktorý bol uverejnený na internetovej stránke ECB 5. marca 2015.

určovaní vývojových trendov súkromnej spotreby, sa v januári a februári 2015 výrazne zlepšil, takže dosiahol predkrízovú úroveň (graf 16).

Investičné výdavky zostali v druhom polroku 2014 nízke.

Tvorba hrubého fixného kapitálu v eurozóne klesla v treťom štvrťroku 2014 z dôvodu poklesu stavebných investícií, pričom nestavebné investície zostali na nezmenenej úrovni. V poslednom štvrťroku 2014 sa v medzištvrťročnom vyjadrení pravdepodobne mierne zvýšili celkové investície, čo bolo prejavom rastúcej produkcie investičného tovaru, nepatrného zvýšenia využívania kapacít a vyššej úrovne dôvery v sektore investičného tovaru. Pokiaľ ide o stavebné investície, vyššia stavebná výroba v porovnaní s tretím štvrťrokom a zlepšujúce sa, avšak stále podpriemerné, ukazovatele dôvery naznačujú slabý pozitívny rast v poslednom štvrťroku.

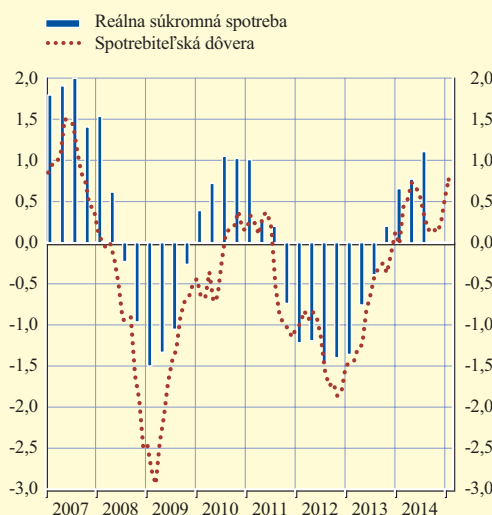
V roku 2015 sa očakáva vyššia dynamika podnikateľských investícií.

Ukazovateľ ekonomického sentimentu sa zlepšoval v januári aj februári, takže sa dostal nad úroveň z predchádzajúceho štvrťroka, čo signalizuje možné zrýchlenie dynamiky investícií. Celkovo v súlade s oživeniami po krízach v minulosti je aj súčasné zvýšenie investícií len mierne a sťažujú ho pretrvávajúce faktory ako nekvalitné bilancie v mnohých oblastiach podnikového sektora a len postupne klesajúca neistota vyplývajúca z krízy. V treťom štvrťroku 2014 boli investície takmer o 17 % pod svojou najvyššou hodnotou z prvého štvrťroka 2008, čo viedlo k prudkému zníženiu pomeru investícií k HDP (graf 17). Pokiaľ ide o ďalší vývoj, podnikateľské investície by mali nadobudnúť dynamiku, ktorú podporí rastúci zahraničný aj domáci dopyt, potreba modernizovať základný kapitál po niekoľkých rokoch nízkych investícií, veľmi priaznivé podmienky financovania, nižší výmenný kurz eura a postupný rast ziskových marží.

V roku 2015 aj v ďalších rokoch sa očakáva mierne oživenie stavebných investícií, ktoré podpora veľmi nízke sadzby hypotekárnych úverov vo väčšine krajín, zjednodušené podmienky financovania, viac úverov domácnostiam a rýchlejší rast disponibilného príjmu. Investície do nehnuteľností na bývanie časom podporí aj klesajúca potreba konsolidácie na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie.

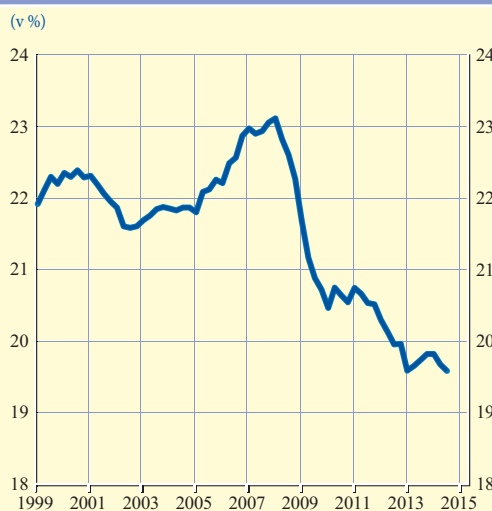
Graf 16 Súkromná spotreba a spotrebiteľská dôvera v eurozóne

(medziročná percentuálna zmena; upravené podľa strednej hodnoty)



Zdroj: Eurostat, Európska komisia a výpočty ECB.

Graf 17 Pomer investícií k HDP v eurozóne



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Čistý vývoz by mal podľa očakávaní prispieť k rastu HDP mierne pozitívne, pretože vývoz v súčasnosti podporuje globálny dopyt a oslabenie výmenného kurzu eura. Vývoz tovarov a služieb z eurozóny sa zvýšil v treťom štvrťroku 2014 medzištvrťročne o 1,3 %. V poslednom štvrťroku 2014 posilňoval aj vývoz do Spojených štátov, Číny a ostatných ázijských ekonomík, pričom vývoz do európskych krajín mimo eurozóny a do latinskej Ameriky bol tlmený. Očakáva sa, že vývoz eurozóny bude v roku 2015 aj v nasledujúcom období rásť, pričom ho podporí postupne stúpajúci globálny dopyt a oslabovanie efektívneho výmenného kurzu eura. Dovozy do eurozóny by mal rásť aj začiatkom roka 2015 a súbežne s oživením domáceho dopytu posilňovať aj v strednodobom horizonte. Čistý vývoz by mal podľa očakávaní v danom časovom horizonte prispieť len mierne k rastu reálneho HDP.

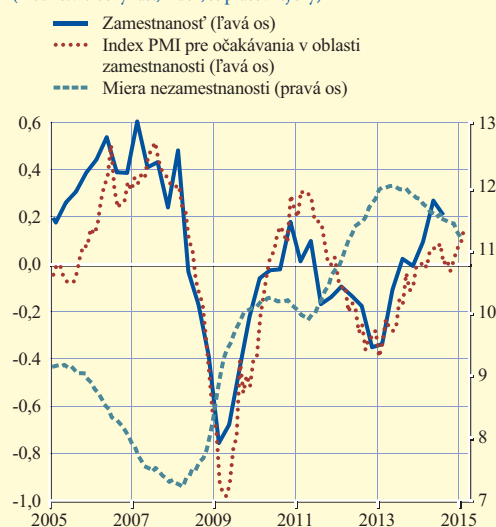
Rýchlejší rast celkovej aktivity budú ďalej záporne ovplyvňovať niektoré faktory. Prebiehajúce úpravy rozpočtov v rôznych sektoroch budú vyvíjať tlak na znižovanie domáceho dopytu. V tejto súvislosti spomaľuje výstavbu nehnuteľností na bývanie v niektorých krajinách eurozóny pretrvávajúca potreba konsolidácie na trhoch s nehnuteľnosťami na bývanie, čo sa prejavuje aj pokračujúcim poklesom cien domov v týchto krajinách. Na oživenie v tejto oblasti bude ďalej negatívne vplývať síce pretrvávajúca, ale klesajúca neistota ohľadne európskej krízy štátneho dlhu a geopolitické faktory. Dlhé obdobie slabého rastu, ktoré eurozóna zaznamenala v posledných rokoch, súviselo s korekciou makroekonomických nerovnováh vo viacerých krajinách. V boxe 5 sa hodnotia výsledky preskúmania v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe za rok 2015.

Riziká ohrozujúce výhľad pre aktivitu trvajú, ale po nedávnych menovopolitických rozhodnutiach a po poklese cien ropy sa začali zmenšovať. K rizikám ohrozujúcim výhľad pre hospodársku aktivitu patrí ďalší rast geopolitického napätia a obnovené napätie na trhoch so štátnymi dlhopismi v eurozóne. Tieto riziká len čiastočne vyvažujú rastúce riziká, ktoré súvisia so silnejším vplyvom štrukturálnych reforiem a investičných plánov EÚ na aktivitu ako sa očakávalo.

Situácia na trhu práce v eurozóne sa postupne zlepšuje. Počet zamestnaných osôb (graf 18) sa v treťom štvrťroku 2014 zvýšil medzištvrťročne o 0,2 % (najnovšie údaje sú dostupné za toto obdobie), čo znamená tretí štvrťrok nepretržitého rastu. Tento rast je dôsledkom súčasného rastu v sektore služieb (najmä trhových) a v poslednom čase aj prejavom stabilizácie v priemysle a stavebníctve. Mierne nárast počtu zamestnaných osôb v sektore stavebníctva, ktorý sa zaznamenal v treťom štvrťroku, odráža prvý kladný medzištvrťročný rast zamestnanosti zaznamenaný od tretieho štvrťroku 2007. Na úrovni jednotlivých krajín bol, okrem pozitívneho vývoja na nemeckom trhu práce, rast zamestnanosti vo veľkej miere spôsobený zlepšením situácie v krajinách, ktoré majú v súčasnosti vysokú mieru nezamestnanosti, ako je Španielsko, Portugalsko a Grécko. V treťom štvrťroku 2014 sa medzištvrťročne zvýšil o 0,4 % aj celkový počet odpracovaných hodín, čo je znova o niečo

Graf 18 Zamestnanosť v eurozóne, index PMI pre očakávania v oblasti zamestnanosti a nezamestnanosť

(medzištvrťročný rast; index; % pracovnej sily)



Zdroj: Eurostat, Markit a výpočty ECB.
Poznámka: Index PMI je vyjadrený ako odchýlky od 50 delené 10.

viac ako nárast v predchádzajúcich štvrťrokoch po poslednej recesii v eurozóne. Hoci sa stále zaznamenávajú výsledky prieskumov na nízkych úrovniach, napriek tomu naznačujú pokračujúce zlepšovanie zamestnanosti na prelome roka. Aj výhľadové ukazovatele naznačujú určité ďalšie zlepšenie podmienok na trhu práce.

Nezamestnanosť postupne klesá z vysokých úrovní. Miera nezamestnanosti dosahovala v januári 2015 v eurozóne 11,2 %, čo bolo o 0,6 percentuálneho bodu menej v porovnaní so stavom pred roka, avšak stále o 1,3 percentuálneho bodu nad jej najnižšou hodnotou v apríli 2011 a o 4,0 percentuálneho bodu nad najnižšou hodnotou pred krízy. Súčasný pokles miery nezamestnanosti je viditeľný vo všetkých skupinách (mládež, dospelí, muži aj ženy) a vo väčšine ekonomík eurozóny, hoci pretrvávajú aj podstatné rozdiely.

Očakáva sa, že v budúcnosti sa trh práce v eurozóne bude zlepšovať z krátkodobého aj strednodobého hľadiska. Zatiaľ čo nedávne oživenie rastu zamestnanosti už bolo výraznejšie ako sa predpokladalo na základe historických vzťahov, výraznejší rast zamestnanosti sa očakáva v nasledujúcich štvrťrokoch v dôsledku intenzívnejšieho oživenia, takže sa prejaví pozitívny vplyv štrukturálnych reforiem v krajinách, ktoré nepriaznivo zasiahla kríza. V dôsledku toho sa očakáva, že miera nezamestnanosti bude so šíriacim sa oživením ďalej klesať.

4 CENY A NÁKLADY

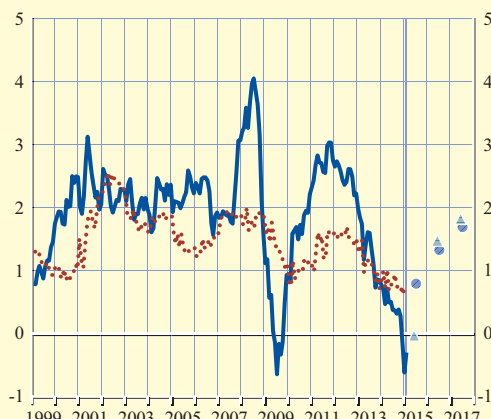
Globálne a domáce faktory sa od konca roka 2011 podieľali na dlhšie trvajúcim poklese inflácie HICP, pričom nedávny prepád cien ropy bol hlavnou hybnou silou inflácie, ktorá sa v posledných mesiacoch dostala do záporného pásma. Ročná miera inflácie HICP by v nadchádzajúcich mesiacoch mala na základe prevažujúcich cien ropných futures ostať v zápornom pásme alebo na veľmi nízkych úrovniach. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2015 pre eurozónu by priemerná miera inflácie mala byť v roku 2015 na úrovni 0,0 %, pričom v roku 2016 sa očakáva jej výrazný nárast na úroveň 1,5 % a v roku 2017 na 1,8 %. Inflácia HICP by s výnimkou energií a potravín mala vzrásť z úrovne 0,8 % v roku 2015 na 1,3 % v roku 2016 a na 1,7 % v roku 2017. Podľa očakávaní by mali nedávne opatrenia menovej politiky v sledovanom období prispieť k rastu inflácie a k ukotveniu inflačných očakávaní. Riziká pre výhľad cenového vývoja v strednodobom horizonte sa budú pozorne sledovať, pričom osobitný dôraz sa bude klásť na premietnutie opatrení menovej politiky a geopolitický na vývoj, ako aj na vývoj výmenných kurzov a cien energií.

Výsledky inflácie boli v posledných mesiacoch výrazne nižšie, ako sa predpokladalo v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu z decembra 2014. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu dosiahla ročná miera inflácie HICP v eurozóne vo februári 2015 úroveň -0,3 %, po úrovni -0,6 % v januári a -0,2 % v decembri 2014 (graf 19). Nižšie výsledky, než sa očakávalo, boli spôsobené hlavne nižšími príspevkami cien energií, keďže ceny ropy zaznamenali od termínu uzávierky decembrových projekcií zohľadňujúcich ceny ropných futures, čiže od polovice novembra 2014 prudký pokles (graf 20).

Graf 19 Inflácia HICP za eurozónu a inflácia HICP bez cien potravín a energie

(ročná percentuálna zmena)

- Inflácia HICP
- ... Inflácia HICP bez cien potravín a energií
- ▲ Makroekonomické projekcie odborníkov ECB z marca 2015 týkajúce sa inflácie
- Makroekonomické projekcie odborníkov ECB z marca 2015 týkajúce sa inflácie bez cien potravín a energií



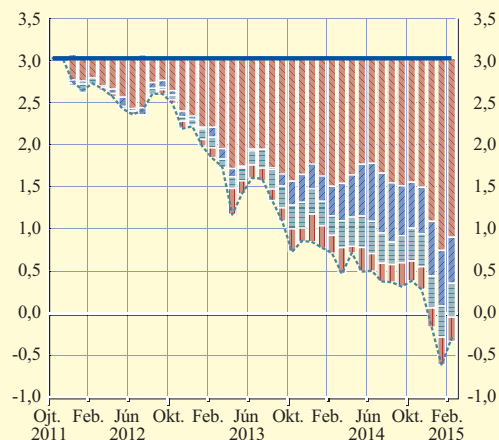
Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje pre infláciu HICP a infláciu HICP bez cien potravín a energií sú za február 2015 (rýchle odhady). Údaje z projekcií sa týkajú ročných priemerov na roky 2015, 2016 a 2017, ako sa uvádza v článku z 5. marca 2015 s názvom Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, uverejnenom na internetovej stránke ECB.

Graf 20 Vývoj inflácie HICP od októbra 2011

(ročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)

- Celkový index – základné obdobie (október 2011)
- ▨ Služby
- ▨ Priemyselné tovary bez energií
- ▨ Potraviny
- ▨ Energie
- Celkový index



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z februára 2015 (rýchly odhad). Graf znázorňuje príspevky jednotlivých zložiek celkovej inflácie v percentuálnych bodoch od poslednej najvyššej hodnoty inflácie HICP zaznamenatej v októbri 2011.

Inflácia HICP bez cien potravín a energií bola aj naďalej celkovo stabilná. Nízku úroveň základnej inflácie možno pripísať kombinácii faktorov vrátane oneskorených účinkov výrazného posilňovania eura do mája 2014, procesu úpravy relatívnych cien v niektorých krajinách eurozóny a pretrvávajúcemu nízkemu spotrebiteľskému dopytu a malému vplyvu na tvorbu cien. Nižšie ceny ropy a iných komodít okrem toho vyvíjali aj tlak na pokles inflácie HICP bez cien energií a potravín, keďže nižšie vstupné náklady sa preniesli do cenového reťazca.¹

Posledný vývoj inflácie bol poznačený priamymi účinkami poklesu cien ropy (graf 20). Nedávny pokles cien ropy sa pravdepodobne do značnej miery premietol do cien kvapalných palív pred zdanením. Ostatné typické priame účinky, napríklad účinky cien elektriny a plynu, taktiež prispeli k nedávny záporným výsledkom inflácie.

Naďalej pretrvával tlak na znižovanie cien potravín. V posledných mesiacoch sa ročná miera inflácie cien nespracovaných potravín dostala ešte viac do záporného pásma, pričom inflácia cien spracovaných potravín sa ďalej zmierňovala. Tento vývoj čiastočne odzrkadľuje nepriame účinky poklesu cien poľnohospodárskych a iných komodít, ktorý sa premietol prostredníctvom výrobného a cenového reťazca.

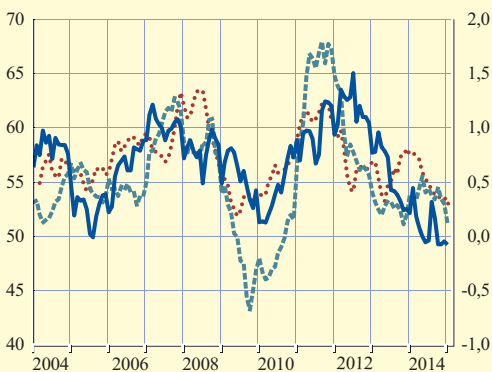
Oneskorený vplyv posilňovania eura do mája 2014 a vplyv poklesu medzinárodných cien komodít sa stále prejavuje v cenách priemyselných tovarov bez energií. Treba poznamenať, že mnohé z týchto tovarov, ako napríklad počítače alebo elektrické spotrebiče, sú dovážané buď celé, alebo ich jednotlivé komponenty. Nižšie medzinárodné ceny ropy môžu vyvíjať tlak na znižovanie cien neenergetických priemyselných tovarov, keďže ceny energií predstavujú hlavný nákladový faktor pri výrobe týchto tovarov. Popri cyklických faktoroch môžu na dynamiku inflácie týchto tovarov vplývať aj štruktúrnejšie faktory. Otázka utlmujúceho účinku elektronického obchodu na infláciu je predmetom boxu 6.

Cenové tlaky na priemyselné tovary bez energií sú naďalej tlmené. Inflácia cien výrobcov spotrebných tovarov, ktorá má tendenciu viesť infláciu cien neenergetických priemyselných tovarov o približne šesť až dvanásť mesiacov, ostala v januári 2015 na nízkej úrovni. Okrem toho hodnoty, resp. údaje z prieskumu o vstupných cenách v maloobchodnom nepotravinárskom sektore v januári 2015 aj naďalej klesali (graf 21). Na jednej strane bola ročná miera zmeny cien dovozu polotovarov v skorších fázach cenového reťazca v dôsledku znehodnocovania eura už druhý mesiac po sebe pozitívna. Na druhej strane sú ceny výrobcov polotovarov, ako aj ceny ropy a iných komodít v eurách stále na nízkych úrovniach.

Graf 21 Cenové tlaky na priemyselné tovary bez energií v neskorších fázach cenového reťazca

(ročná percentuálna zmena)

— HICP priemyselné tovary bez energií (pravá os)
 Index nákupných manažérov – vstupné retailové náklady na nepotravinové tovary (trojmesačný klzavý priemer, ľavá os)
 - - - Index cien výrobcov – nepotravinové spotrebné tovary (pravá os)



Zdroj: Markit, Eurostat a výpočty ECB.
 Poznámka: Posledné údaje sú z januára 2015.

¹ Viac podrobností o nepriamych účinkoch sa nachádza v boxe 3 s názvom Nepriame účinky vývoja cien ropy na infláciu eurozóny, *Mesačný bulletin*, ECB, december 2014.

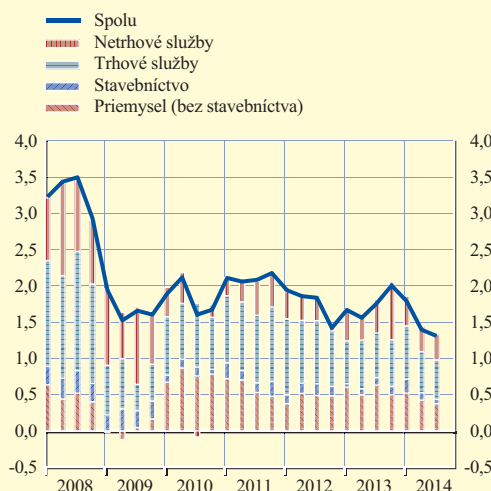
Utlmený vývoj nákladov práce tlačil na ceny služieb. Keďže náklady práce zvyčajne tvoria relatívne veľký podiel celkových nákladov v sektore služieb, tlmený rast miezd prispieval k inflácii cien služieb, ktoré ostávali na nízkych alebo celkovo stabilných úrovniach (graf 22). Slabý rast miezd a infláciu cien v službách možno vo veľkej miere pripísať celému radu faktorov. Môžu odzrkadľovať značné nevyužívané kapacity na trhu práce a v hospodárstve eurozóny. Nepriame účinky nižších cien ropy v poslednom období prispievali aj k poklesu cien v sektore dopravy, najmä v leteckej doprave, kde palivo predstavuje významnú nákladovú položku. Môže to naznačovať aj väčšiu pružnosť miezd a cien v niektorých krajinách eurozóny v dôsledku štrukturálnych reforiem na trhu práce a na trhu tovarov a služieb zrealizovaných v posledných rokoch (graf 23).

Možnosť vzniku sekundárnych účinkov nižších cien ropy sa musí sledovať. Na jednej strane by väčšia pružnosť miezd znamenala, že akákoľvek úprava smerom nadol môže byť teraz výraznejšia. Na druhej strane výrazné obmedzovanie automatickej indexácie miezd môže znamenať, že akákoľvek úprava rastu miezd smerom nadol je menej výrazná, než mohla byť v predchádzajúcom období. Okrem toho v mnohých krajinách stále pretrvávajú nepružnosť nominálnych miezd, čím sa znižovanie miezd v absolútnom vyjadrení stáva zložitejším.

Merania dlhodobých inflačných očakávaní vychádzajúce z prieskumov naznačujú, že inflácia sa postupne vráti k úrovni blízkej 2 % (graf 24). V nadväznosti na nedávny prepád cien ropy sa krátkodobé inflačné očakávania vychádzajúce z prieskumov výrazne znížili. Pokles dlhodobých inflačných očakávaní vychádzajúcich z prieskumov je však oveľa menej výrazný ako pokles očakávaní na základe trhových ukazovateľov. Vo všeobecnosti sa zdá, že inflačné očakávania klesli z dôvodu nízkych hodnôt miery inflácie na pozadí klesajúcich cien ropy a iných komodít a slabého rastu.

Graf 22 Kompenzácie na zamestnanca podľa sektorov v eurozóne

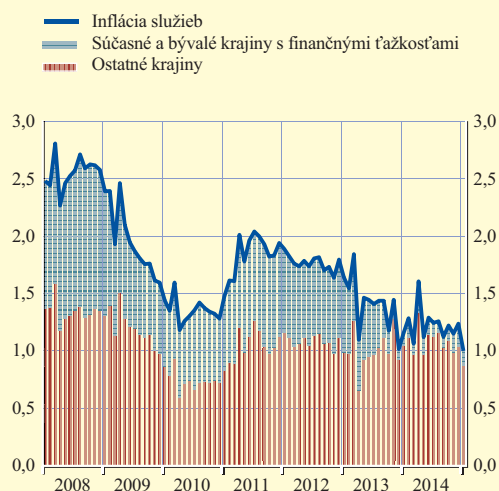
(ročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Údaje za 18 krajín eurozóny. Netrhové služby zahŕňajú činnosť verejnej správy a súkromných neziskových organizácií v sektore verejných služieb, školstva alebo zdravotníctva. Trhové služby sú definované ako zostávajúci rozdiel k celkovým službám. Posledné údaje sú z tretieho štvrtroka 2014.

Graf 23 Inflácia cien služieb v eurozóne

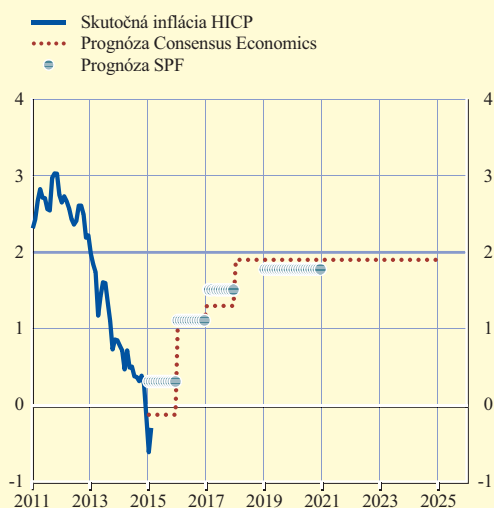
(ročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z januára 2015.

Graf 24 Merania inflačných očakávaní vychádzajúce z prieskumov

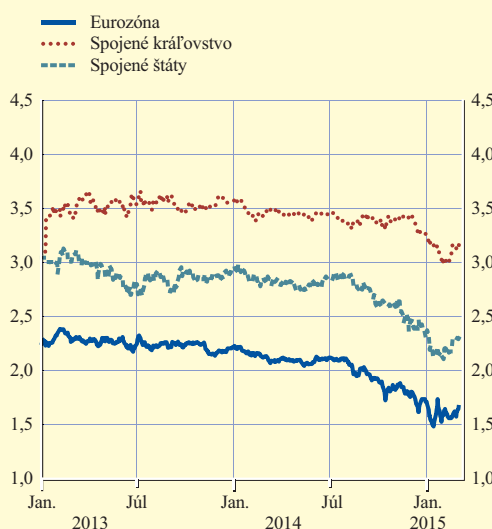
(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat, Thomson Reuters, Consensus Economics, ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) a výpočty ECB.
Poznámka: Údaje z prognózy Consensus Economics na roky 2015 a 2016 boli zverejnené vo februári 2015 a na zvyšné roky v októbri 2014.

Graf 25 Päťročné swapové miery inflácie na päť rokov dopredu

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Thomson Reuters.
Poznámka: Swapové miery inflácie pre Spojené kráľovstvo sú spojené s indexom maloobchodných cien Spojeného kráľovstva. Posledné údaje sú z 3. marca 2015.

Inflačné očakávania vychádzajúce z trhových ukazovateľov zaznamenali väčší pokles ako očakávania na základe prieskumov. Relatívne nízka úroveň inflačných očakávaní na báze trhových ukazovateľov čiastočne odzrkadľuje vplyv rizikovej prirážky za zápornú infláciu. Riziková prirážka za zápornú infláciu znamená, že swapové miery inflácie a rovnovážne inflačné miery sú nižšie ako budúca miera inflácie, ktorú v skutočnosti očakávajú účastníci trhu. Takáto situácia môže nastať, ak účastníci trhu očakávajú, že sa skôr naplní scenár nižšej inflácie než scenár vyššej inflácie. Tým sa následne zvyšuje preferencia účastníkov trhu pre držbu nominálnych dlhopisov, a nie inflačne indexovaných aktív, keďže reálny výnos z nominálnych dlhopisov by bol v takejto situácii relatívne priaznivý. Pokles dlhodobých inflačných očakávaní na báze trhových ukazovateľov za posledné mesiace bol zaznamenaný aj v Spojených štátoch a Spojenom kráľovstve (graf 25) a pravdepodobne odráža celosvetový rast rizikovej prirážky za zápornú infláciu.

Čo sa týka budúceho vývoja, inflácia HICP by mala byť v roku 2015 v priemere na úrovni 0,0 %, v rokoch 2016 a 2017 sa však očakáva jej výrazný nárast. Podľa informácií dostupných v polovici februára sa na základe makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2015 očakáva celkové zvýšenie inflácie HICP z úrovne -0,4 % v prvom štvrtroku 2015 na úroveň 1,9 % v poslednom štvrtroku 2017 a na priemernú hodnotu 0,0 % v roku 2015, 1,5 % v roku 2016 a 1,8 % v roku 2017 (graf 26). Predpokladaný nárast celkovej inflácie HICP odráža očakávané zvýšenie cien energií, ako naznačuje krivka ropných futures smerujúca nahor, vplyv slabšieho skutočného výmenného kurzu eura a výrazné posilnenie domácich nákladových tlakov na pozadí zotavovania sa ekonomiky a rýchleho zúženia zápornej produkčnej medzery.

Zlepšovanie na trhu práce a pokles stagnácie v ekonomike spôsobuje väčší domáci tlak na ceny počas sledovaného obdobia.

Na udržanie postupného zvyšovania rastu kompenzácií na zamestnanca sa predpokladá pokračujúci rast zamestnanosti a pokles miery nezamestnanosti, spolu s úpravami nákladovej konkurencieschopnosti v niektorých krajinách eurozóny, ktoré brzdia silnejšie oživenie. Zatiaľ čo sa rast kompenzácií na zamestnanca zrýchľuje, výsledné cyklické zlepšenie produktivity znamená pomalý rast jednotkových nákladov práce počas nasledujúcich dvoch rokov. V roku 2017 sa predpokladá, že rast kompenzácií na zamestnanca mierne prekročí rast produktivity, keďže v niektorých krajinách sa po rokoch nepružnosti miezd vplyvom hospodárskeho oživenia očakáva nárast miezd. Významným oživením produktivity a hospodárskej aktivity sa po poklese v roku 2015 počas zvyšku sledovaného obdobia očakáva nárast ziskových marží.

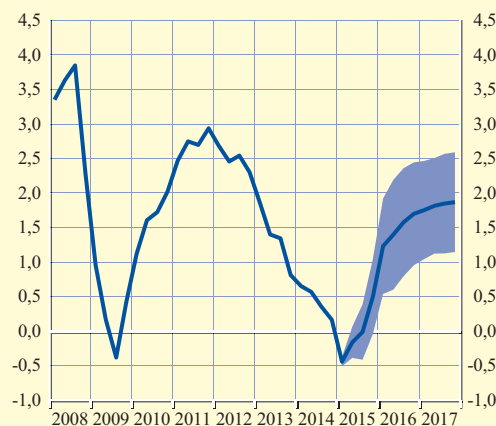
Podľa očakávaní by mali neštandardné opatrenia menovej politiky prostredníctvom domáceho a vonkajšieho tlaku na ceny v sledovanom období prispieť k rastu inflácie.

Priaznivý vplyv nedávnych neštandardných opatrení menovej politiky na rast reálneho HDP a z toho vyplývajúce rýchlejšie uzatváranie produkčnej medzery by mali prispieť k rastu ziskových marží aj miezd. Vplyv týchto opatrení na pokles výmenného kurzu eura spôsobuje dodatočné vonkajšie cenové tlaky prostredníctvom kurzového kanála. Priaznivé účinky na mieru dôvery, ktoré pramenia z týchto opatrení, by mali pomôcť stabilizovať inflačné očakávania.

Rada guvernérov ECB vyhlásila, že bude pozorne sledovať riziká ohrozujúce výhľad cenového vývoja v strednodobom horizonte. Osobitný dôraz sa pritom bude klásť na premietnutie opatrení menovej politiky a na geopolitický vývoj, ako aj na vývoj výmenných kurzov a cien energií.

Graf 26 Inflácia HICP eurozóny (vrátane projekcií)

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok s názvom Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, uverejnený na stránke ECB 5. marca 2015.

Poznámka: Uvedené intervaly okolo stredových hodnôt projekcií vychádzajú z rozdielov medzi skutočnými hodnotami a projektovanými hodnotami z minulých projekcií za obdobie niekoľkých rokov. Šírka intervalov je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty týchto rozdielov. Postup výpočtu intervalov vrátane úprav v dôsledku mimoriadnych udalostí je bližšie opísaný v dokumente ECB „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges“, ECB, december 2009.

5 PEŇAŽNÉ A ÚVEROVÉ AGREGÁTY

Ročná miera rastu širokého menového agregátu (M3) sa ďalej zotavovala, ale ostala na nízkych úrovniach. Zatiaľ čo sa ročná miera rastu úverov zvýšila, potvrdzujúc tak obrat ich dynamiky, ku ktorému došlo na začiatku roka 2014 – obmedzenia na strane ponuky sa postupne znižujú a dopyt po úveroch sa zlepšuje. Nedávny vývoj naznačuje, že opatrenia menovej politiky ECB pomáhajú obnoviť riadne fungovanie transmisného mechanizmu menovej politiky a uvoľniť podmienky poskytovania bankových úverov.

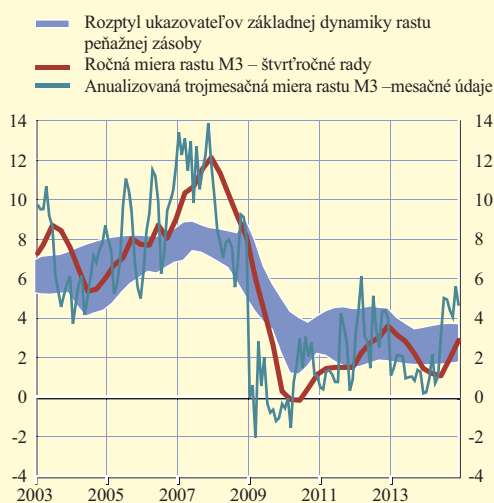
Dynamika rastu peňažnej zásoby a poskytovania úverov sa v prostredí veľmi nízkych úrokových sadzieb ďalej zlepšovala. V porovnaní s tretím štvrtrokom 2014 menové ukazovatele poukazujú na určitý pozitívny vývoj. Tento vývoj sa zaznamenal aj v oblasti ponuky a dopytu po bankových úveroch. Rast úverov nefinančným korporáciám eurozóny je však v porovnaní s minulosťou stále nevýrazný a fragmentárnosť úrokových sadzieb bankových úverov naprieč eurozónou zostáva.

Najnovšie údaje poukazujú na zrýchlenie dynamiky rastu agregátu M3, ktorý však stále zotrúva na nízkych úrovniach. Ročná miera rastu M3 sa v štvrtom štvrtroku 2014 zvýšila na 2,9 % a v januári 2015 dosiahla 4,1 %, po 2,0 % v treťom štvrtroku a 0,8 % v apríli 2014 (graf 27). K ročnej miere rastu agregátu M3 naďalej najviac prispievajú jeho najlikvidnejšie komponenty. Najväčšou mierou prispel rýchly rast úzkeho agregátu M1, s ročnou mierou 6,7 % v štvrtom štvrtroku uplynulého roka a 9,0 % v januári 2015 (na porovnanie 5,7 % v treťom štvrtroku).

Držitelia peňazí sa zameriavajú na jednoduchové vklady. Prostredie veľmi nízkych úrokových mier podnecuje držiteľov peňazí investovať do jednoduchových vkladov zahrnutých do agregátu M3. Agregát M1 profitoval z rýchlejšieho rastu jednoduchových vkladov tak v držbe domácností, ako aj nefinančných korporácií (graf 28). Uprednostňovanie najlikvidnejších aktív sektorom držiacim

Graf 27 Agregát M3 a základná ročná miera rastu M3

(ročná percentuálna zmena)

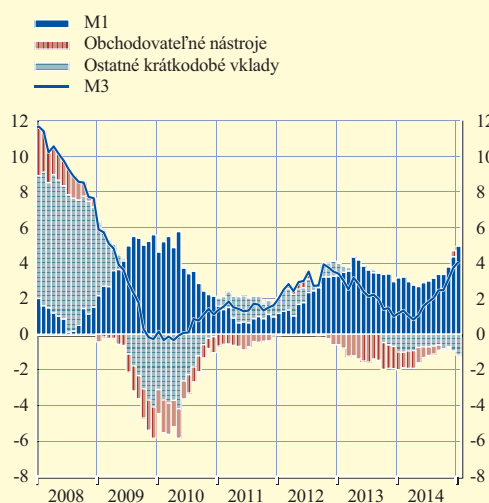


Zdroj: ECB a výpočty ECB.

Poznámky: Medzi ukazovatele základnej miery rastu peňažnej zásoby patrí rastový filter s jednou premennou a viacerými premennými, ukazovateľ založený na modele s dynamickými faktormi pre veľký súbor menových premenných, ukazovateľ cyklicky upraveného rastu agregátu M3 vypočítaný na základe bayesiánskeho autoregresného vektorového modelu a ukazovateľ vylúčenia (odhad vkladov domácností zahrnutých do agregátu M3).

Graf 28 Agregát M3 a jeho zložky

(príspevky ročných percentuálnych zmien očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



Zdroj: ECB.

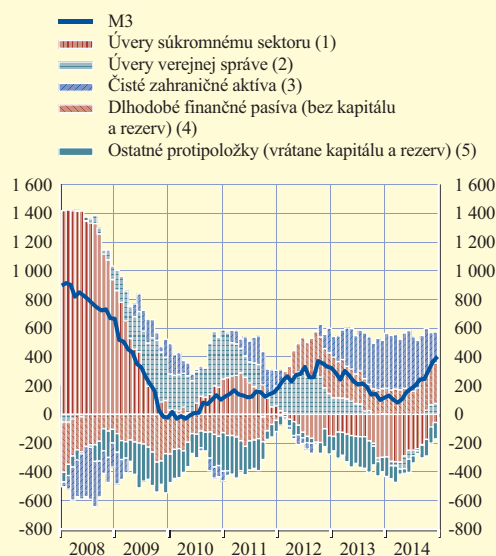
peniaze, najmä jednoduchých vkladov, poukazuje na pretrvávajúce vytváranie rezerv hotovosti. Nízke (a klesajúce) úrovne úročenia menej likvidných menových aktív prispievali k pokračujúce-
mu znižovaniu objemu krátkodobých vkladov iných ako jednoduchých. Okrem toho miera rastu
obchodovateľných nástrojov (M3 mínus M2), ktoré majú v agregáte M3 relatívne malú váhu, bola
menej záporná, a na konci štvrtého štvrťroka 2014 sa vrátila do kladných hodnôt. Najmä držba
krátkodobých dlhových cenných papierov vydaných peňažnými finančnými inštitúciami (PFI) po-
kračovala do štvrtého štvrťroka 2014 v klesajúcom trende, ale na prelome rokov sa jej ročná miera
rastu dostala do kladných hodnôt.

Rast širokého menového agregátu naďalej podporujú zahraničné transakcie. Hodnotenie protipo-
ložiek agregátu M3 (graf 29) ukazuje, že k dynamike rastu prispeli najmä čisté zahraničné aktíva a pre-
suny z dlhodobejších finančných pasív, ale pozitívnym faktorom bol aj obrat v dynamike poskytovania
úverov. V porovnaní s maximom v polovici roka 2014 sa príspevok čistej pozície zahraničných aktív
PFI v štvrtom štvrťroku 2014 výrazne znížil, ale zostal kladný, k čomu prispel značný prebytok na
bežnom účte. Toto zníženie môže byť odrazom očakávaní nižších budúcich výnosov z aktív eurozóny
účastníkmi trhu, najmä zahraničnými investormi. Prispel k nemu aj ďalší pokles ročnej miery zmeny
dlhodobejších finančných pasív PFI (bez kapitálu a rezerv) v držbe sektora držiaceho peniaze, ktorá
v štvrtom štvrťroku 2014 dosiahla -4,8 % a -5,7 % v januári 2015, po -3,4 % v treťom štvrťroku.

**V štvrtom štvrťroku 2014 banky svoje bilančné sumy zväčšili – po prvýkrát od polovice roka
2012 (graf 30).** Znižovanie zadlženosti bánk od konca roka 2011 do apríla 2014 viedlo k zníženiu
objemu celkových aktív o približne 6 %. Proces znižovania zadlženia PFI viedol k poklesu ich

Graf 29 Protipoložky agregátu M3

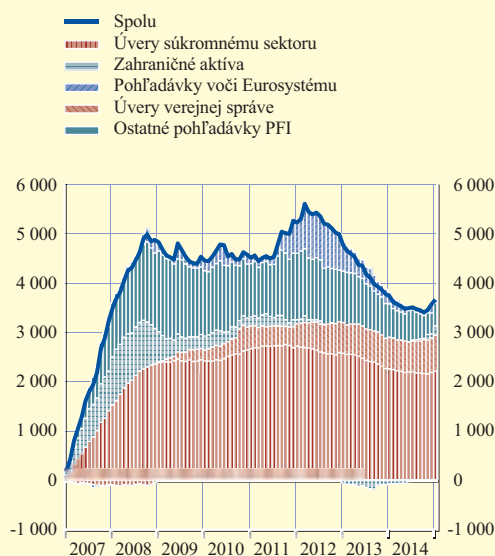
(ročné toky; v mld. EUR; očistené od sezónnych a kalendárnych
vplyvov)



Zdroj: ECB.
Poznámky: Agregát M3 sa uvádza len na informáciu (M3 = 1+2+3-4+5).
Dlhodobejšie finančné pasíva PFI (bez kapitálu a rezerv)
sú uvedené s opačným znamienkom, pretože sú pasíva
sektora PFI.

Graf 30 Hlavné aktíva PFI eurozóny

(v mld. EUR; kumulatívne toky od roku 2007; očistené od sezónnych
a kalendárnych vplyvov)



Zdroj: ECB.
Poznámky: Sektor PFI bez Eurosystému. Spolu znamená hlavné
aktíva PFI, t. j. niektoré kategórie aktív tu nie sú zahrnuté.

úverovania súkromného sektora. Došlo k nemu ako reakcia na obdobie výraznej expanzie bankových bilančných súm. Celkové aktíva PFI od roku 2005 do roku 2012 výrazne vzrástli, až na maximum 33,7 bln. € (3,55 HDP eurozóny), čo predstavuje nárast o viac ako 60 percentuálnych bodov HDP.

Proces úprav zostal v štvrtom štvrťroku charakteristickou črtou bankového sektora.

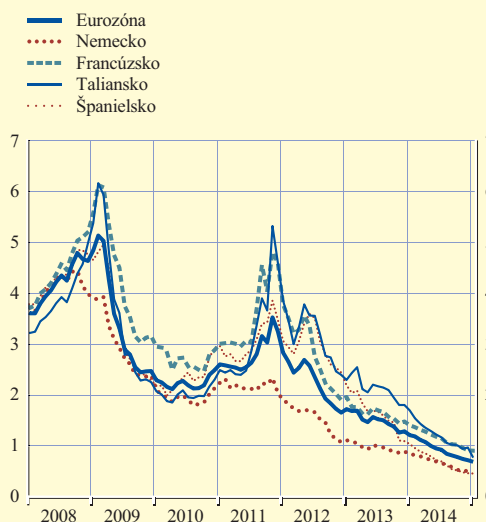
Z výsledkov podrobného hodnotenia bánk Európskou centrálnou bankou (ktoré boli zverejnené) v októbri 2014 plynie, že banky vynaložili značné úsilie na posilnenie svojich bilancií. Banky zlepšili svoje koeficienty kapitálovej primeranosti čiastočne väčším objemom vydávaných akcií, ale aj znižovaním svojej zadlženosti a prísnejšími podmienkami poskytovania úverov (prísnejšími štandardmi hodnotenia kreditného rizika). Tento dôraz na úpravu bilancií a nedávny výrazný pokrok dosiahnutý pri koeficientoch kapitálovej primeranosti bánk pomohli vytvoriť situáciu pre udržateľné zlepšovanie fungovania bankových úverov ako kanála menovej politiky. Napriek tomu je ziskovosť bánk naďalej slabá, čo môže obmedziť schopnosť bánk zvýšiť poskytovanie úverov, ak by sa výraznejšie zvýšil dopyt po nich, a oslabiť prenos nižších nákladov na financovanie bánk do úrokových sadzieb bankových úverov.

Náklady na financovanie bánk sa v štvrtom štvrťroku 2014 naďalej znižovali. Toto zníženie súvisí s balíčkom na uľahčenie prístupu k úverom (cieľené dlhodobější refinančné operácie, tretí program nákupu krytých dlhopisov a program nákupu cenných papierov krytých aktívami). Priaznivé podmienky financovania bánk sa odrazili vo výnosoch nezabezpečených bankových dlhopisov, ktoré počas štvrtého štvrťroku 2014 poklesli na historické minimum (graf 31), a v januári 2015 klesli v priemere na 0,69 %. Náklady bánk na vklady ďalej klesali, ale zatiaľ nie sú žiadne znaky všeobecného presunu do záporných hodnôt z dôvodu zápornej úrokovej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií ECB. Celkovo v prostredí čistého splácania dlhodobějších finančných pasív PFI celkové náklady na financovanie bánk ďalej klesajú. Tlmená aktivita v oblasti vydávania dlhových nástrojov môže byť odrazom vývoja na strane ponuky, keď banky konsolidovali svoje bilancie a profitovali z cieľených dlhodobějších refinančných operácií ECB. Okrem toho výsledky prieskumu úverovej aktivity bánk z januára 2015 (www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html) ukazujú, že prístup bánk k financovaniu sa zlepšil z hľadiska všetkých hlavných trhových nástrojov. Najviac z toho profitovali nové emisie dlhových cenných papierov, pričom banky vykázali nepatrné čisté sprísnenie svojho prístupu k financovaniu dlhodobými vkladmi a ostatnými nástrojmi retailového financovania.

Najnovšie údaje potvrdzujú, že v dynamike poskytovania úverov nastal v prvom štvrťroku 2014 obrat. Pokles poskytovania bankových úverov súkromnému sektoru sa ďalej spomalil. Objem úverov PFI súkromnému sektoru upravený o predaj a sekuritizáciu sa v štvrtom štvrťroku posledného roka ďalej zotavoval (-0,3 %, po -0,9 % v treťom štvrťroku) a zotavenie pokračovalo aj v januári

Graf 31 Celkové náklady bánk na dlhové financovanie

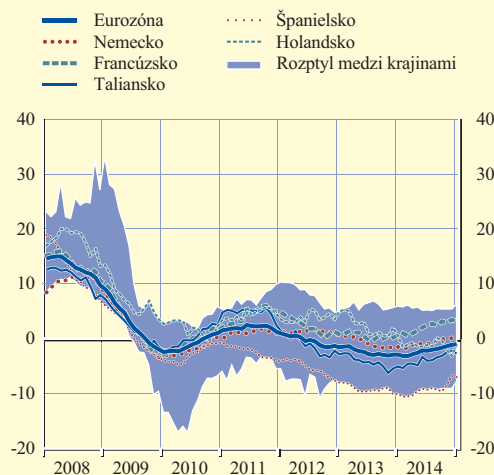
(Celkové náklady na vklady a nezabezpečené financovanie dlhu prostredníctvom trhu; v % p. a.)



Zdroje: ECB, Merrill Lynch, Thomson Reuters a výpočty ECB. Poznámky: Priemer úrokových sadzieb vkladov pre nové obchody a náklady na financovanie dlhu prostredníctvom trhu vážené nesplatenými objemami.

Graf 32 Úvery PFI nefinančným korporáciám vo vybraných krajinách eurozóny

(ročná percentuálna zmena)

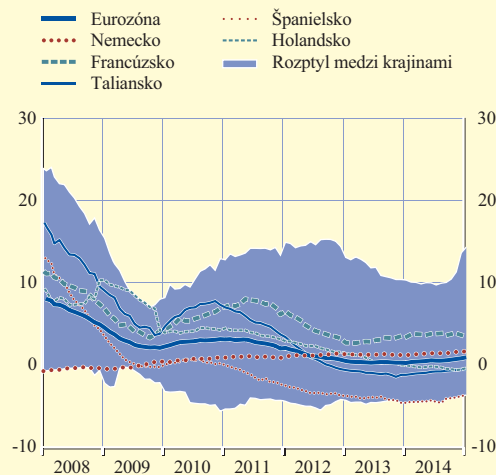


Zdroj: ECB.

Poznámky: Očistené od predaja úverov a sekuritizácie. Rozdiel medzi krajinami je vypočítaný ako minimum/maximum z fixne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Toky od januára 2009, očistené od predaja úverov a sekuritizácie.

Graf 33 Úvery PFI nefinančným korporáciám vo vybraných krajinách eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



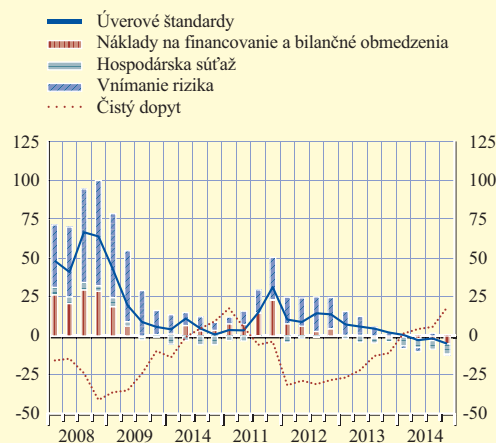
Poznámky: Očistené od predaja úverov a sekuritizácie. Rozdiel medzi krajinami je vypočítaný ako minimum/maximum z fixne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Toky od januára 2009, očistené od predaja úverov a sekuritizácie.

(0,5 %). Pokles úverov nefinančným korporáciám sa ďalej spomaľoval (graf 32), pričom rast úverov domácnostiam sa stabilizoval na kladných hodnotách (graf 33). Na tomto vývoji sa výraznou mierou podieľal výrazný pokles úrokových sadzieb bankových úverov, ktorý sa zaznamenáva v niektorých častiach eurozóny od leta 2014, ako aj náznaky zlepšenia ponuky bankových úverov a dopytu po nich. Hoci na poskytovanie úverov má stále vplyv tlmená ekonomická klíma a historicky prísne podmienky ich poskytovania, najnovšie údaje z prieskumu úverovej aktivity bánk potvrdzujú záver o postupnom uvoľňovaní napätia na strane ponuky úverov a poukazujú na rastúci dopyt po nich. Výsledky úverovej aktivity bánk eurozóny z januára 2015 ukazujú, že v štvrtom štvrťroku 2014 prispela k uvoľňovaniu podmienok zvýšená konkurencia medzi bankami, čo zodpovedalo nárastu dopytu po podnikových úveroch (graf 34).

Nižšie náklady na financovanie bánk sa postupne premietajú do nižších úrokových sadzieb. Od druhého polroka 2012 banky vo všetkých krajinách eurozóny zaznamenali postupne znižovanie nákladov na dlhové financovanie. Tento pozitívny vývoj súvisí so štandardnými a neštandardnými opatreniami ECB

Graf 34 Faktory prispievajúce k sprísnovaniu štandardov hodnotenia kreditného rizika pri úveroch nefinančným korporáciám a čistý dopyt

(priemerné čisté percentuálne podiely jednotlivých kategórií)

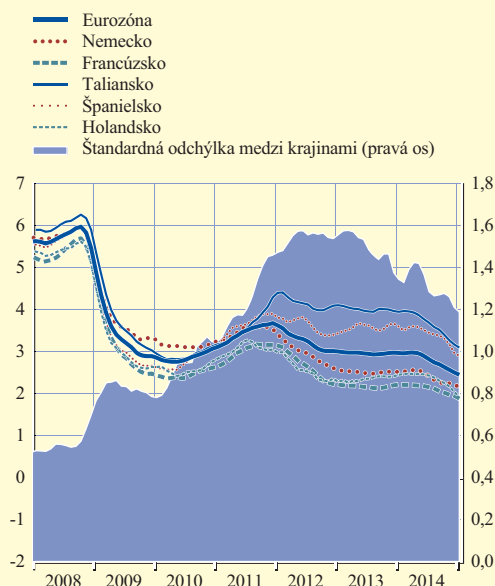


Zdroj: ECB.

Poznámky: Vnímание rizik ako nevážený priemer „očakávanej hospodárskej aktivity“ a „vyhlídky na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie“; hospodárska súťaž ako nevážený priemer „konkurencie od iných bánk“ a „konkurencie nebankových inštitúcií“.

Graf 35 Zložený ukazovateľ nákladov na úvery nefinančným korporáciám

(v % p. a.; trojmesačný kľzavý priemer)

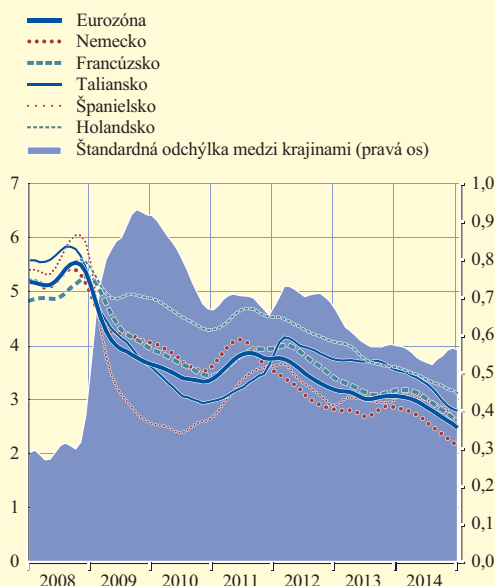


Zdroj: ECB.

Poznámky: Ukazovateľ celkových nákladov na bankové úvery je vypočítaný agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb použitím 24 mesačných kľzavých priemerov objemov nových obchodov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa zakladá na fixne stanovenej vzorke 12 krajín eurozóny.

Graf 36 Zložený ukazovateľ nákladov na úvery domácnostiam na kúpu nehnuteľnosti na bývanie

(v % p. a.; trojmesačný kľzavý priemer)



Zdroj: ECB.

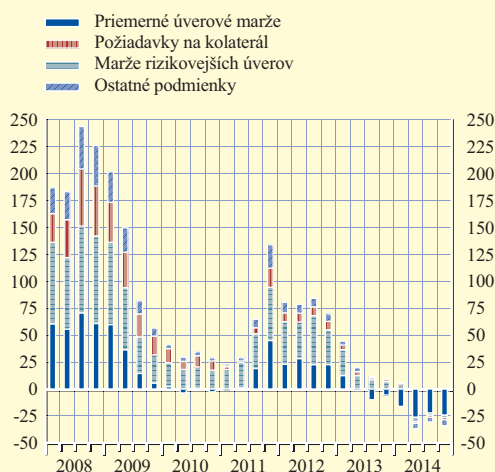
Poznámky: Ukazovateľ celkových nákladov na bankové úvery je vypočítaný agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb na základe 24 mesačných kľzavých priemerov objemov nových obchodov. Štandardná odchýlka medzi krajinami je založená na fixne stanovenej vzorke 12 krajín eurozóny.

zameranými na zvýšenie akomodatívnosti menovej politiky. Aj keď sa zníženie nákladov na financovanie bánk vo forme nižších úrokových sadzieb bankových úverov prenášalo na dlžníkov len pomaly, v druhom polroku 2014 došlo v tejto oblasti v významnom pokroku. Celkové náklady na úvery domácnostiam a nefinančným korporáciám vo všetkých krajinách eurozóny poklesli o 40 bazických bodov (grafy 35 a 36).

Celkový rast financovania nefinančných korporácií v eurozóne sa koncom roka 2014 mierne zvýšil. Údaje o vydávaní cenných papierov za december potvrdili predchádzajúce údaje, ktoré hovorili, že po slabom treťom štvrťroku sa vydávanie dlhových nástrojov a cenných papierov nefinančnými korporáciami zotavilo. K zotaveniu financovania z vonkajších zdrojov ďalej prispeli menej záporné toky bankových úverov. Nominálne náklady nebankového fi-

Graf 37 Zmeny podmienok poskytovania úverov alebo úverových liniek podnikom

(čistý percentuálny podiel bánk vykazujúcich sprisňovanie podmienok)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Ostatné podmienky sú nevážený priemer „neúrokových poplatkov“, „veľkosť úveru alebo úverovej linky“, „úverové zmluvy“ a „splatnosť“.

nancovania nefinančných korporácií eurozóny z vonkajších zdrojov počas prvých dvoch mesiacov 2015 poklesli, keď sa znížili náklady na financovanie prostredníctvom trhu a prostredníctvom vydávania akcií, čo zase možno pripísať programu nákupu aktív (časť 2).

Rozdiely úrokových mier úverov sa začali znižovať. Zdá sa, že balíčky na uľahčenie prístupu k úverom prijaté v júni 2014 prispeli k znižovaniu rozdielov nákladov na poskytovanie úverov medzi jednotlivými krajinami. Krajiny eurozóny, ktoré v súčasnosti vykazujú oslabovanie úverov nefinančným korporáciám, zaznamenali obzvlášť výrazný pokles úrokových sadzieb bankových úverov. Výsledky úverovej aktivity bánk z januára 2015 informujú o ďalšom uvoľňovaní podmienok poskytovania nových úverov nefinančným korporáciám, konkrétne vo forme ďalšieho zužovania priemerných úverových marží (graf 37). Ďalej treba poznamenať, že napriek veľmi povzbudivému vývoju podmienok poskytovania úverov v eurozóne ako celku štandardy hodnotenia kreditného rizika zostali naďalej v jednotlivých krajinách rozdielne.

6 FIŠKÁLNY VÝVOJ

Predpokladá sa, že fiškálna konsolidácia bude pokračovať. Aby však pomer dlhu stabilne klesal, budú potrebné ďalšie štrukturálne opatrenia. Pre posilnenie dôvery v európsky fiškálny rámec je navyše dôležitá úplná a konzistentná implementácia Paktu stability a rastu. Okrem toho hrozí riziko marginalizácie dlhového pravidla.

Očakáva sa, že agregovaný fiškálny deficit eurozóny bude naďalej klesať. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2015 sa v eurozóne počíta so stabilným poklesom agregovaného pomeru deficitu verejných financií z 2,6 % HDP v roku 2014 na 1,5 % HDP v roku 2017 (tabuľka 1). V roku 2014 došlo k fiškálnej konsolidácii najmä vplyvom cyklického zlepšenia hospodárstva eurozóny, v ktorom sa odrážali hlavne vyššie príjmy z nepriamych daní v dôsledku silnejšej súkromnej spotreby. Očakáva sa, že cyklické zlepšenie bude pokračovať, vďaka čomu sa bude ďalej znižovať aj pomer fiškálneho deficitu. Fiškálny výhľad sa oproti projekciám z decembra 2014 mierne zlepšil, k čomu prispeli tiež nižšie úrokové platby.

Podľa prognózy sa pomer agregovaného dlhu verejnej správy v roku 2014 zvýšil. Podľa projekcií z marca 2015 sa pomer dlhu eurozóny v roku 2014 zvýšil na 91,7 % HDP. Dôvodom bol nepriaznivý vývoj diferenciálu rastu úrokov a úprava vzťahu deficitu a dlhu, ktorá viedla k zvýšeniu dlhu a súvisela najmä s podpornými opatreniami pre finančný sektor. Očakáva sa, že pomer dlhu eurozóny bude od roku 2015 klesať a do konca roku 2017 dosiahne úroveň 87,9 % HDP. K tomuto poklesu, ktorý je o niečo výraznejší oproti decembrovej prognóze, prispieja hlavne zlepšovanie primárneho salda, posilňovanie hospodárskeho rastu a nízke úrokové sadzby.

Fiškálna politika by mala byť celkovo neutrálna. Po niekoľkých rokoch výrazných reštriktívnych fiškálnych opatrení sa štrukturálna konsolidácia v roku 2014 zmiernila a do roku 2017 sa očakáva len jej pomalé napredovanie. Aby sa však pomer dlhu stabilne znižoval, v nadchádzajúcich rokoch bude potrebná ďalšia konsolidácia. Konkrétne v niektorých krajinách eurozóny bude nevyhnuté prijať dodatočné štrukturálne opatrenia na zabezpečenie súladu s Paktom stability a rastu. Európska komisia vo svojom oznámení z novembra 2014 konštatovala, že návrhy rozpočtových plánov siedmich krajín predstavujú riziko nesúladu s Paktom stability a rastu. Následne 27. februára Komisia uverejnila podrobné dodatočné hodnotenie implementácie Paktu stability a rastu v Belgicku, Francúzsku a Taliansku (hodnotenie je v boxe 7).

Tabuľka 1 Fiškálny vývoj v eurozóne

(v % HDP)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
a. Príjmy spolu	45,8	46,5	46,6	46,5	46,2	46,0
b. Výdavky spolu z toho	49,4	49,3	49,2	48,7	48,1	47,5
c. Úrokové náklady	3,0	2,8	2,7	2,5	2,4	2,3
d. Primárne výdavky (b – c)	46,4	46,6	46,5	46,2	45,7	45,2
Saldo rozpočtu (a – b)	-3,6	-2,9	-2,6	-2,3	-1,9	-1,5
Primárne saldo rozpočtu (a – d)	-0,6	-0,1	0,1	0,3	0,5	0,7
Cyklicky upravené saldo rozpočtu	-3,4	-2,2	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7
Štrukturálne saldo	-3,1	-2,2	-1,9	-1,8	-1,7	-1,7
Hrubý dlh	88,7	90,6	91,7	91,4	89,8	87,9
Informatívna položka: reálny HDP (percentuálna zmena)	-0,7	-0,4	0,9	1,5	1,9	2,1

Zdroj: Eurostat a Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2015.

Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy za eurozónu vrátane Litvy (aj za obdobie pred rokom 2015) a sú v súlade s údajmi publikovanými 5. marca 2015 na internetovej stránke ECB v článku s názvom Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu. Z dôvodu zaokrúhľovania súčty nemusia sedieť.

BOXY

Box 1

HODNOTENIE VÝVOJA INFLÁCIE V SPOJENÝCH ŠTÁTOCH POMOCOU PHILLIPSOVEJ KRIVKY

Súčasný pokles inflácie je jav, ktorý možno pozorovať vo všetkých významných vyspelých ekonomikách; rozdiel je len v cyklickej pozícii. Napriek prebiehajúcej rozsiahlej oživovaniu hospodárskej aktivity sa inflácia v Spojených štátoch počas posledných dvoch rokov pohybovala na nízkej úrovni. Celková inflácia bola od roku 2012 v priemere na úrovni 1,4 % a inflácia bez cien potravín a energií v rovnakom období predstavovala v priemere 1,5 %. To naznačuje, že ceny veľmi nereagovali na čoraz väčšie oživenie na trhu práce, ani na celkové oživenie hospodárskeho rastu. V tomto boxe sa posudzuje empirický vzťah medzi infláciou a nevyužitými kapacitami na trhu práce – bežne popisovaný ako Phillipsova krivka – a diskutuje sa o úlohe ostatných významných faktorov inflačného výhľadu Spojených štátov.

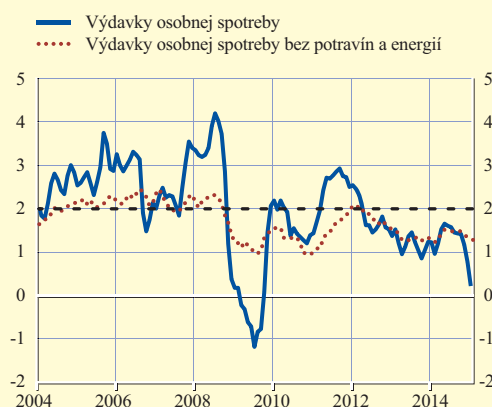
Ročná miera inflácie Spojených štátov, meraná deflátorom výdavkov osobnej spotreby (PCE), za posledných desať rokov dosiahla priemernú úroveň 1,9 %, čo v zásade korešponduje s dlhodobým inflačným cieľom Federálneho výboru pre operácie na voľnom trhu (FOMC). Vykazovala však tiež výrazné výkyvy od tejto priemernej úrovne, čiastočne v dôsledku pohybov v cenách potravín a energií, keď ročná miera inflácie v polovici roka 2008 stúpila na viac ako 4 % a následne sa na začiatku roka 2009 prepadla do negatívneho pásma v reakcii na prudké zníženie cien ropy, ktoré súviselo s globálnou hospodárskou krízou (graf A). Inflácia výdavkov osobnej spotreby bez potravín a energií zostala za posledných desať rokov vo všeobecnosti oveľa stabilnejšia a poklesla len mierne počas poslednej recesie.

Tradičná Phillipsova krivka naznačuje inverzný vzťah medzi infláciou a mierou nevyužitých alebo voľných kapacít v ekonomike. Aby bolo možné zachytiť tiež úlohu očakávaní, často sa zohľadňujú aj údaje z prieskumov o inflačných očakávaniach alebo odložené hodnoty inflácie (ktoré postihujú takzvané adaptívne očakávania alebo pretrvávajúce inflácie). V rozšírených Phillipsových krivkách sa do vzťahu pridávajú ďalšie premenné, ako sú výmenné kurzy a ceny komodít alebo dovozov, čo umožňuje zohľadniť tiež aspekty otvorenej ekonomiky a jej ponukovú stranu.¹

Keďže posudzovanie základnej miery nevyužitia kapacít v ekonomike sa spája s vysokým stupňom neistoty, bežne sa uplatňujú rôzne ukazovatele.² V grafe B sú

Graf A Vývoj inflácie v Spojených štátoch

(ročná percentuálna zmena)



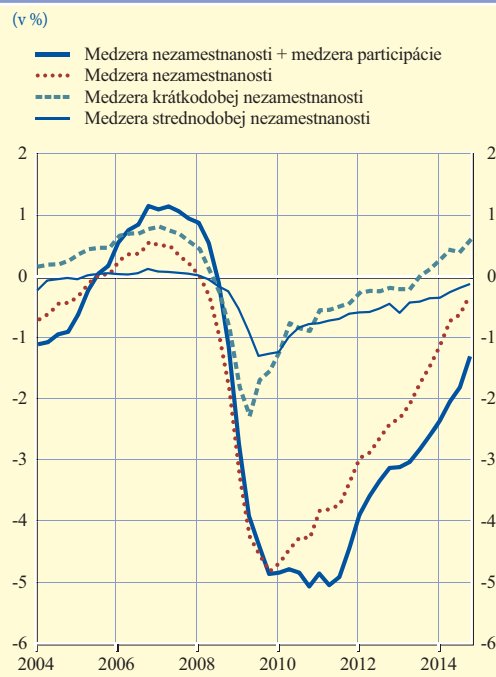
Zdroj: Bureau of Labor Statistic a Bureau of Economic Analysis.
Poznámka: Prerušovaná horizontálna čiara predstavuje dlhodobý inflačný cieľ FOMC.

1 Do Phillipsovej krivky sa niekedy zahŕňajú aj premenné produktivity. Viac v trojuholníkovom modeli, Gordon, R., „The Phillips Curve is Alive and Well: Inflation and the NAIRU during the Slow Recovery“, NBER Working Paper Series, No 19390, 2013.

2 V súčasnosti existuje značná neistota v súvislosti s rozsahom nevyužitých kapacít na trhu práce v Spojených štátoch, v ktorej sa čiastočne odráža výrazný pokles miery participácie pracovnej sily. Veľa sa tiež diskutuje o úlohe cyklických a štrukturálnych faktorov. Viac tiež v boxe 1 „Is the unemployment rate a sound gauge of labour market developments in the United States?“, Monthly Bulletin, ECB, apríl 2014.

štyri takéto ukazovatele: (i) medzera nezamestnanosti, definovaná ako rozdiel medzi mierou nezamestnanosti neakcelerujúcou infláciu (NAIRU) a mierou nezamestnanosti; (ii) medzera krátkodobej nezamestnanosti, definovaná ako rozdiel medzi dlhodobým priemerom miery nezamestnanosti s dĺžkou do 26 týždňov a skutočnými radmi týchto údajov; (iii) medzera strednodobej nezamestnanosti, definovaná ako rozdiel medzi dlhodobým priemerom miery nezamestnanosti s dĺžkou od 27 do 51 týždňov a skutočnými radmi týchto údajov; a (iv) kombinovaná medzera nezamestnanosti a participácie, kde sa medzera participácie definuje ako medzera medzi mierou štrukturálnej a skutočnej participácie pracovnej sily.³ Zatiaľ čo medzera krátkodobej nezamestnanosti naznačuje, že sa nevyužité kapacity na trhu práce absorbovali do tretieho štvrtroka 2013, medzera štandardnej a strednodobej nezamestnanosti poukazuje na ich absorpciu v zásade do konca roka 2014. Naopak kombinovaná medzera miery participácie a nezamestnanosti naznačuje existenciu značných nevyužitých kapacít na americkom trhu práce ešte na konci roka 2014.

Graf B Nevyužité kapacity na trhu práce



Zdroj: Bureau of Labor Statistic, Congressional Budget Office a výpočty ECB.
Poznámka: NAIRU a potenciálne miery participácie pracovnej sily vychádzajú z ročných odhadov Congressional Budget Office a sú interpolované v ECB.

Na analyzovanie a vysvetľovanie vývoja inflácie v Spojených štátoch sa bežne využíva Phillipsova krivka. Hoci bolo pre niektorých prekvapujúce, že sa inflácia vzhľadom na závažnosť a dĺžku poslednej americkej recesie počas nedávneho hospodárskeho poklesu neznižila viac (čo sa vo všeobecnosti nazýva „záhada stratenej deflácie“),⁴ odhadované modely Philipsovej krivky so štyrmi alternatívnymi úrovňami miery nevyužitých kapacít na trhu práce, odloženou infláciou a cenami dovozov majú celkom dobrú schopnosť zachytiť dynamiku vývoja inflácie od roku 2008. V grafe C sú zobrazené modelové prognózy inflácie výdavkov osobnej spotreby podmienené skutočnými údajmi o nevyužitých kapacitách na trhu práce a dovozných cenách. Počas ekonomického poklesu v Spojených štátoch boli prognózy vyššie ako skutočné miery inflácie. Súviselo to najmä s rastúcimi cenami dovozov a ropy do leta 2008, ktoré viedli k vyššej prognózovanej inflácii. Naopak od konca roka 2009 sa inflácia vyvíjala vo všeobecnosti v súlade s pásmom modelovej prognózy, hoci bližšie k jeho dolnej hranici.⁵ Skutočnosť, že sa inflácia počas posledného hospodárskeho poklesu výraznejšie neznižila pravdepodobne súvisí

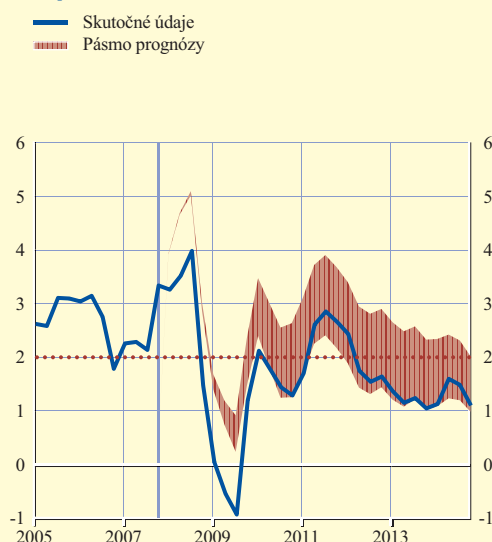
3 Skutočný vývoj miery participácie pracovnej sily závisí vo veľkej miere od dlhodobých (štrukturálnych) faktorov, predovšetkým demografických zmien, ako aj od cyklických zmien, napríklad súvisiacich so znechutenými pracovníkmi, ktorí dočasne odchádzajú z práce vzhľadom na zlé hospodárske vyhliadky. Viac v „Slack in the labor market in 2014“, Congressional Budget Office, 2. september 2014.

4 Napríklad v Ball, L. and Mazumder, S., „Inflation Dynamics and the Great Recession“, *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2011.

5 Mohlo by to súvisieť so skutočnosťou, že nevyužité kapacity na trhu práce mohli byť počas súčasného hospodárskeho oživenia väčšie, ako naznačujú niektoré z použitých údajov o voľných kapacitách. Napríklad Janet Yellen, predsedníčka rady Federálneho rezervného systému poznamenala, že „v dôsledku poklesu miery nezamestnanosti [...] sa do istej miery zveľičuje zlepšenie celkových podmienok na trhu práce.“, viac v Yellen, J., „Labor Market Dynamics and Monetary Policy“, Prednáška na ekonomickom sympóziu Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 22. augusta 2014.

**Graf C Out-of-sample prognóza inflácie
výdavkov osobnej spotreby**

(ročná percentuálna zmena)



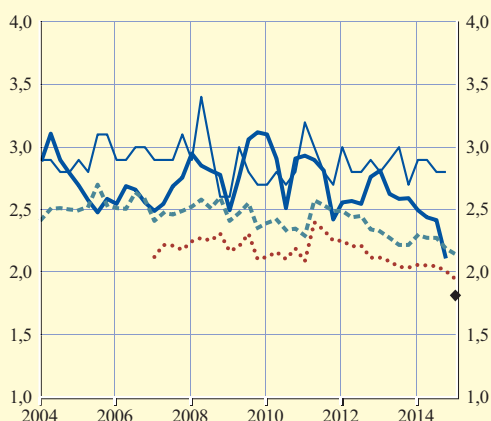
Zdroj: Bureau of Economic Analysis a výpočty ECB.

Poznámka: Dynamické out-of-sample prognózy zobrazujú obdobie od prvého štvrťroka 2008 do posledného štvrťroka 2014; pásmo prognózy je odvodené zo štyroch rôznych modelov Phillipsovej krivky rozšírených o ceny dovozov a buď medzeru nezamestnanosti, krátkodobú medzeru, strednodobú medzeru alebo kombinovanú medzeru nezamestnanosti a participácie ako ukazovatele nevyužitých kapacít.

Graf D Dlhodobé inflačné očakávania

(ročná percentuálna zmena)

- Päťročná forwardová rovnovážna miera inflácie o päť rokov
- ... Desaťročné výdavky osobnej spotreby podľa SPF
- - - Desaťročný CPI podľa SPF
- Očakávania na 5-10 rokov podľa University of Michigan



Zdroj: Rada FED, University of Michigan, Survey of Professional Forecasters a Bloomberg.

Poznámka: Rovnovážna miera inflácie súvisí s infláciou spotrebiteľských cien; inflačné očakávania podľa Survey of Professional Forecasters (SPF) sa týkajú inflácie výdavkov osobnej spotreby alebo spotrebiteľských cien desať rokov dopredu; očakávania University of Michigan nie sú viazané na žiadny konkrétny cenový index. Údaje o očakávanej inflácii založené na trhových údajoch za 1. štvrťrok 2015 vychádzajú z priemerných denných údajov do 25. februára 2015.

s odolnosťou inflácie a stúpajúcimi cenami dovozov, čo vykompenzovalo vplyv prudko rastúceho objemu nevyužitých kapacít na trhu práce. V literatúre sa tiež ako možný dôvod menej výraznej reakcie inflácie na nevyužité kapacity v ekonomike, oproti jej reakcii v minulosti, uvádza zlepšenie dôveryhodnosti centrálnej banky, čo viedlo k ukotvenejším inflačným očakávaniám, ako aj prítomnosť klesajúcej rigidity nominálnych miezd.

V budúcnosti inflačné tlaky v Spojených štátoch porastú pravdepodobne len pomaly, keďže sa očakáva, že tlak na jej zvyšovanie v dôsledku pokračujúceho zlepšovania hospodárskej aktivity budú v najbližšom horizonte vyvažovať ceny ropy a vývoj výmenného kurzu.

V prostredí silnejúceho hospodárskeho rastu v Spojených štátoch (viac v časti 1) v súčasnosti pokračuje tiež zrýchľovanie oživenia na trhu práce. Predpokladá sa, že tento vývoj bude postupne vytvárať tlak na zvyšovanie cien a miezd. Ostatné faktory inflácie však podľa očakávaní budú pôsobiť ako protiváha. Po prvé, prudké zníženie cien ropy od posledného leta podľa očakávaní v blízkej budúcnosti spôsobí výrazný pokles celkovej inflácie, pričom sa ročná miera inflácie v prvom polroku 2015 bude pohybovať v zápornom pásme. Tento efekt sa ešte znásobuje súčasným zhodnocovaním amerického dolára, ktoré tlačí na znižovanie cien dovozov. Oba tieto efekty by však mali v strednodobom horizonte odznieť. V dlhodobom horizonte by mali byť inflačné očakávania dobré ukotvené. Hoci očakávania päťročnej inflácie päť rokov dopredu merané na základe trhových ukazovateľov od polovice roka 2014 výrazne klesli (graf D), čiastočne by to mohlo súvisieť so znížením inflačnej rizikovej prémie. Dlhodobé inflačné očakávania podľa prieskumov zostali oveľa stabilnejšie a korešpondujú s postupným približovaním miery inflácie k dlhodobému cieľu Federálneho rezervného systému.

STAV LIKVIDITY A OPERÁCIE MENOVEJ POLITIKY V OBDOBÍ OD 12. NOVEMBRA 2014 DO 27. JANUÁRA 2015

V boxe sa opisujú operácie menovej politiky ECB počas období udržiavania povinných minimálnych rezerv, ktoré sa skončili 9. decembra 2014 a 27. januára 2015, teda v jedenástej a dvanástej udržiavacej perióde 2014. Úrokové sadzby pre hlavné refinančné operácie, jednoduché refinančné operácie a jednoduché sterilizačné operácie zostali v sledovanom období na nezmenenej úrovni, 0,05 %, 0,30 % a -0,20 %.¹ Druhá cieleňá dlhodobější refinančná operácia bola uzavretá s pridelenou sumou 129,8 mld. €, keď v prvej takejto operácii sa pridelo 82,6 mld. €. ^{2, 3} Popri transakciách v rámci ďalšieho programu nákupu krytých dlhopisov (CBPP3) sa koncom novembra 2014 uskutočnili prvé transakcie programu nákupu cenných papierov krytých dlhopismi (ABSPP).

Potreba likvidity

Počas sledovaného obdobia vzrástla celková denná potreba likvidity bankového systému definovaná ako suma autonómnych faktorov a povinných minimálnych rezerv o 26 mld. € oproti priemeru 605,7 mld. € v predchádzajúcom období, 13. augusta až 11. novembra 2014. O tento nárast sa pričínili vyššie autonómne faktory, ktoré dosiahli priemernú úroveň 499,4 mld. €.

Príčinou tohto zvýšenia bola kombinácia vplyvu niekoľkých komponentov. Čo sa týka faktorov absorbujúcich likviditu, hodnota bankoviek v obehu vzrástla v priemere o 24 mld. €. Ich ďalší vývoj mal typický koncoročný charakter, keď sa ich hodnota od 12. novembra 2014 do 2. januára 2015 zvýšila o 41 mld. €, a potom nasledoval pokles, ktorý trval do konca dvanástej udržiavacej periódy. Vklady verejnej správy sa počas poslednej udržiavacej periódy sledovaného obdobia ďalej znižovali na priemernú hodnotu 66 mld. €, v porovnaní so 72 mld. € v predchádzajúcej udržiavacej perióde, ktorá skončila v decembri 2014. Štátne pokladnice sa teda v čoraz väčšej miere snažili investovať svoje voľné prostriedky na trhu, čo do istej miery vysvetľuje nižší objem vkladov verejnej správy uložených v Eurosystéme.

Čo sa týka faktorov zvyšujúcich likviditu, čisté aktíva v eurách klesli v priemere o 7 mld. € na 526 mld. €. Príčinou bolo okrem iného zvýšenie eurových vkladov oficiálnych zahraničných inštitúcií v Eurosystéme, pričom v predchádzajúcom sledovanom období bol trend opačný, keď niektoré oficiálne zahraničné inštitúcie znižovali svoje hotovostné držby v Eurosystéme, aby sa vyhlížalo zápornej úrokovej sadzbe.

1 Uskutočňovanie hlavných refinančných operácií pokračovalo vo forme tendrov s pevnou úrokovou sadzbou s neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov. Rovnaký postup sa uplatňoval pri trojmesačných dlhodobějších refinančných operáciách (LTRO). Ako úroková sadzba týchto operácií sa stanovila priemerná sadzba v hlavných refinančných operáciách v čase trvania príslušnej dlhodobejšej refinančnej operácie.

2 Pokiaľ ide o prvú TLTRO, podrobnejšie informácie sú v boxe Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 13. augusta do 11. novembra 2014, *Mesačný bulletin*, ECB, December 2014 (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201412en.pdf>).

3 V prvých dvoch TLTRO uskutočnených v septembri a decembri 2014 boli zmluvné strany oprávnené k počiatočnému čerpaniu 7 % z celkovej sumy svojich úverov poskytnutých nefinančnému súkromnému sektoru k 30. aprílu 2014, s výnimkou úverov poskytovaných domácnostiam na kúpu nehnuteľností. Všetky TLTRO sú uskutočňované vo forme tendrov s pevnou úrokovou sadzbou s neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov a s fixnou sadzbou v čase trvania operácie. Pri prvých dvoch operáciách bola sadzba rovnaká ako pri hlavných refinančných operáciách, ktorá prevažovala v čase čerpania, plus fixný spread 10 bázických bodov.

Pokles **volatility autonómnych faktorov** z predchádzajúceho obdobia sa **v sledovanom období** zmenil na jej **výrazný rast**. Nárast spôsobili hlavne volatilnejšie aktíva v eurách, ako aj dopyt po bankovkách, ktorý mal typický koncoročný priebeh. Volatilita vkladov verejnej správy zostala vysoká, v súlade s vývojom po znížení sadzieb v septembri 2014.

Priemerná absolútna odchýlka týždenných prognóz autonómnych faktorov v sledovanom období značne vzrástla, zo 4,8 mld. € na 8,7 mld. €, **hlavne v dôsledku chybných prognóz vkladov verejnej správy**. Je ťažké predvídať investičné aktivity štátnych pokladníc pri čoraz zápornejších krátkodobých úrokových sadzbách peňažného trhu a pri volatilnej nadbytočnej likvidite.

Poskytovanie likvidity

V sledovanom období vzrástol priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom operácií na voľnom trhu o 61 mld. € na 759 mld. €. Dôvodom bolo vyššie čerpanie týchto operácií (o 44 mld. €), ako aj zvýšenie priamych portfólií (o 17,4 mld. €).

V porovnaní s predchádzajúcim obdobím vzrástol objem likvidity poskytnutej prostredníctvom tendrov z 502,7 mld. € na priemernú hodnotu 546,5 mld. €. Pokles pramenia- ci z predčasného splatenia trojročných dlhodobějších refinančných operácií v celkovom objeme 111,7 mld. € bol viac ako kompenzovaný sumou 129,8 mld. €, ktorá bola pridelená v druhej cie-lenej dlhodobejšej refinančnej operácii TLTRO, ako aj zvýšením priemerným čerpaním z hlav- ných refinančných operácií o 11 mld. € a z trojmesačných dlhodobějších refinančných operácií o 17,6 mld. €. Vzhľadom na blížiacu sa splatnosť dvoch trojročných dlhodobějších operácií sa tempo predčasného splácania zrýchlilo. Konkrétne niektoré zmluvné strany 17. decembra 2014 splatili 39,8 mld. €, aby sa mohli zúčastniť druhej TLTRO, ktorá bola pridelená v ten istý deň.

Vzrástla aj likvidita poskytnutá prostredníctvom priamych portfólií, a to v priemere o 17,4 mld. €, čo súviselo so zavedením programu nákupu krytých dlhopisov (CBPP3) a programu nákupu cenných papierov krytých dlhopismi (ABSPP). Tieto nákupy (v hodnote 37,2 mld. € a 2,3 mld. € na konci sledovaného obdobia) vo veľkej miere vykompenzovali pokles, ktorý bol zapríčinený splatnosťou niektorých dlhopisov z portfólia programu pre trh s cennými papiermi a z dvoch predchádzajúcich programov nákupu krytých dlhopisov.

Po uplynutí sledovaného obdobia splatnosť prvých trojročných dlhodobějších operácií dňa 29. januára 2015 nespôsobiла nijaký výrazný pokles nadbytočnej likvidity, ktorá zostala nad úrovňou 150 mld. €. V skutočnosti bola splatená suma čiastočne vykompenzovaná vyšším čer-paním z oboch trojmesačných dlhodobějších operácií a z hlavných refinančných operácií a ko-rešpondovala s dočasným znížením autonómnych faktorov.

Nadbytočná likvidita

Nadbytočná likvidita vzrástla v sledovanom období o 35,1 mld. € na priemernú hodnotu 153 mld. €, s výraznými rozdielmi medzi dvomi udržiavacími periódami. V jedenástej udržia- vacej perióde mierne klesla na priemernú úroveň 105,1 mld. €, čo je najnižšia priemerná úroveň zaznamenaná od vyrovnania prvej trojročnej dlhodobejšej refinančnej operácie na konci roka 2011. Naopak, v dvanástej udržiavacej perióde značne stúpila, na priemernú hodnotu 176 mld. €, a výrazne tak odrážala prostriedky pridelené v rámci druhej TLTRO, a tiež koncoročné vplyvy.

Nadbytočná likvidita výrazne kolísala, najmä počas dvanástej udržiavacej periódy, ktorá bola zároveň prvou udržiavacou periódou s predĺžením o 49 dní.⁴ Z najnižšej úrovne 70,9 mld. €, ktorá bola zaznamenaná 24. novembra 2014, vzrástla 31. decembra 2014 na úroveň 261,2 mld. €. Vyššie autonómne faktory a relatívny pokles operácií na voľnom trhu ju však 27. januára 2015 posunuli opäť nižšie, na 126,5 mld. €.

Stav likvidity v Eurosystéme

	od 12. novembra 2014 do 27. januára 2015		od 13. augusta do 11. novembra		12. udržiavacia perióda		11. udržiavacia perióda	
Pasíva – potreba likvidity (priemery; mld, €)								
Autonómne faktory likvidity	1 597,1	(+35,7)	1 561,4	1 603,6	(+17,9)	1 585,7	(+8,5)	
Bankovky v obehu	996,2	(+23,9)	972,3	1 005,5	(+25,7)	979,8	(+6,2)	
Vklady ústrednej štátnej správy	68,3	(-5,5)	73,8	66,3	(-5,3)	71,6	(-4,5)	
Ostatné autonómne faktory	532,6	(+17,3)	515,3	531,7	(-2,5)	534,3	(+6,7)	
Nástroje menovej politiky								
Bežné účty	217,8	(+21,4)	196,3	236,3	(+50,8)	185,4	(-2,8)	
Povinné minimálne rezervy	106,3	(+0,9)	105,4	106,2	(-0,2)	106,5	(+0,7)	
Jednodňové sterilizačné operácie	41,9	(+14,7)	27,1	50,2	(+23,0)	27,3	(-3,7)	
Jemné dolaďovacie operácie na stiahnutie likvidity	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Aktíva – ponuka likvidity (priemery; v mld. €)								
Autonómne faktory likvidity	1 098,0	(+10,5)	1 087,5	1 098,6	(+1,7)	1 096,9	(+1,4)	
Čisté zahraničné aktíva	572,0	(+17,4)	554,6	576,4	(+12,2)	564,3	(+2,3)	
Čisté aktíva v eurách	526,0	(-7,0)	532,9	522,2	(-10,4)	532,6	(-0,8)	
Nástroje menovej politiky								
Operácie na voľnom trhu	758,6	(+61,2)	697,4	791,3	(+89,8)	701,5	(+0,4)	
Uskutočnené operácie vo forme tendrov	546,5	(+43,8)	502,7	573,4	(+73,9)	499,5	(-8,2)	
Hlavné refinančné operácie	113,3	(+11,0)	102,3	119,0	(+15,7)	103,3	(+8,1)	
Refinančné operácie so špeciálnou dĺžkou trvania	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Dlhodobejšie refinančné operácie so splatnosťou tri mesiace	43,4	(+17,6)	25,8	49,0	(+15,5)	33,5	(+7,3)	
Dlhodobejšie refinančné operácie so splatnosťou tri roky	236,4	(-93,7)	330,1	211,5	(-68,5)	280,0	(-23,6)	
Cílené dlhodobejšie refinančné operácie	153,4	(+108,9)	44,5	193,9	(+111,3)	82,6	(+0,0)	
Portfólia priamych obchodov	212,1	(+17,4)	194,7	217,9	(+15,9)	202,0	(+8,6)	
Prvý program nákupu krytých dlhopisov	29,0	(-2,9)	31,9	28,8	(-0,7)	29,5	(-1,4)	
Druhý program nákupu krytých dlhopisov	12,8	(-0,8)	13,6	12,8	(-0,1)	12,9	(-0,4)	
Tretí program nákupu krytých dlhopisov	25,0	(+23,9)	1,1	30,5	(+15,2)	15,3	(+12,5)	
Program pre trhy s cennými papiermi	144,1	(-4,0)	148,1	144,1	(+0,1)	144,0	(-2,3)	
Program nákupu cenných papierov krytých aktívami	1,2	(+1,2)	0,0	1,7	(+1,5)	0,2	(+0,2)	
Jednodňové refinančné operácie	0,4	(+0,2)	0,2	0,5	(+0,3)	0,2	(-0,0)	
Ostatná likvidita – základné informácie (priemer; v mld. €)								
Celková potreba likvidity	605,7	(+26,1)	579,6	611,6	(+16,1)	595,4	(+7,7)	
Autonómne faktory	499,4	(+25,3)	474,1	505,3	(+16,3)	489,0	(+7,0)	
Nadbytočná likvidita	153,0	(+35,1)	117,8	179,8	(+73,7)	106,0	(-7,2)	
Splácanie dlhodobějších refinančných operácií so splatnosťou tri roky ¹⁾	111,7	(+36,5)	75,2	88,9	(+66,1)	22,8	(-0,7)	
Vývoj úrokových mier (%)								
Hlavné refinančné operácie	0,05	(-0,03)	0,08	0,05	(+0,00)	0,05	(+0,00)	
Jednodňové refinančné operácie	0,30	(-0,03)	0,33	0,30	(+0,00)	0,30	(+0,00)	
Jednodňové sterilizačné operácie	-0,20	(-0,03)	-0,17	-0,20	(+0,00)	-0,20	(+0,00)	
Priemer sadzby EONIA	-0,031	(-0,033)	0,002	-0,047	(-0,044)	-0,003	(+0,000)	

Zdroj: ECB.

Poznámka: V dôsledku zaokrúhľenia údaj uvedený ako zmena v porovnaní s predchádzajúcim obdobím nemusí zodpovedať aritmetickému rozdielu (môže sa líšiť o 0,1 mld. €).

1) Pri splátkach dlhodobějších refinančných operácií so splatnosťou tri roky sa nepoužíva priemer, ale suma v eurách.

4 Zaviedol sa nový harmonogram periód udržiavania rezerv, aby sa zosúladiť so šesťtýždennými intervalmi zasadania Rady guvernérov.

Vzhľadom na vyššiu úroveň nadbytočnej likvidity výrazne vzrástli denné zostatky na bežných účtoch, ktoré v porovnaní s predchádzajúcim obdobím stúpili v priemere o 21 mld. € na 218 mld. €. Podobne sa ďalej zvyšovali aj jednodňové sterilizačné obchody, keď vzrástli z priemernej úrovne 27,1 mld. € na 41,9 mld. €. V relatívnom vyjadrení využívanie jednodňových sterilizačných obchodov v sledovanom období vzrástlo na 27 % objemu nadbytočných rezerv⁵, v porovnaní s priemerom 23 % zaznamenanom v predchádzajúcom sledovanom období. Častejšie využívanie jednodňových sterilizačných obchodov by mohlo signalizovať vyšší záujem viacerých zmluvných strán o ukladanie nadbytočnej likvidity v rámci jednodňových sterilizačných operácií, a to z prevádzkových dôvodov a z dôvodov regulácie.

Vývoj úrokových sadzieb

Priemerná hodnota úrokovej miery EONIA v jedenástom udržiavacom období bola -0,3 bazického bodu a v dvanástom udržiavacom období -4,7 bazického bodu. Zníženie sadzby pramenilo v mierne vyššom premietnutí zníženia úrokovej sadzby zo septembra 2014 do krátkodobých sadzieb, čo by mohlo čiastočne súvisieť so všeobecne vyšším objemom likvidity a lepším využitím možnosti preniesť zápornú sadzbu jednodňových sterilizačných obchodov do vkladov. Jednodňové sadzby boli však o 20 bazických bodov vyššie ako sadzba jednodňových sterilizačných obchodov.

5 Priemerná držba nadbytočných rezerv bánk na bežných účtoch.

NEDÁVNE POHYBY EFEKTÍVNEHO VÝMENNÉHO KURZU EURA

Nominálny efektívny výmenný kurz eura (NEER) je efektívnym agregátom na meranie fluktuácií výmenného kurzu, ktorý ovplyvňuje ekonomiku cez obchodné vzťahy so zahraničím, nakoľko sa v ňom do jedného ukazovateľa spájajú bilaterálne výmenné kurzy voči jednotlivým obchodným partnerom. Pre eurozónu sa dva najdôležitejšie indexy NEER stanovujú vo vzťahu k užšej skupine obchodných partnerov, ktorá zahŕňa 19 krajín (NEER-19), a k širšej skupine obchodných partnerov, kam patrí 38 krajín (NEER-38).¹

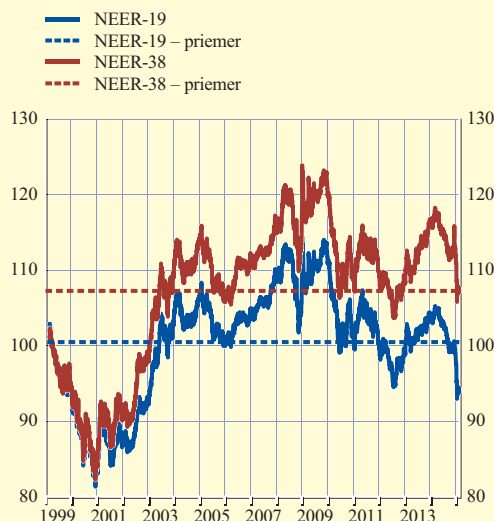
Od vypuknutia svetovej finančnej krízy nominálny efektívny výmenný kurz eura výrazne kolísal. V dlhodobom pohľade nie sú takéto veľké pohyby ničím neobvyklým, vyskytovali sa aj pred krízou (graf A). V lete roku 2012 euro dočasne výrazne pokleslo v súvislosti s dlhovou krízou v eurozóne. Keď ECB ohlásila priame menové transakcie, dôvera sa zlepšila a euro sa začalo nepretržite posilňovať, čo pokračovalo až do mája 2014.

Zmeny trhových očakávaní budúceho kurzu menovej politiky ECB voči nastaveniu menovej politiky ostatných hlavných centrálnych bánk naštartovali obdobie oslabovania eura, počas ktorého jednotlivé indexy NEER a viacero eurových bilaterálnych výmenných kurzov klesli na úroveň blízko dlhodobého priemeru (NEER-38), resp. pod ňu (NEER-19).

Širší index NEER sa zo svojich najvyšších pokrízových hodnôt začiatkom mája 2014 znížil k 23. januáru 2015 o 10 % na najnižšiu hodnotu, ale v nasledujúcich týždňoch sa stabilizoval, keď sa po zasadnutí Rady guvernérov 22. januára 2015 a oznámení rozšíreného programu nákupu aktív ECB prílev kapitálu obnovil (podrobnejšie v časti o finančnom vývoji). Za celkovým poklesom od mája minulého roka sa však skrýva rozdielny vývoj jednotlivých bilaterálnych výmenných kurzov. Rozčlenenie tejto zmeny na jednotlivé príspevky (grafy B a C) ukazuje, že k tomuto poklesu prispela väčšina hlavných mien, ale intenzita, pretrvávanie a čas zmien bilaterálnych kurzov sa značne líšili.

Graf A Nominálny efektívny výmenný kurz eura (NEER-19 a NEER 38)

(index: Q1 1999 = 100)



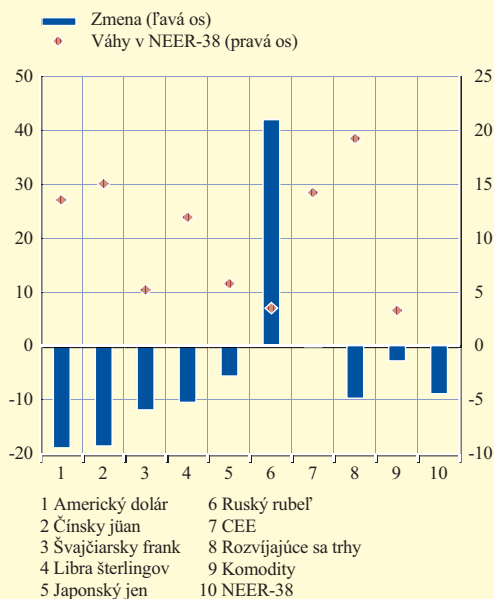
Zdroj: ECB.

Poznámky: Posledné údaje sú z 20. februára 2015. Priemerné hodnoty sa týkajú obdobia od 1. januára 1999.

1 Váhy, ktoré zohľadňujú informácie o dovoze aj vývoze, vyjadrujú význam jednotlivých krajín pre tovarový obchod eurozóny (podrobnejšie v práci Schmitz, M. et al.: Revisiting the effective exchange rates of the euro, *Occasional Paper Series*, No 134, ECB, Frankfurt am Main, June 2012).

Graf B Vývoj kurzov vybraných mien a váhy v NEER-38

(percentuálna zmena, %)

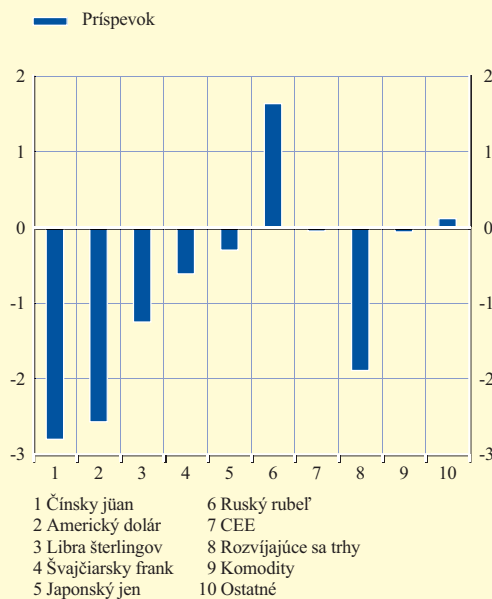


Zdroj: ECB a výpočty ECB.

Poznámky: CEE – bulharský lev, česká koruna, chorvátska kuna, maďarský forint, poľský zlotý a rumunský lev. Komodity – austrálsky dolár, kanadský dolár, nórska koruna a novozélandský dolár. Rozvíjajúce sa trhy – hong-kongský dolár, singapurský dolár, kórejský won, indonézska rupia, malajzijský ringgit, filipínske peso, tchajwanský dolár, thajský baht, argentínske peso, brazílsky reál, mexické peso, juhoafrický rand a turecká líra. Graf pokrýva obdobie od 6. mája 2014 do 20. februára 2015.

Graf C Príspevky jednotlivých mien ku zmene NEER-38

(p. b.)



Zdroj: ECB a výpočty ECB.

Poznámky: CEE – bulharský lev, česká koruna, chorvátska kuna, maďarský forint, poľský zlotý a rumunský lev. Komodity – austrálsky dolár, kanadský dolár, nórska koruna a novozélandský dolár. Rozvíjajúce sa trhy – hong-kongský dolár, singapurský dolár, kórejský won, indonézska rupia, malajzijský ringgit, filipínske peso, tchajwanský dolár, thajský baht, argentínske peso, brazílsky reál, mexické peso, juhoafrický rand a turecká líra. Ostatné – dánska koruna, švédská koruna, alžírsky dinár, čínske peso, islandská koruna, izraelský šekel, marocký dirham a venezuelský bolívar. Graf pokrýva obdobie od 6. mája 2014 do 20. februára 2015.

Pokiaľ ide o vývoj bilaterálnych výmenných kurzov od mája 2014 do konca februára 2015, asi polovica poklesu indexu NEER-38 sa spoločne pripisuje americkému doláru a čínskemu jüanu. Dolár podporili očakávania, že odlišná menová politika v eurozóne ako v Spojených štátoch bude pokračovať, ďalej neistota trhov v prostredí klesajúcich cien komodít a rastúce geopolitické napätie (graf C). Dolár voči euru stúpol približne o 20 %, rovnako ako čínsky jüan, ktorý sa postaral o ďalšiu štvrtinu celkového oslabenia. Na rozdiel od trvalého oslabovania eura voči týmto dvom menám došlo k oslabeniu voči švajčiarskemu franku náhle, po oznámení švajčiarskej centrálnej banky z 15. januára 2015, že prestáva udržiavať minimálny výmenný kurz 1,20 švajčiarskeho franku za euro. Oslabenie eura voči švajčiarskej mene o 20 %, ktoré malo v prípade NEER-38 váhu 5 %, sa podieľalo na poklese asi desatinou. Na konci sledovaného obdobia sa s eurom obchodovalo v nižšom kurze aj voči japonskému jenu, čo bolo spôsobené klesajúcou averziou voči riziku. Euro oslabilo o 10 % voči libře šterlingov a oslabilo aj voči menám viacerých rozvíjajúcich sa ekonomík.

Oslabovanie širšieho indexu NEER spomalilo posilnenie eura približne o 40 % voči ruskému rubľu, ktorý sa dostal pod značný tlak v súvislosti s napätím na Ukrajine. V sledovanom období sa euro posilnilo aj voči švédskej korune, čo popri iných vplyvoch odrážalo aj nedávne uvoľnenie menovej politiky Sveriges Riksbank (podrobnejšie v časti o finančnom vývoji). Dánska koruna, ktorá je účastníkom mechanizmu ERM II, sa v sledovanom období dostala voči euru pod apreciačné tlaky. V rámci ERM II sa však s ňou obchodovalo veľmi blízko centrálnej parity, keďže Danmarks Nationalbank nakupovala devízy na trhu a opakovane znižovala úrokové sadzby. Pomerne stabilné zostávalo euro voči menám krajín exportujúcich komodity; tieto boli v dôsledku klesajúcich cien ropy pod depreciačným tlakom.

Box 4

FAKTORY MAJÚCE VPLYV NA NEDÁVNÝ VÝVOJ ÚSPOR DOMÁCNOSTÍ V EUROZÓNE

Pomer úspor k príjmom je dôležitým ukazovateľom správania sa domácností, ktorý má vplyv na dynamiku reálnej súkromnej spotreby a všeobecnejšie na tempo hospodárskeho rastu. V zásade sú rozhodnutia domácností o spotrebe a úsporách ovplyvnené celým radom faktorov. Napríklad v obdobiach veľkej neistoty domácnosti obvykle zvyšujú podiel svojho disponibilného príjmu, ktorý si odkladajú z preventívnych dôvodov. Vplyv nepriaznivých, ale dočasných výkyvov disponibilného príjmu na spotrebu je naopak zvyčajne kompenzovaný znížením miery úspor (tento mechanizmus sa obvykle označuje ako intertemporálne vyhladzovanie spotreby).

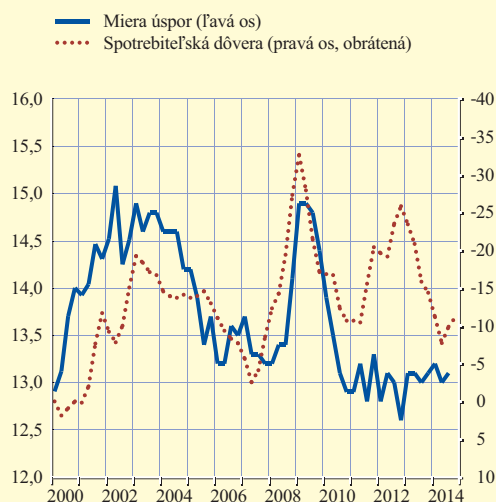
V porovnaní s historickým priemerom sa miera úspor domácností v eurozóne v posledných rokoch stabilizovala na relatívne nízkych úrovniach. Táto stabilizácia bola spôsobená viacerými faktormi, ktoré sa vo všeobecnosti navzájom kompenzovali.

Pri analýze správania sa domácností v eurozóne v oblasti sporenia možno spätne rozlíšiť niekoľko období, ktoré sa vyznačujú rôznym stupňom vplyvu hlavných faktorov. Pred hospodárskou a finančnou krízou sa miera úspor pohybovala od 13 % do 15 %. Dva roky pred krízou bola viac-menej stabilná (graf A).

V prvej fáze recesie a v nasledujúcom období, teda v rokoch 2008 až 2010, sa miera úspor domácností dočasne zvýšila, predovšetkým v dôsledku slabnúcej spotrebiteľskej dôvery, a potom opäť klesla. Pomerne vysoká miera neistoty prevládajúca v tom čase spôsobila v prvom štvrtroku 2009 nárast miery úspor na 14,9 %, a to predovšetkým z dôvodu preventívne-

Graf A Miera úspor domácností v eurozóne a spotrebiteľská dôvera

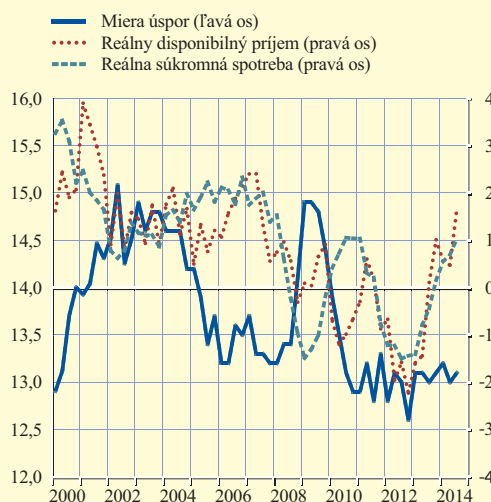
(v % disponibilného príjmu, percentuálne saldá odpovedí)



Zdroje: Eurostat a Komisia EÚ, GR ECFIN.

Graf B Miera úspor domácností v eurozóne, reálny disponibilný príjem a súkromná spotreba

(v % disponibilného príjmu; medziročná miera rastu)



Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.

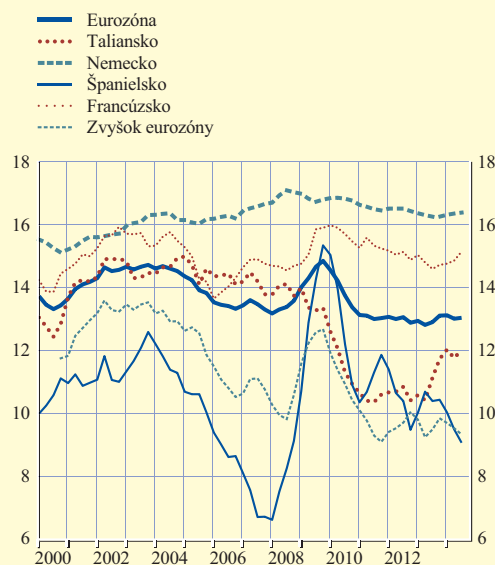
ho sporenia. Tento nárast mohol byť spôsobený aj vtedajšou expanzívnu fiškálnu politikou, ktorá domácnostiam umožnila využiť rast reálneho disponibilného príjmu na zvýšenie úspor (mechanizmus nazývaný Ricardov efekt). So zlepšovaním spotrebiteľskej dôvery vo fáze oživenia v roku 2010 sa však miera úspor opäť znížila.

Od roku 2011 zostala miera úspor celkovo stabilná na relatívne nízkej úrovni, čo odráža vzájomne sa kompenzujúce účinky rôznych faktorov, ktoré ovplyvňujú rozhodovanie domácností. Na jednej strane sa tlak na znižovanie miery úspor odvíjal od nevýrazného vývoja reálneho disponibilného príjmu (čo sa prejavovalo správaním vyznačujúcim sa vyhladzovaním spotreby – graf B), od relatívne nízkych úrokových mier (ktoré odrádzajú od úspor) a vysokej miery nezamestnanosti (ktorá v niektorých krajinách viedla k nutnosti čerpať z úspor). Na druhej strane, tlak na zvyšovanie miery úspor bol spôsobený najmä zvýšenou neistotou (s motiváciou preventívne šetriť) a zvýšeným tlakom na znižovanie zadlženia domácností v niekoľkých krajinách. Celkovo vzhľadom k protichodným účinkom týchto faktorov zostala miera úspor domácností relatívne stabilná a v historickom porovnaní sa pohybovala na nízkej úrovni okolo 13 %.

Pri pohľade na jednotlivé krajiny sa úspory v posledných rokoch vyvíjali veľmi rozdielne. Vývoj miery úspor v eurozóne s dočasným zvýšením v prvej fáze recesie, teda v období od roku 2008 do roku 2010, bol z veľkej časti spôsobený vývojom v Španielsku, a do istej miery aj vo Francúzsku a v menších ekonomikách eurozóny (graf C).¹ Prudký nárast úspor domácností

Graf C Miera úspor domácností vo veľkých krajinách eurozóny

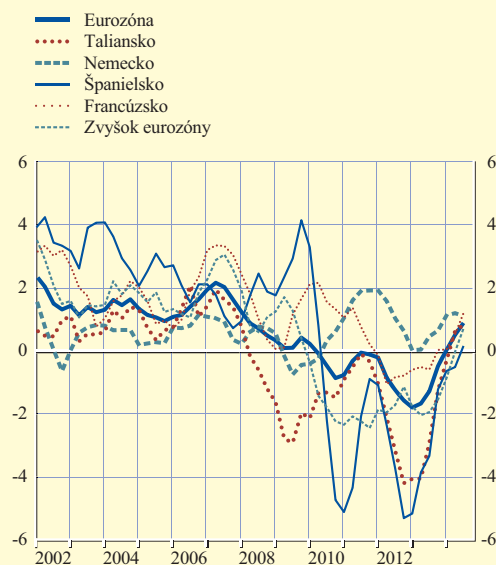
(hrubé úspory ako percentuálny podiel kľazového priemeru hrubého disponibilného príjmu za štyri štvrtky)



Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Údaje za zvyšok eurozóny sa týajú rozdielov (v úrovniach) medzi hodnotou za eurozónu ako celok a celkovou hodnotou za štyri najväčšie krajiny, nakoľko štvrťročné údaje sektorových účtov nie sú k dispozícii za všetky krajiny eurozóny.

Graf D Rast reálneho disponibilného príjmu domácností vo veľkých krajinách eurozóny

(priemerné ročné zmeny v percentách)



Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Údaje za zvyšok eurozóny sa týajú rozdielov (v úrovniach) medzi hodnotou za eurozónu ako celok a celkovou hodnotou za štyri najväčšie krajiny, nakoľko štvrťročné údaje sektorových účtov nie sú k dispozícii za všetky krajiny eurozóny.

1 Menšie ekonomiky eurozóny sú všetky ekonomiky s výnimkou Nemecka, Španielska, Francúzska a Talianska.

v Španielsku bol odrazom zrýchlenia rastu reálneho disponibilného príjmu domácností v roku 2009 (graf D), čo bolo spôsobené, aspoň čiastočne, podpornými fiškálnymi opatreniami v uvedenom období. Zatiaľ čo reálny disponibilný príjem domácností vo Francúzsku v prvej fáze recesie rástol a v roku 2009 rástol v priemere aj v menších ekonomikách eurozóny, v Taliansku v rokoch 2008 až 2013 klesal. Celkovo stabilné úspory domácností v rámci eurozóny od roku 2011 sú odrazom výrazne stabilných mier úspor v Nemecku a Francúzsku, a v priemere aj v menších ekonomikách eurozóny. V Španielsku naopak miera úspor naďalej klesala, zatiaľ čo v Taliansku od polovice roka 2013 po stabilizácii rástla, odrážajúc tak oživenie reálneho disponibilného príjmu domácností.

Pokiaľ ide o ďalší vývoj, relatívne prudký pokles cien ropy pozorovaný od leta roku 2014 by mal podporiť dočasné oživenie miery úspor. Takéto dočasné oživenie možno očakávať, pretože z historického pohľadu vidno, že nárast reálneho disponibilného príjmu, ktorý je spôsobený trvalo nižšími cenami energií, sa najprv z veľkej časti premieta do úspor. Po niekoľkých štvrtrokoch sa však miera úspor pravdepodobne vráti na pôvodnú úroveň. Zároveň sa to odrazí v ďalšom zvýšení spotreby, keď domácnosti začnú utrácať viac zo svojho zvýšeného reálneho disponibilného príjmu.

Vývoj miery úspor s očakávaným dočasným zvýšením môže byť spojený s neistotou z vývoja rastu reálneho disponibilného príjmu v súvislosti s energiami. Ak by aj k rastu príjmu v dôsledku poklesu cien energií došlo, zvyčajne je takýto rast sprevádzaný väčšou neistotou ako rast reálneho príjmu z iných zdrojov. Priebeh miery úspor s dočasným prevýšením by sa mohol vysvetľovať napríklad tendenciou k preventívnym úsporám, pretože domácnosti sa sprvoti snažia uložiť časť neočakávaných ziskov a potom čakať, či je rast reálnych príjmov trvalý. Bez ohľadu na základný mechanizmus možno očakávať, že trvalo nižšie ceny ropy dočasne podpora mieru úspor domácností, pričom rast príjmov sa postupne premietne do vyššej spotreby.

POSTUP PRI MAKROEKONOMICKÝCH NEROVNOVÁHACH V ROKU 2015

Postup pri makroekonomických nerovnováhach zavedený v novembri 2011 je základným kameňom posilneného rámca správy ekonomických záležitostí EÚ, ktorý je zameraný na predchádzanie škodlivým makroekonomickým nerovnováham a na ich nápravu v prípade, že sú nadmerné. Postup sa vzťahuje na všetky členské štáty EÚ okrem tých, na ktoré sa vzťahuje program makroekonomickej konsolidácie. Po prvom preskúmaní na základe súboru ukazovateľov uskutočňuje Komisia hĺbkové preskúmanie vybranej skupiny krajín, v ktorých hodnotí závažnosť nerovnováh signalizovaných ukazovateľmi. Ak sa zistí, že nerovnováhy skutočne existujú, na základe odporúčania Komisie doručí Rada EÚ príslušnému členskému štátu politické odporúčania (preventívna časť). Ak sa však zistí, že nerovnováhy sú nadmerné, na odporúčanie Komisie „by sa mal začať postup pri nadmerných nerovnováhach“.¹ V rámci tejto nápravnej časti musí príslušná krajina predložiť plán nápravných opatrení, v ktorom sa načrtnú politické opatrenia na riešenie nadmerných nerovnováh a ktorý musí schváliť Rada. V prípade, že sa opakovane nepodarí predložiť adekvátny plán alebo ak sa schválený plán nedodržiava, môže Rada uvaliť na príslušné krajiny eurozóny sankcie.

Výsledky hĺbkového preskúmania v roku 2015

Výsledky hĺbkového preskúmania v roku 2015 ukazujú, že Európska komisia identifikovala päť krajín s nadmernými nerovnováhami: Bulharsko, Francúzsko, Chorvátsko, Taliansko a Portugalsko. Komisia sa rozhodla zintenzívniť postup v prípade Nemecka (z úrovne 2 na úroveň 3), Francúzska (z úrovne 4 na úroveň 5) a najvýraznejšie v prípade Bulharska (z úrovne 2 na úroveň 5) a zmierniť ho v prípade Slovinska (z úrovne 5 na úroveň 4). Taliansko a Chorvátsko sú v tej istej kategórii od roku 2014. V tomto roku sa tento postup rozšíril aj na Rumunsko (úroveň 2) a Portugalsko (úroveň 5) po tom, ako tieto krajiny ukončili svoj program makroekonomickej konsolidácie. V tomto roku Komisia po prvýkrát formálne zaviedla klasifikáciu nerovnováh do šiestich úrovní, ktoré sa však nepriamo použili už aj v prieskume v roku 2014 (tabuľka A).

Tabuľka A Kategórie v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe

2014	1	2015	2014	2	2015	2014	3	2015	2014	4	2015	2014	5	2015	2014	6	2015
DK	DK		BE	BE		HU	HU		IE	IE		HR	HR				
LU	LU		BG	NL			DE		ES	ES		IT	FR				
MT	MT		DE	SE					FR	SI		SI	IT				
AT	AT		NL	RO									PT				
LT	LT		SE	UK									BG				
LV	LV		UK	FI													
EE	EE		FI														
PO	PO																
CZ	CZ																
SK	SK																

Zdroj: Európska komisia.

Legenda: 1 = žiadne nerovnováhy; 2 = nerovnováhy, ktoré si vyžadujú monitorovanie a politické opatrenia; 3 = nerovnováhy, ktoré si vyžadujú monitorovanie a rozhodné politické opatrenia; 4 = nerovnováhy, ktoré si vyžadujú osobitné monitorovanie a rozhodné politické opatrenia; 5 = nadmerné nerovnováhy, ktoré si vyžadujú osobitné monitorovanie a rozhodné politické opatrenia; 6 = nadmerné nerovnováhy, ktoré si vyžadujú rozhodné politické opatrenia a aktiváciu procesu pri nadmernej nerovnováhe.

Farebný kód: Červenou farbou sú označené krajiny so zintenzívneným postupom, zelenou krajiny so zmierneným a modrou krajiny, na ktoré sa postup začal vzťahovať v roku 2015.

1 Odôvodnenie 22 nariadenia (EÚ) č. 1176/2011 o prevencii a náprave makroekonomických nerovnováh.

Napriek identifikácii nadmerných nerovnováh v piatich krajinách Komisia v súčasnosti nenavrhuje aktivovať postup pri nadmernej nerovnováhe. Rozhodla sa teda nevyužiť naplno všetky kroky, ktoré má k dispozícii v rámci procesu pri nadmernej nerovnováhe, teda nápravnú časť tohto postupu. V prípade Chorvátska a Francúzska však Komisia oznámila, že uvažuje o začatí postupu pri nadmerných nerovnováhach v máji 2015, ak by sa príslušné vlády dovtedy nezaviazali uskutočniť rozhodné štrukturálne reformy.

Úvahy o výsledkoch hĺbkového preskúmania v roku 2015

Výsledky hĺbkového preskúmania v roku 2015 ukazujú, že vo viacerých krajinách sa zvyšuje závažnosť nerovnováh. Tento výsledok vyvoláva obavy, pretože jedným z hlavných dôvodov zavedenia postupu pri makroekonomických nerovnováhach bolo, že by mohol pomôcť predchádzať vzniku škodlivých nerovnováh a podporiť odstraňovanie už existujúcich nerovnováh. Každý rok sa však zvyšuje počet krajín s nadmernými nerovnováhami (z nuly v roku 2012 na päť v roku 2015), pričom Komisia ani raz neiniciovala postup pri nadmernej nerovnováhe. Vyvoláva to otázky o uplatňovaní tohto postupu a účinnosti jeho preventívnej časti.

Nedostatočné uskutočňovanie odporúčaní k reformám pre jednotlivé krajiny

Komisia pri posudzovaní stupňa závažnosti nerovnováh prikladá veľkú váhu politickým záväzkom. Hoci sú dôveryhodné záväzky nevyhnutným krokom pri uskutočňovaní reforiem, posudzovanie stupňa nerovnováh by malo byť založené hlavne na účinných politických opatreniach. Skúsenosti z minulosti ukazujú, že politické vyhlásenia sa veľmi často nerealizujú, ako to potvrdzuje hodnotenie plnenia odporúčaní pre jednotlivé krajiny, ktoré uskutočnila Komisia a ktoré vyvoláva obavy súvisiace s dosiahnutým pokrokom (tabuľka B).

Tabuľka B Hodnotenie plnenia odporúčaní pre jednotlivé krajiny na rok 2014 Európskou komisiou

Odporúčania na reformy	BE	BG	HR	CZ	DK	DE	EE	ES	FR	IE	IT	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PT	PL	RO	SI	SK	FI	SE	UK
1																										
2																										
3																										
4																										
5																										
6																										
7																										
8																										

■ = realizované v plnom rozsahu
■ = výrazný pokrok
■ = určitý pokrok
■ = obmedzený pokrok
■ = žiadny pokrok

Zdroj: Európska komisia.

Poznámka: Na hodnotenie pokroku pri realizácii odporúčaní pre jednotlivé krajiny z roku 2014 sa používajú tieto kategórie: Žiadny pokrok: členský štát neohlásil ani neprijal žiadne opatrenia na realizáciu odporúčaní. Táto kategória sa použije aj vtedy, keď členský štát poveril študijnú skupinu, aby možné opatrenia posúdila. Obmedzený pokrok: členský štát ohlásil určité opatrenia na realizáciu odporúčaní, ale tieto opatrenia sa javia ako nedostatočné a/alebo ich prijatie/realizácia sú ohrozené. Určitý pokrok: členský štát ohlásil alebo prijal opatrenia na realizáciu odporúčaní. Tieto opatrenia sú sľubné, ale nie všetky sa už zrealizovali a realizácia nie je vo všetkých prípadoch istá. Výrazný pokrok: členský štát schválil opatrenia, z ktorých sa väčšina zrealizovala. Týmto opatreniami bude plnenie odporúčaní trvať dlhšie obdobie. Realizované v plnom rozsahu: členský štát prijal a zrealizoval opatrenia, ktorými sa odporúčania náležite plnia.

Pokiaľ ide o krajiny eurozóny, Komisia dospela k záveru, že žiadna z krajín eurozóny nezrealizovala v plnom rozsahu ani jedno z odporúčaní na rok 2014.

Hoci v niektorých krajinách sa reformné úsilie zintenzívnilo, vo väčšine krajín bol pokrok pomerne obmedzený (tabuľka B) a nezodpovedal pretrvávajúcej nestabilite. Spomedzi krajín, od ktorých sa v rámci postupu pri makroekonomických nerovnováhach v roku 2014 očakávalo prijatie „rôznych politických opatrení“ (čiže krajiny v kategóriách 4 a 5 tabuľky A), Španielsko, Írsko a Taliansko zaznamenali „určitý“ pokrok pri realizácii väčšiny odporúčaní, zatiaľ čo Francúzsko zaznamenalo pri realizácii väčšiny odporúčaní „obmedzený“ pokrok. Toto hodnotenie sa zdá byť v protiklade s (opakovanými) výzvami Komisie na realizáciu „rôznych politických opatrení“ a poukazuje na slabosť preventívnej časti procesu pri makroekonomických nerovnováhach. Vzhľadom na potrebu znížiť nestabilitu a podporiť udržateľný rast v uvedených krajinách aj vo zvyšnej časti eurozóny si nedostatočný pokrok vyžaduje výrazné zintenzívnenie reformného úsilia.

Je dôležité v plnom rozsahu a účinne využívať nástroje postupu pri makroekonomickej nerovnováhe vrátane jeho nápravnej časti, aby sa znížili potenciálne riziká ohrozujúce bezproblémové fungovanie HMÚ.

Box 6

VPLYV ELEKTRONICKÉHO OBCHODU NA INFLÁCIU

Existujú tvrdenia, že rast v oblasti elektronického obchodu prispieva k nižším cenám, a tým aj k nižšej inflácii. Dostupné empirické dôkazy zatiaľ naznačujú, že utlmujúci účinok rastu elektronického obchodu na infláciu je len nepatrný. Toto zistenie sa však spája so značnou dávkou neistoty, keďže existujú len obmedzené údaje.

Potenciálny vplyv elektronického obchodu na ceny a infláciu

Pojem elektronický obchod sa obvyčajne vzťahuje na nákup alebo predaj tovarov alebo služieb uskutočnený prostredníctvom elektronickej siete, napríklad cez internet. Obchody uskutočnené cez internet sú stále rozšírenejšie tak v maloobchode, ako aj na úrovni podnikov.

Sú dva hlavné spôsoby, ktorými môže rast elektronického obchodu vplývať na pokles cien.

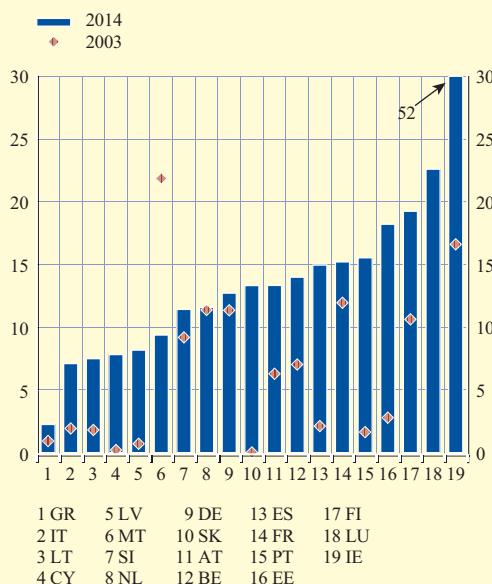
V porovnaní s obvyklými distribučnými kanálmi kamenných obchodov poskytuje elektronický obchod priestor pre úsporu nákladov na veľkoobchodných i maloobchodných trhoch, a tie potom môžu tradiční i internetoví obchodníci premietnuť do ceny pre zákazníka. A potom, elektronický obchod dokáže efektívne znižovať ceny v dôsledku zvýšenej konkurencie medzi dodávateľmi, keďže zákazníci si môžu na internete pohodlne vyhľadať najlepšiu ponuku, čím tradičných i internetových dodávateľov núti udržiavať nízke ceny. Týmto druhým účinkom sa môžu znižovať obchodné marže. Za zmienku stojí, že v oboch prípadoch sa znižovanie cien prejaví aj vtedy, keď je podiel elektronického obchodu na trhu stále relatívne nízky.

Potenciálny vplyv rastu elektronického obchodu na infláciu by sa udržal len dovtedy, kým sa rozšírenie elektronického obchodu na trhoch stabilizuje, čo môže trvať dlhšie obdobie. Internetové transakcie sú novou technológiou, ktorej sa musia trhy postupne prispôbiť. Počas tohto procesu sa tlak na ceny môže zmierniť, ale možno očakávať, že tento vplyv sa zmenší v momente dosiahnutia novej rovnováhy.¹

Využívanie elektronického obchodu v eurozóne

Za posledných desať rokov sa podiel elektronického predaja spotrebiteľom a firmám z hľadiska celkového obrátu vo väčšine krajín

Graf A Internetový predaj podnikov ako percentuálny podiel ich celkového obrátu



Zdroj: Eurostat a Európska komisia.

Poznámka: Všetky firmy s výnimkou spoločností z finančného sektora (s desať alebo viac zamestnancami). Zahrnutý je predaj na úrovni podnikov, ako aj predaj konečnému spotrebiteľovi. Prvé zaznamenané údaje sa vzťahujú na rok 2004 v prípade DE, EE a LT; na rok 2005 v prípade CY, LV a SK; na rok 2006 v prípade SI; 2007 pre NL; a 2008 pre MT a FR. Posledné zaznamenané údaje sa vzťahujú na rok 2012 pre BE a na rok 2013 pre SI. Údaje týkajúce sa LU sú dostupné len za rok 2012.

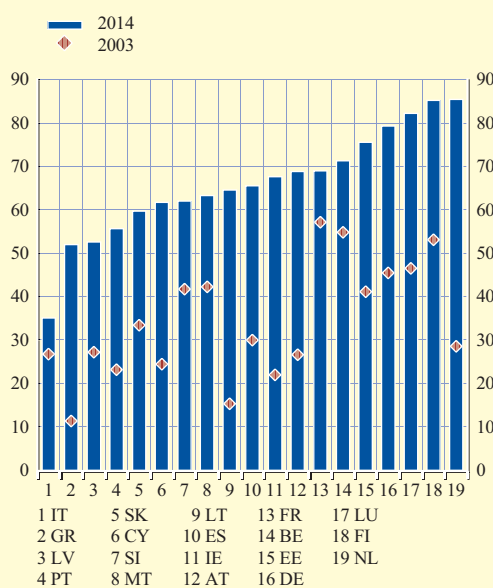
1 Meijers, H., „Diffusion of the internet and low inflation in the information economy“, *Information Economics and Policy*, Vol. 18, 2006, s. 1-23.

eurozóny zvýšil, avšak stále sú medzi nimi významné rozdiely (graf A).² Firmy v malých a otvorených ekonomikách Írska, Luxemburska, Slovenska a Fínska vykázali najvyšší podiel elektronického predaja v roku 2014 a hneď za nimi nasledovali firmy v Nemecku, Francúzsku, Belgicku a Španielsku. Podiel elektronického predaja v roku 2014 bol stále porovnateľne nízky v Grécku, na Cypre, v Taliansku, na Malte, ako aj v Lotyšsku a Litve, kde dosahoval hodnoty nižšie ako 10 %. Obzvlášť pozoruhodný nárast elektronického predaja z nízkych úrovní v roku 2003 bol zaznamenaný v krajinách, ktoré vstúpili do eurozóny ako posledné (Cyprus, Slovensko, Estónsko, Litva a Lotyšsko) a v ktorých došlo k výraznej expanzii siete vysokorýchlostného internetu, ako aj v Španielsku a Portugalsku.

Menšie zastúpenie elektronického obchodu v niektorých krajinách možno čiastočne vysvetliť podstatne väčším podielom malých a stredných podnikov, ktoré majú vo všeobecnosti menšiu tendenciu predávať tovar cez internet než väčšie spoločnosti. Takisto pokiaľ ide o prístup k internetu, niektoré krajiny zaostávajú za inými krajinami eurozóny z hľadiska prístupu k rýchlemu internetu.

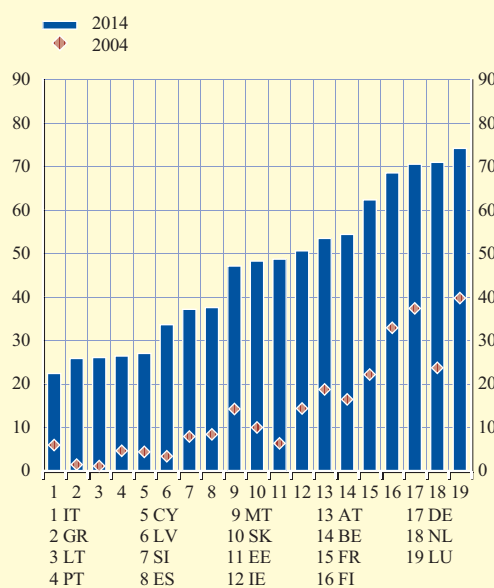
Podiel jednotlivcov, ktorí používajú internet na získanie informácií o tovaroch a službách alebo nakupujú prostredníctvom internetu sa za posledných desať rokov výrazne zvýšil (grafy B a C). Percentuálny podiel ľudí hľadajúcich informácie na internete prekročil do roku 2014 vo všetkých krajinách, okrem Talianska, 50 %. Dovtedy sa v porovnaní s rokom 2003 vo väčšine krajín eurozóny takmer zdvojnásobil aj podiel jednotlivcov, ktorí si tovar a služby cez internet skutočne kúpili.

Graf B Percentuálny podiel jednotlivcov používajúcich internet na hľadanie informácií o tovaroch a službách



Zdroj: Eurostat a Európska komisia.
Poznámka: Jednotlivci vo veku 16 až 74 rokov. Prvé zaznamenané údaje sa vzťahujú na rok 2004 v prípade CY, SI, SK, EE a LV; na rok 2005 v prípade BE, IT a MT; a na rok 2006 v prípade FR.

Graf C Percentuálny podiel jednotlivcov objednávajúcich tovar a služby cez internet



Zdroj: Eurostat a Európska komisia.
Poznámka: Jednotlivci vo veku 16 až 74 rokov. Prvé zaznamenané údaje sa vzťahujú na rok 2005 v prípade BE, IT a MT; a na rok 2006 v prípade FR.

2 Stále existuje len málo verejných údajov o elektronickom obchode. Jedným zdrojom údajov je každoročný prieskum Eurostatu o využívaní ICT vo firmách a domácnostiach od roku 2002, ktorý obsahuje otázky o elektronickom obchode a podporuje Digitálnu agendu pre Európu, iniciatívu Európskej komisie z roku 2010.

Dôkaz vplyvu elektronického obchodu na infláciu

Pri skúmaní vplyvu elektronického obchodu na infláciu spotrebiteľských cien je treba zohľadniť viacero skutočností. Jedna z nich sa týka zahrnutia vývoja internetových cien do HICP. Štatistické úrady v EÚ so stúpajúcou mierou zohľadňujú internetové ceny vo výpočte indexov spotrebiteľských cien. V prípade niektorých položiek, ako sú napríklad ceny ubytovania v hoteli, ceny iných ubytovacích služieb a ceny leteniek, sa už osvedčil zber a použitie cien dostupných na internete namiesto cien od tradičných cestovných kancelárií a predajných miest alebo len ako ich doplnok. Jednotlivé štatistické úrady zároveň používajú veľmi odlišné ceny priemyselných výrobkov, ktoré tiež odzrkadľujú rôznorodé spotrebiteľské zvyklosti.³ Eurostat spolu s národnými štatistickými úradmi v súčasnosti pracuje na lepšom, úplnejšom a harmonizovanejšom spôsobe zachytenia údajov o vývoji internetových cien pri zostavovaní HICP.

Ak štatistický úrad začlení do HICP viac tovarov a služieb, ktoré sa predávajú na internete, má to vplyv na infláciu HICP do tej miery, že ceny takýchto výrobkov a služieb sa menia odlišným tempom v porovnaní s cenami tovarov a služieb, ktoré sa nepredávajú priamo cez internet. Keby sa ceny menili podobným tempom v oboch obchodných kanáloch, zahrnutie výrobkov predávaných cez internet by nemalo na infláciu HICP taký výrazný vplyv. Zvyšujúce sa množstvá tovarov kúpených cez internet a rozdiely v cenových hladinách medzi internetovými a kamennými obchodmi sa premietajú v úpravách podielov výdavkov príslušných podpoložiek HICP.

Dostupné dôkazy o existencii chyby v meraní indexov spotrebiteľských cien z dôvodu neúplného začlenenia internetového predaja sú nedostatočné a nepresvedčivé. Lünemann a Wintr (2006)⁴ analyzujú rozsiahly súbor mikroúdajov o cenách a podľa nich sú zmeny cien produktov predávaných cez internet v priemere menšie než zodpovedajúce zmeny v cenách vykázaných v údajoch o indexe spotrebiteľských cien - to by poukazovalo na možnú chybu v meraní inflácie HICP. Naopak, podľa novšej štúdie, ktorú uskutočnili Gorodnichenko, Sheremirov a Talavera (2014)⁵, sa ceny v internetových obchodoch upravujú v priemere o rovnakú sumu ako v kamenných obchodoch. Chyba v meraní indexu cien by tak s vylúčením internetového predaja mala byť malá.

Dôkaz o skutočnom vplyve elektronického obchodu na zmeny spotrebiteľských cien je tiež nedostatočný, ale poukazuje na malý vplyv na infláciu. Podľa výsledkov staršej štúdie, Yi a Choi (2005)⁶, ročný nárast podielu ľudí využívajúcich internet o 1 percentuálny bod znižuje ročnú mieru inflácie v rozmedzí od 0,04 do 0,1 percentuálneho bodu. Tento záver je do značnej miery v súlade s novšími výsledkami, ktoré zverejnili Lorenzani a Varga (2014)⁷, zaoberajúci sa vplyvom internetových nákupov tovarov a služieb pri posudzovaní úrovne cenovej konkurencie. V tejto súvislosti predpokladajú podiel internetových nákupov tovarov a služieb v maloobchodnom sektore zaznamenaný od roku 2010 až do roku 2015 a odhadujú, že takýto vývoj by vo všeobecnosti mohol znížiť nárast cien v maloobchodnom sektore v celej EÚ 27

3 Viac informácií o otázkach merania inflácie sa nachádza v boxe 2 „Implications of developments in the retail trade structure for inflation measurement“, *Structural Issues Report*, september 2011, ECB.

4 Lünemann, P., Wintr, L., „Are internet prices sticky?“, *Working Paper Series*, No 645, ECB, jún 2006.

5 Gorodnichenko, Y., Sheremirov, V., Talavera, O., „Price setting in online markets: does it click?“, *NBER Working Papers*, No 20819, august 2014.

6 Yi, M.H., Choi, C., „The effect of the internet on inflation: Panel data evidence“, *Journal of Policy Modeling*, Vol. 27, 2005, s. 885-889.

7 Lorenzani, D., Varga, J., „The Economic Impact of Digital Structural Reforms“, *European Commission Economic Papers*, No 529, september 2014.

o 0,1 percentuálneho bodu každý rok v období rokov 2011 až 2015. Takéto odhady sa spájajú so značnou mierou neistoty, okrem iného vzhľadom na obmedzenú dostupnú vzorku údajov a už spomínané skutočnosti, ktoré je nutné zohľadniť pri zostavovaní indexu spotrebiteľských cien. Presvedčivejší dôkaz je k dispozícii v prípade Spojených štátov v súvislosti s iniciatívou MIT pod názvom The Billion Prices Project a jej pravidelne aktualizovanej cenovej štatistiky o vývoji cien internetových a kamenných obchodov.⁸ Tieto údaje nenaznačujú ani výrazné, ani systematické rozdiely medzi cenovými indexmi alebo infláciou cien internetových či tradične predávaných tovarov v Spojených štátoch.

8 The Billion Prices Project, <http://bpp.mit.edu/usa/>

Box 7

OPATRENIA VYPLÝVAJÚCE Z PRESKÚMANIA NÁVRHOV ROZPOČTOVÝCH PLÁNOV NA ROK 2015

V tomto boxe sú zhrnuté opatrenia vyplývajúce z preskúmania návrhov rozpočtových plánov na rok 2015 siedmich krajín, ktorých rozpočtové návrhy na rok 2015 Európska komisia v novembri 2014 identifikovala ako predstavujúce riziko nesúladu s Paktom stability a rastu.¹ Týmito krajinami sú Belgicko, Taliansko, Malta a Rakúsko v rámci preventívnej časti paktu a Francúzsko, Španielsko a Portugalsko v rámci jeho nápravnej časti. Vlády týchto krajín sa na stretnutí Euroskupiny 8. decembra 2014 zaviazali, že prijmú opatrenia potrebné na zabezpečenie súladu s Paktom stability a rastu. Komisia tiež oznámila, že na začiatku roka 2015 bude revidovať svoje stanoviská k plneniu povinností podľa paktu v prípade Belgicka, Francúzska a Talianska, a to v nadväznosti na finalizáciu ich rozpočtových zákonov a očakávané vysvetlenia k programom štrukturálnych reforiem, ktoré avizovali ich vlády. Európska komisia následne 13. januára 2015 vydala oznámenie s názvom „Optimálne využívanie flexibility v rámci existujúcich pravidiel paktu stability a rastu“, v ktorom sa vysvetľuje a čiastočne rozširuje flexibilita paktu v oblasti cyklických faktorov, štrukturálnych reforiem a verejných investícií.² Dňa 25. februára Komisia oznámila svoje rozhodnutie týkajúce sa Belgicka, Francúzska a Talianska a 27. februára vydala hodnotenie založené na prognóze zo zimy 2015, ktoré Rada schválila 10. marca.

Okrem Belgicka žiadna z krajín, ktorých rozpočty predstavovali riziko nesúladu s Paktom stability a rastu, neprijala potrebné opatrenia, aby bolo možné odstrániť nedostatky v konsolidácii identifikované Euroskupinou v decembri minulého roka. Pokiaľ ide o krajiny podliehajúce nápravnej časti paktu, Francúzsko malo prijať dodatočné opatrenia na úrovni 0,5 % HDP, aby v roku 2015 dosiahlo štrukturálne saldo v súlade s odporúčaniami postupu pri nadmernom deficite (EDP) z júna 2013. Napriek tomu sa v prognóze Komisie zo zimy 2015 neuvádza žiadne zlepšenie oproti náprave na úrovni 0,3 % HDP, známej už v čase stretnutia Euroskupiny.³ V prípade Španielska a Portugalska, ktorým bolo odporúčené prijať opatrenia na zlepšenie celkového deficitu tak, aby dosiahli ciele podľa postupu pri nadmernom deficite stanovené na rok 2015, sa podarilo plánovaný deficit na rok 2015 čiastočne znížiť. Zostáva však nad cieľovou úrovňou, pričom stanovené požiadavky neboli dostatočne zohľadnené ani v štrukturálnych opatreniach týchto krajín. Čo sa týka krajín podliehajúcich preventívnej časti paktu, zlepšenie štrukturálneho salda v Taliansku o 0,2 percentuálneho bodu, ktoré sa očakáva v roku 2015, nespĺňa odporúčanie Euroskupiny na úrovni 0,4 % HDP a odráža zníženie platieb úrokov. Naopak štrukturálne saldo Belgicka, ktoré by sa malo zvýšiť o 0,2 percentuálneho bodu, je v súlade so záväzkom v rámci Euroskupiny. V oboch krajinách, Taliansku aj Belgicku, však naďalej dochádza k zásadnému nedodržaniu štrukturálneho úsilia, ktoré sa požaduje v rámci dlhového pravidla. Štrukturálne úsilie Rakúska oproti očakávaniam z decembra 2014 poľavilo, čím sa zvyšuje riziko značného odchylenia od požiadaviek preventívnej časti paktu. Ak sa tento vývoj spätne potvrdí, mohlo by to viesť k začatiu postupu podľa EDP na jar 2016. Vďaka opatreniam, ktoré Malta prijala vo finálnom rozpočte na rok 2015, v tejto krajine ustúpi-

1 Viac v boxe s názvom Preskúmanie návrhov rozpočtových plánov na rok 2015, *Mesačný bulletin*, ECB, december 2014.

2 Viac v boxe s názvom „Flexibility within the Stability and Growth Pact“, *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, február 2015.

3 Komisia hodnotila pôvodný návrh rozpočtového plánu predložený 15. októbra, ktorý podľa jej názoru predstavoval zlepšenie štrukturálneho salda len o 0,1 % HDP. Francúzska vláda 21. novembra oznámila dodatočné opatrenia na úrovni 0,2 % HDP. Tieto opatrenia, ktoré boli v plnom rozsahu zohľadnené vo vyhlásení Euroskupiny z 8. decembra 2014, boli odsúhlasené francúzskym parlamentom 18. decembra 2014 v rámci procesu schvaľovania rozpočtu na rok 2015.

lo riziko neplnenia požiadaviek preventívnej časti paktu, ktorej bude Malta podliehať, ak Rada rozhodne, že krajina znížila svoj nadmerný deficit v termíne stanovenom na rok 2014, a zruší príslušný postup pri nadmernom deficite.

Komisia 27. februára uverejnila výsledky hodnotenia implementácie Paktu stability a rastu v Belgicku, Francúzsku a Taliansku. V správach pripravených podľa článku 126 ods. 3 Zmluvy o fungovaní Európskej únie Komisia preskúmala porušenie kritéria deficitu v Belgicku a kritéria dlhu v Belgicku a Taliansku. Komisia rozhodla o neotvorení postupu pri nadmernom deficite v týchto krajinách na základe mnohých relevantných poľahčujúcich okolností: (i) plnenie požiadaviek štrukturálneho úsilia podľa preventívnej časti paktu (v prípade Talianska došlo v súčasnosti k zmierneniu, ktoré súvisí s oznámením Komisie o flexibilitě v rámci paktu); (ii) nepriaznivé hospodárske podmienky (t. j. nevýrazný rast a nízka inflácia), ktoré sťažujú dodržiavanie dlhového pravidla; a (iii) očakávaná realizácia ambiciózných štrukturálnych reformných plánov zameraných na zvýšenie rastu, ktoré predstavili orgány týchto krajín. Toto hodnotenie, na rozdiel od odporúčaní Rady z júna 2014, však ako prítiažujúcu okolnosť nezohľadňuje nedostatky vo fiškálnej konsolidácii v rokoch 2014 a 2015.

Pokiaľ ide o Francúzsko, Komisia musela zhodnotiť, či krajina prijala účinné kroky na základe odporúčaní Rady, podľa ktorých má byť nadmerný deficit odstránený do roku 2015. Realizácia takýchto krokov v kombinácii s neočakávaným nepriaznivým makroekonomickým vývojom, ktorý by mal značne negatívny vplyv na štátne financie, by spravidla umožňovala predĺženie termínu na korekciu nadmerného deficitu o jeden rok. Naopak, ak krajina podľa hodnotenia neprijala účinné opatrenia, očakáva sa sprísnenie postupu pri nadmernom deficite, ktoré zahŕňa upozornenie adresované danej krajine⁴ a uplatnenie finančných sankcií vo forme pokuty na úrovni 0,2 % HDP. Na základe výnimočnej hospodárskej situácie alebo opodstatnenej žiadosti dotknutého členského štátu však Komisia môže Rade odporučiť, aby výšku pokuty znížila alebo pokutu zrušila. V súvislosti s rokmi 2013 a 2014⁵ Komisia uviedla, že „dostupné dôkazy neumožňujú prijať záver, že neboli prijaté žiadne efektívne opatrenia“, a navrhla predĺžiť termín na korekciu nadmerného deficitu o dva roky (teda do roku 2007). Rada toto odporúčanie prijala 10. marca. Odporúčané konsolidačné opatrenia boli posunuté na neskôr, pričom sa požadovalo, aby Francúzsko vynaložilo zvýšené úsilie v oblasti štrukturálnej konsolidácie počas obdobia EDP: 0,5 % HDP v roku 2015 (t. j. na úrovni minimálnej požiadavky podľa nápravnej časti paktu, čo je menej ako doteraz odporúčených 0,8 % HDP), následne 0,8 % v roku 2016 a 0,9 % v roku 2017. Na základe súčasného stavu postupov pri nadmernom deficite bude v roku 2017 Francúzsko jedinou krajinou eurozóny, ktorá podlieha tomuto postupu. Pokiaľ ide o Španielsko a Portugalsko, napriek riziku neplnenia termínov na korekciu nadmerných deficitov odporúčených Radou, Komisia týmto krajinám nezaslala včasné varovanie vo forme autonómnych odporúčaní (na rozdiel od postupu v minulom roku, keď boli v podobnej situácii takéto odporúčania adresované Francúzsku a Slovinsku).

⁴ Podľa článku 126 ods. 9 Zmluvy o fungovaní Európskej únie.

⁵ Pre tieto roky hodnotenie neobsahuje posledný rok obdobia EDP, v ktorom Komisia identifikovala riziko nesúladu s Paktom stability a rastu. Takýto postup sa líši od situácie v roku 2013, keď bol termín EDP rozšírený, pretože účinné opatrenia boli identifikované len po zohľadnení posledného roku EDP.

Rámec správy ekonomických záležitostí EÚ sa posilnil vďaka novým nariadeniam známym ako „šesťbalík“ a „dvojbalík“, ktoré nadobudli účinnosť v roku 2011 a 2013. Významné úpravy na zlepšenie tohto rámca tak boli prijaté v reakcii na nedávnu krízu a skúsenosti z nej. V tejto súvislosti je dôležité zavedenie dlhového pravidla v rámci nápravnej časti paktu, zriadenie postupu pri značnej odchýlke v rámci preventívnej časti (ktorý by mal zabezpečiť dostatočné napredovanie krajín pri plnení strednodobých rozpočtových cieľov), prijatie zmien v procese rozhodovania so zámerom ešte viac zautomatizovať uplatňovanie pravidiel a sankcií, ako aj zavedenie možnosti požiadať o revidovaný návrh plánu rozpočtu a vydať „autonómne odporúčania“ v prípade ohrozenia cieľov EDP.

Dôležité je, aby sa nástroje posilneného rámca správy ekonomických záležitostí efektívne uplatňovali v rovnakom čase a vo všetkých krajinách. Mali by sa rozhodne využívať ako kroky, ktoré majú za cieľ zaistiť udržateľné fiškálne pozície v krajinách eurozóny. Iba na základe toho bude možné vnímať Pakt stability a rastu ako záruku dôveryhodnosti. Pravdepodobnosť uplatňovania postupu pri značnej odchýlke v rámci preventívnej časti paktu sa v tejto súvislosti znížila s postupne ustupujúcou potrebou konsolidačných opatrení v krajinách s nepriaznivou makroekonomickou situáciou. Zatiaľ sa nepoužil ani postup pri nadmernej nerovnováhe, hoci už boli identifikované značné nerovnováhy.⁶ V neposlednom rade hrozí tiež riziko marginalizácie dlhového pravidla, ak sa de facto podriadi oslabenej preventívnej časti paktu, v ktorej sa po oznámení Komisie o flexibilitě venuje len málo pozornosti problémom udržateľnosti dlhu. Na záver treba konštatovať, že úplné a konzistentné uplatňovanie týchto opatrení je pre dôveryhodnosť európskeho fiškálneho rámca kľúčové.

⁶ Viac v boxe s názvom Postup pri makroekonomických nerovnováhach v roku 2015, *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB, marec 2015.



OBSAH

1 Vonkajšie prostredie	S2
2 Finančný vývoj	S3
3 Hospodárska aktivita	S7
4 Ceny a náklady	S11
5 Peňažné a úverové agregáty	S14
6 Fiškálny vývoj	S19

ĎALŠIE INFORMÁCIE

Štatistika ECB s možnosťou sťahovania údajov je dostupná v databáze Statistical Data Warehouse (SDW):

Údaje zo štatistickej časti Ekonomického bulletinu sú dostupné v databáze SDW:

V databáze SDW sa nachádza aj podrobný Štatistický bulletin ECB:

Vysvetlenie metodologických postupov je v časti Všeobecné poznámky Štatistického bulletinu ECB:

Informácie o výpočtoch sú v časti Technické poznámky Štatistického bulletinu ECB:

<http://sdw.ecb.europa.eu/>

[http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=\(in preparation\)](http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=(in+preparation))

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045>

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023>

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>

ZNAČKY A SKRATKY POUŽITÉ V TABUĽKÁCH

- údaje sa nesledujú/nie sú relevantné
- . údaje ešte nie sú k dispozícii
- ... nula alebo zanedbateľné
- (p) predbežné údaje
- s. o. sezónne očistené
- s. n. sezónne neočistené

1 VONKAJŠIE PROSTREDIE

1.1 Hlavní obchodní partneri, HDP a CPI

	HDP ¹⁾ (percentuálna zmena medzi obdobiami)						CPI (ročná percentuálna zmena)						
	G20	Spojené štáty	Spojené kráľovstvo	Japonsko	Čína	Informatívna položka: eurozóna	Krajiny OECD		Spojené štáty	Spojené kráľovstvo (HICP)	Japonsko	Čína	Informatívna položka: eurozóna ²⁾ (HICP)
	1	2	3	4	5	6	Spolu	bez potravín a energií	9	10	11	12	13
2012	3,0	2,3	0,7	1,7	7,8	-0,7	2,3	1,8	2,1	2,8	0,0	2,7	2,5
2013	3,2	2,2	1,7	1,6	7,7	-0,5	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	.	2,4	2,6	0,0	7,4	.	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2014 Q1	0,7	-0,5	0,6	1,3	1,5	0,3	1,6	1,6	1,4	1,8	1,5	2,3	0,7
2014 Q2	0,8	1,1	0,8	-1,7	2,0	0,1	2,1	1,9	2,1	1,7	3,6	2,2	0,6
2014 Q3	0,9	1,2	0,7	-0,6	1,9	0,2	1,8	1,9	1,8	1,5	3,3	2,0	0,4
2014 Q4	.	0,5	0,5	0,6	1,5	0,3	1,4	1,8	1,2	0,9	2,5	1,5	0,2
2014 Sep.	-	-	-	-	-	-	1,7	1,8	1,7	1,3	3,2	1,6	0,3
2014 Okt.	-	-	-	-	-	-	1,7	1,8	1,7	1,3	2,9	1,6	0,4
2014 Nov.	-	-	-	-	-	-	1,5	1,8	1,3	0,9	2,4	1,4	0,3
2014 Dec.	-	-	-	-	-	-	1,1	1,8	0,8	0,5	2,4	1,5	-0,2
2015 Jan. ³⁾	-	-	-	-	-	-	0,5	1,7	-0,1	0,3	2,4	0,8	-0,6
2015 Feb.	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	-0,3

1.2 Hlavní obchodní partneri, index nákupných manažérov a svetový obchod

	Prieskum nákupných manažérov (difúzne indexy; s. o.)									Merchanting – dovoz tovaru ⁴⁾		
	Kompozitný index nákupných manažérov						Globálny index nákupných manažérov ⁵⁾			Globál	Vyspelé ekonomiky	Rozvíjajúce sa trhové ekonomiky
	Globál ⁵⁾	Spojené štáty	Spojené kráľovstvo	Japonsko	Čína	Informatívna položka: eurozóna	Priemyselná výroba	Služby	Nové objednávky na export			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	52,6	54,4	52,0	49,9	50,9	47,2	50,2	51,9	48,5	3,9	2,4	4,8
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,3	52,7	50,7	3,6	-0,1	5,7
2014	54,3	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,4	54,1	51,5	.	.	.
2014 Q1	53,7	55,3	58,1	53,0	49,9	53,1	53,8	53,7	51,0	0,0	0,3	-0,2
2014 Q2	54,3	58,3	58,6	48,5	50,7	53,4	53,2	54,7	51,1	-0,3	0,9	-0,9
2014 Q3	55,7	59,8	58,5	51,3	52,2	52,8	54,1	56,2	52,0	2,5	0,8	3,4
2014 Q4	53,4	55,6	56,3	50,9	51,4	51,5	52,8	53,6	50,8	.	.	.
2014 Sep.	55,5	59,0	57,4	52,8	52,3	52,0	53,8	56,0	52,3	2,5	0,8	3,4
2014 Okt.	53,8	57,2	55,8	49,5	51,7	52,1	53,4	54,0	51,0	3,3	1,1	4,5
2014 Nov.	53,7	56,1	57,6	51,2	51,1	51,1	52,6	54,0	50,2	2,5	1,5	3,1
2014 Dec.	52,6	53,5	55,3	51,9	51,4	51,4	52,3	52,7	51,2	.	.	.
2015 Jan.	53,1	54,4	56,7	51,7	51,0	52,6	53,1	53,1	51,0	.	.	.
2015 Feb.	54,0	56,8	56,7	50,0	51,8	53,3	53,6	54,1	50,7	.	.	.

Zdroj: Eurostat (tab. 1.1, stĺpce 3, 6, 10 a 13); BIS (tab. 1.1, stĺpce 2, 4, 9, 11 a 12); OECD (tab. 1.1, stĺpce 1, 5, 7 a 8); Markit (tab. 1.2, col. 1 – 9);

CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis a výpočty ECB (tab. 1.2, stĺpce 10 – 12)

1) Štvrťročné údaje sú sezónne očistené; ročné údaje sezónne neočistené. Údaje za eurozónu sa týkajú skupiny krajín Euro 19.

2) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

3) Odhad je založený na predbežných národných údajoch, ktoré zvyčajne pokrývajú okolo 95 % eurozóny, ako aj na skorších informáciách o cenách energií.

4) V položkách globál a vyspelé ekonomiky nie je zahrnutá eurozóna. Ročné a štvrťročné údaje sú percentá medzi obdobiami; mesačné údaje sú percentá medzi trojmesečnými obdobiami. Všetky údaje sú sezónne očistené.

5) Bez eurozóny.

2 FINANČNÝ VÝVOJ

2.1 Úrokové miery peňažného trhu

(v % p. a.; priemer za obdobie)

	Eurozóna ¹⁾					Spojené štáty	Japonsko
	Jednodňové vklady (EONIA)	1-mesačné vklady (EURIBOR)	3-mesačné vklady (EURIBOR)	6-mesačné vklady (EURIBOR)	12-mesačné vklady (EURIBOR)	3-mesačné vklady (LIBOR)	3-mesačné vklady (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2012	0,23	0,33	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2014 Q1	0,18	0,23	0,30	0,40	0,56	0,24	0,14
Q2	0,19	0,22	0,30	0,39	0,57	0,23	0,13
Q3	0,02	0,07	0,16	0,27	0,44	0,23	0,13
Q4	-0,02	0,01	0,08	0,18	0,33	0,24	0,11
2014 Sep.	0,01	0,02	0,10	0,20	0,36	0,23	0,12
Okt.	0,00	0,01	0,08	0,18	0,34	0,23	0,11
Nov.	-0,01	0,01	0,08	0,18	0,33	0,23	0,11
Dec.	-0,03	0,02	0,08	0,18	0,33	0,24	0,11
2015 Jan.	-0,05	0,01	0,06	0,15	0,30	0,25	0,10
Feb.	-0,04	0,00	0,05	0,13	0,26	0,26	0,10

2.2 Výnosové krivky

(koniec obdobia; sadzby v % p. a.; spread v percentuálnych bodoch)

	Spotová sadzba					Spread			Okamžitá forwardová sadzba			
	Eurozóna ^{1),2)}					Eurozóna ^{1),2)}	Spojené štáty	Spojené kráľovstvo	Eurozóna ^{1),2)}			
	3-mesačná	1-ročná	2-ročná	5-ročná	10-ročná	10-ročná – 1-ročná	10-ročná – 1-ročná	10-ročná – 1-ročná	1-ročná	2-ročná	5-ročná	10-ročná
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,72	1,76	1,61	1,48	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2014 Q1	0,16	0,11	0,17	0,76	1,82	1,71	2,60	2,29	0,11	0,40	1,94	3,50
Q2	0,05	-0,01	0,02	0,47	1,44	1,45	2,43	2,16	-0,04	0,16	1,46	3,09
Q3	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	1,06	1,15	2,39	1,88	-0,14	-0,02	1,03	2,53
Q4	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2014 Sep.	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	1,06	1,15	2,39	1,88	-0,14	-0,02	1,03	2,53
Okt.	-0,02	-0,08	-0,08	0,22	0,96	1,05	2,24	1,82	-0,12	-0,01	0,93	2,33
Nov.	-0,02	-0,06	-0,07	0,17	0,80	0,86	2,06	1,54	-0,10	-0,02	0,74	2,01
Dec.	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015 Jan.	-0,15	-0,18	-0,14	-0,02	0,39	0,58	1,50	1,04	-0,13	-0,10	0,34	1,15
Feb.	-0,21	-0,25	-0,20	-0,08	0,37	0,62	1,80	1,45	-0,16	-0,17	0,31	1,19

2.3 Indexy akciového trhu

(hodnota indexu v bodoch; priemer za obdobie)

	Dow Jones EURO STOXX indices												Spojené štáty	Japon-sko	
	Benchmark		Hlavné sektory ekonomiky												
	Široký index	50	Základný materiál	Služby zákazníkom	Spotrebný tovar	Ropa a plyn	Finančný sektor	Priemysel	Technológie	Sieťové odvetvia	Teleko-munikácie	Zdravot-níctvo	Standard & Poor's 500	Nikkei 225	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2012	239,7	2 411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1 379,4	9 102,6	
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9	
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4	
2014	Q1	315,9	3 090,8	639,0	218,7	500,1	323,4	182,2	461,0	306,3	262,3	293,9	640,7	1 834,9	14 958,9
	Q2	326,5	3 214,0	657,3	219,5	524,2	360,3	184,5	471,9	305,3	284,9	311,9	656,5	1 900,4	14 655,0
	Q3	319,4	3 173,1	645,9	213,8	509,8	351,1	178,9	446,0	315,3	288,7	304,0	686,1	1 975,9	15 553,1
	Q4	313,0	3 102,5	634,9	214,7	508,5	307,0	174,5	433,4	316,0	280,4	316,7	688,0	2 009,3	16 660,1
2014	Sep.	324,0	3 233,4	650,4	215,3	508,7	350,0	184,5	447,9	324,5	292,6	306,1	725,0	1 993,2	15 948,5
	Okt.	304,2	3 029,6	612,5	202,4	481,0	315,8	173,4	416,4	301,8	276,6	294,6	695,0	1 937,3	15 394,1
	Nov.	315,7	3 126,1	643,8	217,8	514,8	316,4	174,3	439,7	317,6	280,2	322,7	680,4	2 044,6	17 179,0
	Dec.	320,1	3 159,8	651,0	225,2	532,6	288,5	176,0	446,1	330,1	284,7	335,3	687,6	2 054,3	17 541,7
2015	Jan.	327,4	3 207,3	671,1	237,8	564,9	285,0	173,3	464,2	339,0	278,3	343,8	724,2	2 028,2	17 274,4
	Feb.	353,2	3 453,8	731,3	254,2	624,8	314,0	185,5	498,7	361,1	286,9	376,8	768,6	2 082,2	18 053,2

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny, viac v Všeobecných poznámkach Štatistického bulletinu ECB.

2) Výpočty ECB založené na údajoch poskytnutých EuroMTS a na ratingoch poskytnutých Fitch Ratings.

2 FINANČNÝ VÝVOJ

2.4 Úrokové miery PFI z úverov domácnostiam a z vkladov domácností (nové obchody)^{1), 2)}

(v % p. a.; priemer za obdobie, ak nie je uvedené inak)

		Vklady				Revolvingové úvery a prečerpania	Poskytnuté úvery z kreditných kariet	Spotrebiteľské úvery			Úvery podnikom s jedným vlastníkom a partnerstvom nezapsaným v obchodnom registri	Úvery na bývanie					
		splatné na požiadanie	splatné na požiadanie do 3 mesiacov	s dohodnutou splatnosťou:				podľa začiatočného obdobia fixácie sadzby		RPSP ³⁾		podľa začiatočného obdobia fixácie sadzby				RPMP ³⁾	Kompozitný indikátor nákladov na požíčovanie
				do 2 rokov	nad 2 roky			pohyblivá sadzba do 1 roka	nad 1 rok			pohyblivá sadzba do 1 roka	nad 2 a do 5 rokov	nad 5 a do 10 rokov	nad 10 rokov		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2014	Feb.	0,28	1,10	1,61	1,93	7,66	17,04	5,85	6,78	7,21	3,30	2,79	2,95	3,09	3,27	3,29	3,05
	Mar.	0,28	1,07	1,56	1,86	7,66	17,05	5,81	6,67	7,08	3,32	2,78	2,90	3,03	3,23	3,23	3,01
	Apr.	0,27	1,06	1,54	1,83	7,61	17,22	5,58	6,60	6,98	3,21	2,72	2,91	3,00	3,24	3,22	2,99
	Máj	0,27	1,05	1,40	1,72	7,55	17,23	5,62	6,73	7,09	3,33	2,71	2,87	2,96	3,14	3,16	2,93
	Jún	0,27	1,04	1,32	1,74	7,58	17,19	5,45	6,61	6,94	3,20	2,66	2,85	2,89	3,09	3,13	2,87
	Júl	0,24	1,01	1,30	1,75	7,43	17,04	5,55	6,54	6,91	3,09	2,63	2,75	2,81	2,99	3,05	2,79
	Aug.	0,24	0,93	1,21	1,66	7,43	17,00	5,55	6,52	6,87	3,09	2,56	2,74	2,73	2,87	2,98	2,75
	Sep.	0,23	0,92	1,19	1,70	7,32	17,05	5,37	6,49	6,84	2,92	2,50	2,69	2,63	2,83	2,89	2,68
	Okt.	0,22	0,91	1,10	1,65	7,15	16,94	5,42	6,43	6,84	2,92	2,43	2,63	2,56	2,79	2,82	2,61
	Nov.	0,21	0,89	1,02	1,66	7,12	17,10	5,59	6,48	6,83	2,96	2,43	2,53	2,52	2,73	2,79	2,55
	Dec.	0,22	0,86	0,96	1,59	7,06	17,00	5,07	6,14	6,45	2,73	2,43	2,52	2,53	2,69	2,77	2,50
2015	Jan. ^(p)	0,21	0,84	1,01	1,95	7,12	17,03	5,26	6,30	6,63	2,77	2,30	2,53	2,43	2,42	2,70	2,39

2.5 Úrokové miery PFI z úverov nefinančným korporáciám a z vkladov nefinančných korporácií (nové obchody)^{1), 4)}

(v % p. a.; priemer za obdobie, ak nie je uvedené inak)

		Vklady			Revolvingové úvery a prečerpania	Ostatné úvery podľa veľkosti a začiatočného obdobia fixácie sadzby									Kompozitný indikátor nákladov na požíčavanie
		splatné na požiadanie	s dohodnutou splatnosťou:			do 0,25 mil. EUR			nad 0,25 mil. EUR a do 1 mil. EUR			nad 1 mil. EUR			
			do 2 rokov	nad 2 roky		pohyblivá sadzba do 3 mesiacov	nad 3 mesiace a do 1 roka	nad 1 rok	pohyblivá sadzba do 3 mesiacov	nad 3 mesiace a do 1 roka	nad 1 rok	pohyblivá sadzba do 3 mesiacov	nad 3 mesiace a do 1 roka	nad 1 rok	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2014	Feb.	0,33	0,66	1,75	3,99	4,52	4,59	3,89	2,82	3,59	3,23	2,08	2,78	2,94	2,96
	Mar.	0,35	0,68	1,58	3,95	4,58	4,49	3,90	2,78	3,44	3,17	2,17	2,74	2,96	2,99
	Apr.	0,34	0,72	1,60	3,99	4,57	4,48	3,80	2,81	3,52	3,15	2,20	2,55	2,88	2,98
	Máj	0,34	0,64	1,38	3,92	4,50	4,51	3,86	2,81	3,45	3,09	2,06	2,40	2,80	2,91
	Jún	0,31	0,59	1,52	3,88	4,29	4,37	3,78	2,68	3,26	3,05	1,94	2,74	2,68	2,79
	Júl	0,28	0,59	1,49	3,76	4,32	4,31	3,63	2,65	3,29	2,93	1,90	2,42	2,69	2,76
	Aug.	0,28	0,49	1,63	3,71	4,18	4,28	3,55	2,56	3,20	2,83	1,74	2,43	2,56	2,68
	Sep.	0,26	0,51	1,53	3,69	3,98	4,04	3,53	2,46	3,02	2,75	1,80	2,38	2,41	2,65
	Okt.	0,25	0,50	1,43	3,61	3,98	3,94	3,54	2,44	2,92	2,69	1,74	2,26	2,49	2,58
	Nov.	0,25	0,44	1,20	3,54	3,76	3,87	3,42	2,38	2,84	2,61	1,73	2,18	2,25	2,49
	Dec.	0,24	0,43	1,28	3,44	3,67	3,74	3,27	2,35	2,78	2,46	1,74	2,18	2,09	2,43
	2015	Jan. ^(p)	0,23	0,44	1,28	3,40	3,72	3,79	2,95	2,31	2,81	2,04	1,65	2,03	2,13

2.6 Dlhové cenné papiere emitované rezidentmi eurozóny podľa sektora emitenta a začiatočnej splatnosti

(v mld. EUR; transakcie počas mesiaca a stav na konci obdobia; nominálne hodnoty)

		Stav						Hrubé emisie ⁵⁾							
		Spolu	PFI (vrátane Eurosystému)	Korporácie iné ako PFI		Verejná správa		Spolu	PFI (vrátane Eurosystému)	Korporácie iné ako PFI		Verejná správa			
				Finančné korporácie iné ako PFI	Nefinančné korporácie	Ústredná štátna správa	Ostatná verejná správa			Finančné korporácie iné ako PFI	Nefinančné korporácie	Ústredná štátna správa	Ostatná verejná správa		
														FVC ⁶⁾	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Krátkodobé															
2012		1 412	573	142	.	75	558	65	702	490	37	.	52	103	21
2013		1 233	468	117	.	67	528	53	507	314	30	.	44	99	21
2014		1 244	475	123	.	58	537	50	401	211	33	.	39	93	25
2014	Júl	1 365	511	157	.	75	578	44	402	181	55	.	40	105	21
	Aug.	1 361	522	144	.	74	574	46	325	161	31	.	27	91	16
	Sep.	1 336	504	136	.	70	577	49	331	153	27	.	31	95	25
	Okt.	1 306	496	133	.	73	563	41	330	139	28	.	37	102	25
	Nov.	1 290	490	129	.	69	557	45	292	127	30	.	28	87	20
	Dec.	1 244	475	123	.	58	537	50	320	168	24	.	28	66	34
Dlhodobé															
2012		15 178	4 824	3 140	.	841	5 747	626	256	99	45	.	16	84	12
2013		15 115	4 416	3 093	.	920	6 059	627	223	71	39	.	16	89	9
2014		15 149	4 034	3 202	.	996	6 274	643	218	65	43	.	16	85	10
2014	Júl	15 161	4 186	3 127	.	966	6 241	641	207	52	37	.	19	86	13
	Aug.	15 110	4 157	3 109	.	969	6 229	644	76	30	11	.	3	28	5
	Sep.	15 157	4 164	3 126	.	980	6 235	652	218	59	43	.	13	90	13
	Okt.	15 124	4 077	3 162	.	980	6 255	650	209	45	40	.	15	101	8
	Nov.	15 157	4 059	3 163	.	985	6 302	649	197	59	44	.	14	73	6
	Dec.	15 149	4 034	3 202	.	996	6 274	643	129	41	37	.	11	29	10

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

2) Vráťane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

3) Ročná percentuálna miera poplatku (RPMP).

4) V súlade s ESA 2010 boli v decembri 2014 holdingové spoločnosti nefinančných skupín preklasifikované zo sektora nefinančných korporácií do sektora finančných korporácií.

5) Z dôvodu porovnateľnosti ročné údaje odkazujú na priemerné mesačné hodnoty počas roka.

6) Finančné korporácie osobitného účelu (Financial vehicles corporations – FVC).

2 FINANČNÝ VÝVOJ

2.7 Miera rastu a stav dlhových cenných papierov a kótovaných akcií

(v mld. EUR; percentuálna zmena)

		Dlhové cenné papiere						Kótované akcie				
		Spolu	PFI (vrátane Eurosystému)	Korporácie iné ako PFI		Verejná správa		Spolu	PFI	Finančné korporácie iné ako PFI	Nefinančné korporácie	
				Finančné korporácie iné ako PFI	Nefinančné korporácie	Ústredná štátna správa	Ostatná verejná správa					
												FVC ⁽¹⁾
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stav												
2012		16 590,3	5 397,4	3 281,7	.	915,5	6 305,1	690,5	4 593,9	404,6	617,9	3 571,5
2013		16 347,4	4 883,3	3 210,5	.	986,7	6 587,1	679,8	5 634,8	569,0	751,0	4 314,8
2014		16 393,7	4 509,5	3 324,9	.	1 054,6	6 811,5	693,2	5 945,1	590,9	787,6	4 566,6
2014	Júl	16 525,7	4 696,9	3 283,6	.	1 041,3	6 818,6	685,3	5 864,6	626,8	775,7	4 462,1
	Aug.	16 470,6	4 679,3	3 253,2	.	1 043,9	6 803,3	691,0	5 914,5	637,3	788,9	4 488,3
	Sep.	16 492,2	4 667,4	3 262,7	.	1 050,1	6 811,6	700,4	5 928,8	650,7	788,4	4 489,7
	Okt.	16 429,9	4 572,3	3 295,9	.	1 052,6	6 818,5	690,7	5 761,0	611,5	763,1	4 386,4
	Nov.	16 447,3	4 548,4	3 292,4	.	1 054,0	6 858,5	693,9	6 038,0	628,3	796,6	4 613,1
	Dec.	16 393,7	4 509,5	3 324,9	.	1 054,6	6 811,5	693,2	5 945,1	590,9	787,6	4 566,6
Miera rastu												
2012		1,3	-1,8	-0,1	.	14,5	2,5	6,1	0,9	4,9	2,0	0,4
2013		-1,3	-8,9	-2,5	.	8,1	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,2	0,3
2014		-0,5	-8,6	2,2	.	5,5	3,1	1,2	1,6	7,6	1,6	0,8
2014	Júl	0,0	-7,1	0,5	.	7,9	3,9	1,5	1,4	6,9	2,1	0,5
	Aug.	-0,3	-7,1	-0,2	.	7,4	3,6	1,4	1,4	6,9	2,1	0,6
	Sep.	-0,3	-6,9	-0,2	.	5,8	3,3	3,1	1,5	6,9	1,9	0,7
	Okt.	-0,6	-8,2	1,0	.	5,1	3,3	1,7	1,6	6,9	1,6	0,9
	Nov.	-0,9	-8,5	0,9	.	4,6	2,9	1,4	1,6	7,1	1,7	0,8
	Dec.	-0,5	-8,6	2,2	.	5,5	3,1	1,2	1,6	7,6	1,6	0,8

2.8 Efektívne výmenné kurzy²⁾

(priemer za obdobie; index: 1999 Q1 = 100)

	EER-20						EER-39	
	Nominálny	Reálny CPI	Reálny PPI	Reálny deflátor HDP	Reálny ULCM ³⁾	Reálny ULCT	Nominálny	Reálny CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	97,9	95,8	93,1	89,6	99,1	92,0	107,2	93,2
2013	101,7	99,2	96,6	92,6	102,5	94,6	112,2	96,5
2014	102,3	98,9	96,5	.	.	.	114,8	97,0
2014 Q1	103,9	101,0	98,0	95,1	103,5	97,8	116,7	99,3
Q2	103,9	100,5	98,0	94,7	102,9	97,8	116,2	98,2
Q3	101,7	98,2	95,9	92,2	100,2	95,4	113,8	96,0
Q4	99,6	96,1	94,1	.	.	.	112,6	94,4
2014 Sep.	100,5	97,0	94,8	-	-	-	112,5	94,8
Okt.	99,6	96,1	94,1	-	-	-	112,0	94,2
Nov.	99,6	96,1	94,2	-	-	-	112,3	94,3
Dec.	99,7	96,0	94,2	-	-	-	113,4	94,9
2015 Jan.	95,9	92,2	91,1	-	-	-	109,3	91,1
Feb.	94,0	90,2	89,4	-	-	-	107,4	89,3
Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu mesiacu								
2015 Feb.	-2,0	-2,1	-1,8	-	-	-	-1,8	-2,0
Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu roku								
2015 Feb.	-9,2	-10,4	-8,5	-	-	-	-7,8	-9,9

Zdroj: ECB.

1) Finančné korporácie osobitného účelu (Financial vehicles corporations – FVC).

2) Definícia skupín obchodných partnerov a ďalšie informácie sú vo Všeobecných poznámkach Štatistického bulletinu ECB.

3) Časové rady deflované ULCM sú k dispozícii len za skupinu obchodných partnerov EER-19.

2 FINANČNÝ VÝVOJ

2.9 Bilaterálne výmenné kurzy

(priemer za obdobie; jednotka národnej meny voči euru)

	Čínske renminbi	Chorvátska kuna	Česká koruna	Dánska koruna	Maďarský forint	Japonský jen	Poľský zlotý	Libra šterlingov	Rumunský lei	Švédska koruna	Švajčiarsky frank	Americký dolár
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	8,105	7,522	25,149	7,444	289,249	102,492	4,185	0,811	4,4593	8,704	1,205	1,285
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2014 Q1	8,358	7,650	27,442	7,462	307,932	140,798	4,184	0,828	4,5023	8,857	1,224	1,370
2014 Q2	8,544	7,599	27,446	7,463	305,914	140,001	4,167	0,815	4,4256	9,052	1,219	1,371
2014 Q3	8,173	7,623	27,619	7,452	312,242	137,749	4,175	0,794	4,4146	9,205	1,212	1,326
2014 Q4	7,682	7,665	27,630	7,442	308,527	142,754	4,211	0,789	4,4336	9,272	1,205	1,250
2014 Sep.	7,921	7,624	27,599	7,445	313,197	138,390	4,190	0,791	4,4095	9,193	1,208	1,290
2014 Okt.	7,763	7,657	27,588	7,445	307,846	136,845	4,207	0,789	4,4153	9,180	1,208	1,267
2014 Nov.	7,641	7,670	27,667	7,442	306,888	145,029	4,212	0,791	4,4288	9,238	1,203	1,247
2014 Dec.	7,633	7,668	27,640	7,440	310,833	147,059	4,215	0,788	4,4583	9,404	1,203	1,233
2015 Jan.	7,227	7,688	27,895	7,441	316,500	137,470	4,278	0,767	4,4874	9,417	1,094	1,162
2015 Feb.	7,096	7,711	27,608	7,450	306,884	134,686	4,176	0,741	4,4334	9,490	1,062	1,135
Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu mesiacu												
2015 Feb.	-1,8	0,3	-1,0	0,1	-3,0	-2,0	-2,4	-3,4	-1,2	0,8	-2,9	-2,3
Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu roku												
2015 Feb.	-14,6	0,7	0,6	-0,2	-1,1	-3,3	0,0	-10,3	-1,3	7,0	-13,1	-16,9

2.10 Platobná bilancia eurozóny, finančný účet

(v mld. EUR, ak nie je uvedené inak; stav ku koncu obdobia; transakcie počas obdobia)

		Spolu ¹⁾			Priame investície		Portfóliové investície		Čisté finančné deriváty	Ostatné investície		Rezervné aktíva	Informatívna položka: hrubý zahraničný dlh
		Aktíva	Pasíva	Saldo	Aktíva	Pasíva	Aktíva	Pasíva		Aktíva	Pasíva		
		1	2	3	4	5	6	7		8	9		
Stav (medzinárodná investičná pozícia)													
2013	Q4	17 765,8	19 107,1	-1 341,3	7 229,4	5 550,2	5 659,0	9 051,8	-64,8	4 400,0	4 503,5	542,1	11 313,1
2014	Q1	18 191,9	19 456,3	-1 264,4	7 344,9	5 502,6	5 747,5	9 304,4	-49,4	4 578,4	4 649,4	570,6	11 535,4
	Q2	18 708,6	19 747,6	-1 039,0	7 465,3	5 522,1	6 037,4	9 609,6	-43,5	4 666,5	4 615,9	583,1	11 638,9
	Q3	19 457,8	20 391,7	-933,9	7 643,0	5 603,7	6 407,6	9 967,0	-77,1	4 887,3	4 820,9	597,0	11 959,0
Stav v % HDP													
2014	Q3	194,0	203,3	-9,3	76,2	55,9	63,9	99,4	-0,8	48,7	48,1	6,0	119,2
Transakcie													
2014	Q1	327,3	266,7	60,6	12,3	-8,7	72,7	125,3	5,5	234,2	150,1	2,5	-
	Q2	212,5	132,8	79,7	-14,9	-13,8	157,1	200,2	16,1	53,7	-53,7	0,4	-
	Q3	182,0	113,3	68,6	56,1	28,4	114,6	38,1	16,1	-3,5	46,8	-1,3	-
	Q4	9,2	-129,7	138,9	-2,8	-23,8	96,9	-37,5	5,6	-93,4	-68,4	2,9	-
2014	Júl	89,0	70,5	18,5	16,7	7,3	20,4	6,2	3,2	49,3	57,0	-0,7	-
	Aug.	33,0	34,0	-0,9	11,3	13,8	27,4	24,4	3,5	-10,4	-4,2	1,2	-
	Sep.	59,9	8,9	51,0	28,1	7,4	66,7	7,5	9,5	-42,4	-6,0	-1,9	-
	Okt.	-0,2	-36,3	36,0	10,0	9,1	16,3	-31,1	0,7	-28,2	-14,3	1,0	-
	Nov.	147,9	68,4	79,5	17,0	-11,5	45,9	34,5	3,4	80,8	45,4	0,8	-
	Dec.	-138,5	-161,8	23,3	-29,8	-21,4	34,7	-40,9	1,6	-146,0	-99,5	1,1	-
12-mesačné kumulované transakcie													
2014	Dec.	730,9	383,1	347,8	50,8	-17,8	441,3	326,2	43,4	190,9	74,8	4,5	-
12-mesačné kumulované transakcie v % HDP													
2014	Dec.	7,3	3,8	3,5	0,5	-0,2	4,4	3,3	0,4	1,9	0,7	0,0	-

Zdroj: ECB.

1) Čisté finančné deriváty sú zahrnuté v stĺpci 1 (spolu/aktíva).

3 HOSPODÁRSKA AKTIVITA

3.1 HDP z hľadiska použitia¹⁾

(štvrtročné sezónne očistené údaje; neočistené ročné údaje)

		HDP											
		Spolu	Domáci dopyt							Zahraničná bilancia			
			Spolu	Súkromná spotreba	Spotreba verejnej správy	Tvorba hrubého fixného kapitálu			Zmeny zásob	Spolu	Export	Import	
Stavebníctvo spolu	Strojárstvo spolu	Produkty duševného vlastníctva											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bežné ceny (v mld. EUR)													
2011		9 799,5	9 661,0	5 512,0	2 052,0	2 029,8	1 066,0	604,5	350,1	67,1	138,5	4 098,1	3 959,6
2012		9 857,7	9 596,5	5 542,3	2 065,3	1 988,1	1 039,8	581,4	357,4	0,7	261,2	4 279,9	4 018,7
2013		9 939,4	9 598,5	5 566,7	2 096,0	1 948,6	1 009,2	569,3	359,7	-12,8	340,8	4 355,3	4 014,5
2013	Q4	2 502,8	2 411,3	1 398,3	525,7	492,9	254,5	145,6	90,4	-5,6	91,4	1 102,2	1 010,8
2014	Q1	2 518,1	2 424,4	1 403,1	529,2	494,9	255,8	144,5	91,2	-2,9	93,7	1 102,9	1 009,2
	Q2	2 523,9	2 427,8	1 409,5	530,6	491,7	251,2	145,3	91,8	-4,1	96,1	1 116,3	1 020,2
	Q3	2 530,8	2 433,3	1 417,0	535,4	491,8	251,0	145,3	92,2	-10,8	97,5	1 131,1	1 033,6
v % HDP													
2011		100,0	98,6	56,2	20,9	20,7	10,9	6,2	3,6	0,7	1,4	-	-
2012		100,0	97,4	56,2	21,0	20,2	10,6	5,9	3,6	0,0	2,7	-	-
2013		100,0	96,6	56,0	21,1	19,6	10,2	5,7	3,6	-0,1	3,5	-	-
Refazové indexy (ceny predchádzajúceho roka)													
medzištvrtročná percentuálna zmena													
2014	Q1	0,3	0,1	0,2	0,1	0,3	0,5	-0,2	0,6	-	-	0,4	0,0
	Q2	0,1	0,0	0,3	0,3	-0,6	-1,7	0,6	0,2	-	-	1,4	1,3
	Q3	0,2	0,2	0,5	0,3	-0,3	-0,6	-0,3	0,2	-	-	1,3	1,4
	Q4	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
príspevky k medzištvrtročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch													
2014	Q1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-	-
	Q2	0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	-	-
	Q3	0,2	0,1	0,3	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-	-
	Q4	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

3.2 Pridaná hodnota podľa odvetví ekonomickej činnosti¹⁾

(štvrtročné sezónne očistené údaje; neočistené ročné údaje)

		Hrubá pridaná hodnota (základné ceny)										Dane mínus dotácie produktov	
		Spolu	Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov	Priemyselná výroba, energetika a sieťové odvetvia	Stavebníctvo	Obchod, doprava, ubytovacie a stravovacie služby	Informácie a komunikácia	Finančníctvo a poisťovníctvo	Nehnuteľnosti	Odborné, obchodné a podporné služby	Verejná správa, vzdelávanie, zdravotníctvo a sociálna práca		Umenie, zábava a ostatné služby
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bežné ceny (v mld. EUR)													
2011		8 809,7	147,8	1 719,5	486,7	1 672,6	407,8	435,3	1 009,4	919,9	1 699,2	311,4	989,8
2012		8 863,7	152,2	1 726,7	474,0	1 681,4	410,7	439,7	1 014,9	928,5	1 718,2	317,3	994,0
2013		8 930,7	155,7	1 736,3	465,0	1 689,0	401,9	439,1	1 032,1	941,8	1 748,5	321,3	1 008,6
2013 2014	Q4	2 248,4	38,6	438,1	117,2	424,8	100,6	110,3	259,9	237,7	440,1	81,0	254,3
	Q1	2 262,5	38,5	438,2	118,3	427,0	100,6	113,0	262,0	238,9	444,3	81,4	255,8
	Q2	2 264,7	37,9	439,7	116,3	427,6	100,3	114,1	263,3	240,0	444,0	81,4	259,1
	Q3	2 271,7	36,7	440,2	116,1	430,0	100,0	113,8	264,0	241,9	446,8	82,2	258,8
v % HDP													
2011		100,0	1,7	19,5	5,5	19,0	4,6	4,9	11,5	10,4	19,3	3,5	-
2012		100,0	1,7	19,5	5,4	19,0	4,6	5,0	11,4	10,5	19,4	3,6	-
2013		100,0	1,7	19,5	5,2	18,9	4,5	4,9	11,5	10,5	19,6	3,6	-
Refazové indexy (ceny predchádzajúceho roka)													
Medzištvrtročná percentuálna zmena													
2013 2014	Q4	0,3	1,6	0,5	0,2	0,3	0,0	-0,1	0,3	-0,1	0,3	-0,3	0,2
	Q1	0,4	2,0	-0,1	0,7	0,7	-0,8	0,8	0,2	0,5	0,4	0,4	0,0
	Q2	0,0	-0,6	0,2	-1,7	0,1	-0,3	-0,7	0,2	0,2	0,1	-0,4	1,0
	Q3	0,2	0,7	0,1	-0,6	0,5	0,2	0,1	0,3	0,4	0,1	0,5	-0,4
príspevky k medzištvrtročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch													
2013 2014	Q4	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
	Q1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
	Q2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
	Q3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

1) Údaje sa týkajú skupiny krajín Euro 19, okrem stĺpcov 6 až 8 tab. 1.3, ktoré sa týkajú skupiny krajín Euro 18.

3 HOSPODÁRSKA AKTIVITA

3.3 Krátkodobá podniková štatistika

		Priemyselná produkcia ¹⁾					Produkcia v stavebníctve ¹⁾	Indikátor nových priemyselných objednávok ECB ¹⁾	Maloobchodný predaj				Registrácie nových osobných automobilov	
		Spolu (bez stavebníctva)		Hlavné priemyselné skupiny					Spolu	Potraviny nápoje, tabakové výrobky	Ostatné tovary bez potravín	Palivá		
		Priemyselná výroba	Medzispotreba	Kapitálový tovar	Spotrebný tovar	Energie								
v % z úhrnu za r. 2010		100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
		ročná percentuálna zmena												
2012		-2,5	-2,7	-4,5	-1,1	-2,5	-0,4	-5,0	-3,8	-1,6	-1,3	-1,5	-5,0	-11,0
2013		-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,8	-0,1	-0,8	-1,0	-0,6	-1,0	-4,4
2014		0,6	1,6	1,1	1,5	2,5	-5,4	2,2	3,2	1,3	0,3	2,4	0,3	3,7
2014 Q1		1,2	3,1	3,1	4,0	2,5	-9,3	6,7	4,3	0,9	-0,5	2,3	0,8	5,1
2014 Q2		0,9	1,7	1,4	0,9	3,5	-5,2	3,8	3,9	1,4	1,1	2,0	-0,4	3,9
2014 Q3		0,5	1,1	0,4	1,4	1,8	-3,5	-0,3	2,2	0,8	-0,3	2,0	-0,6	4,1
2014 Q4		-0,1	0,5	-0,6	0,0	2,3	-3,1	-0,7	2,5	2,1	0,7	3,3	1,4	1,6
2014 Aug.		-0,6	0,0	0,1	-2,2	2,4	-3,0	1,5	0,9	1,5	-0,5	3,6	-0,3	4,1
2014 Sep.		0,1	0,7	-0,6	1,5	0,9	-3,2	-2,4	1,2	0,4	0,7	0,3	0,4	2,5
2014 Okt.		0,6	1,1	-0,7	1,4	3,1	-2,3	0,3	3,9	1,5	0,1	2,5	1,0	4,4
2014 Nov.		-0,8	0,1	-1,0	-1,2	3,0	-5,5	0,5	1,5	1,5	-0,3	3,2	0,2	0,4
2014 Dec.		-0,2	0,2	-0,2	-0,3	0,6	-1,7	-3,5	2,3	3,1	2,0	3,9	2,8	0,0
2015 Jan.		.	.	.	.	.	.	.	.	3,7	2,2	5,0	6,1	11,0
		medzimesačná percentuálna zmena (s. o.)												
2014 Aug.		-1,2	-1,4	-1,1	-3,3	0,2	1,1	0,6	-2,1	0,7	0,2	1,0	0,9	-0,1
2014 Sep.		0,5	0,5	-0,3	2,2	-0,9	0,3	-1,3	1,3	-0,9	0,4	-1,7	-0,2	-1,3
2014 Okt.		0,3	0,5	0,2	0,0	1,5	-1,1	1,0	0,9	0,6	-0,2	0,9	0,5	3,0
2014 Nov.		0,1	0,2	0,1	-0,3	0,7	-0,8	-0,5	-1,2	0,6	0,2	1,2	0,4	-2,5
2014 Dec.		0,0	0,0	1,1	0,2	-1,6	0,9	-0,8	2,5	0,4	0,2	0,2	1,9	5,4
2015 Jan.		.	.	.	.	.	.	.	.	1,1	1,0	1,2	3,2	2,6

3.4 Zamestnanosť¹⁾

(štvrtročné sezónne očistené údaje; neočistené ročné údaje)

	Podľa postavenia v zamestnaní			Podľa odvetvia ekonomickej činnosti									
	Spolu	Zamestnanci	Samostatne zárobkovo činné osoby	Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov	Priemyselná výroba, energetika a sieťové odvetvia	Stavebníctvo	Obchod, doprava, ubytovacie a stravovacie služby	Informácie a komunikácia	Finančníctvo a poisťovníctvo	Nehnuteľnosti	Odborné, obchodné a podporné služby	Verejná správa, vzdelávanie, zdravotníctvo a sociálna práca	Umenie, zábava a ostatné služby
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Počet zamestnaných osôb													
<i>v % z celkového počtu zamestnaných osôb</i>													
2011	100,0	85,0	15,0	3,5	15,4	6,7	24,9	2,7	2,7	1,0	12,5	23,7	6,9
2012	100,0	85,0	15,0	3,4	15,4	6,4	24,9	2,7	2,7	1,0	12,7	23,8	7,0
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,9	2,7	2,7	1,0	12,8	24,0	7,0
ročná percentuálna zmena													
2011	0,1	0,2	-0,1	-2,2	0,0	-3,6	0,5	1,2	-0,7	0,6	2,5	0,0	0,0
2012	-0,5	-0,5	-0,3	-1,4	-0,7	-4,5	-0,5	0,8	-0,4	-0,1	0,5	-0,1	0,6
2013	-0,8	-0,7	-1,1	-1,4	-1,3	-4,4	-0,7	0,1	-1,1	-1,1	0,3	-0,2	-0,1
2013 Q4	-0,4	-0,3	-0,8	0,4	-1,0	-3,1	-0,2	-0,1	-0,9	-0,4	0,7	0,1	-1,1
2014 Q1	0,0	0,2	-0,6	0,8	-0,7	-2,6	0,2	0,3	-0,9	0,7	1,0	0,5	0,1
2014 Q2	0,4	0,7	-1,1	-0,5	0,2	-2,3	0,8	0,6	-1,2	0,3	1,9	0,5	0,4
2014 Q3	0,6	0,9	-1,0	-0,7	0,3	-1,7	1,2	1,1	-1,1	0,0	1,8	0,4	1,0
Počet odpracovaných hodín													
<i>v % z celkového počtu odpracovaných hodín</i>													
2011	100,0	80,1	19,9	4,4	15,8	7,6	25,9	2,7	2,7	1,0	12,3	21,3	6,2
2012	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	7,2	25,8	2,8	2,8	1,0	12,4	21,6	6,3
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,8	2,8	2,8	1,0	12,5	21,7	6,3
ročná percentuálna zmena													
2011	0,3	0,4	-0,3	-2,2	0,8	-3,6	0,4	1,3	-0,2	0,4	2,6	0,3	0,1
2012	-1,6	-1,6	-1,3	-2,5	-2,0	-6,4	-1,9	0,4	-0,8	-1,1	-0,3	-0,5	-0,3
2013	-1,2	-1,2	-1,2	-0,8	-1,3	-5,1	-1,2	0,1	-1,5	-2,2	-0,4	-0,5	-0,6
2013 Q4	-0,3	-0,3	-0,4	1,6	-0,2	-3,1	-0,4	0,7	-0,8	-1,7	0,3	-0,1	-1,1
2014 Q1	0,6	0,7	0,2	2,0	0,9	-1,3	0,6	0,6	-0,4	0,5	0,9	1,0	0,4
2014 Q2	0,3	0,6	-1,3	0,0	0,2	-2,5	0,5	0,7	-1,6	-0,3	1,3	0,6	-0,2
2014 Q3	0,5	0,9	-1,0	0,1	0,6	-2,1	1,1	1,1	-1,3	-0,7	1,4	0,3	0,4
Počet odpracovaných hodín na zamestnanú osobu													
ročná percentuálna zmena													
2011	0,1	0,2	-0,3	-0,1	0,8	0,0	-0,1	0,1	0,5	-0,3	0,1	0,3	0,0
2012	-1,1	-1,1	-1,0	-1,1	-1,3	-2,0	-1,4	-0,4	-0,5	-1,1	-0,8	-0,3	-0,9
2013	-0,4	-0,5	-0,1	0,7	0,1	-0,8	-0,6	0,0	-0,3	-1,1	-0,6	-0,3	-0,5
2013 Q4	0,1	0,0	0,4	1,3	0,8	0,0	-0,1	0,8	0,1	-1,4	-0,4	-0,2	0,0
2014 Q1	0,6	0,6	0,8	1,1	1,6	1,4	0,4	0,3	0,5	-0,3	-0,1	0,5	0,3
2014 Q2	-0,2	-0,1	-0,2	0,5	0,1	-0,3	-0,2	0,1	-0,3	-0,6	-0,5	0,1	-0,6
2014 Q3	-0,1	0,0	0,0	0,8	0,3	-0,4	-0,1	0,0	-0,2	-0,7	-0,4	-0,1	-0,5

Zdroj: Eurostat, výpočty ECB, experimentálna štatistika ECB (tab. 3.3, stĺpec 8) a Európska asociácia výrobcov automobilov (tab. 3.3, stĺpec 13).

1) Údaje o zamestnanosti sú založené na ESA 2010. Týkajú sa skupiny krajín Euro 19.

3 HOSPODÁRSKA AKTIVITA

3.5 Pracovná sila, nezamestnanosť a voľné pracovné miesta

(sezónne očistené, ak nie je uvedené inak)

	Pracovná sila, v miliónoch ¹⁾	Nezamestnanosť, v % z pracovnej sily ¹⁾	Nezamestnanosť											Miera voľných pracovných miest ²⁾
			Spolu		Dlhodobá nezamestnanosť v % z pracovnej sily ¹⁾	Podľa veku				Podľa pohlavia				
						Dospelí		Mladí		Muži		Ženy		
			v miliónoch	v % z pracovnej sily		v miliónoch	v % z pracovnej sily	v miliónoch	v % z pracovnej sily	v miliónoch	v % z pracovnej sily	v miliónoch	v % z pracovnej sily	
v % z úhrnu za r. 2013			100,0			81,3		18,7		53,6		46,4		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	159,689	3,9	18,177	11,4	5,3	14,617	10,1	3,560	23,6	9,752	11,2	8,425	11,5	1,6
2013	159,668	4,3	19,206	12,0	5,9	15,612	10,7	3,593	24,3	10,292	11,9	8,914	12,1	1,5
2014	.	.	18,572	11,6	.	15,157	10,4	3,415	23,7	9,871	11,4	8,701	11,8	.
2014 Q1	159,224	4,4	18,844	11,8	6,3	15,345	10,5	3,498	24,1	10,091	11,7	8,753	11,9	1,7
Q2	159,538	4,4	18,594	11,6	6,0	15,179	10,4	3,414	23,7	9,904	11,5	8,690	11,8	1,6
Q3	159,973	4,2	18,509	11,5	5,8	15,118	10,3	3,390	23,6	9,782	11,3	8,727	11,8	1,6
Q4	.	.	18,342	11,4	.	14,986	10,2	3,356	23,3	9,708	11,2	8,634	11,6	.
2014 Aug.	-	-	18,468	11,5	-	15,082	10,3	3,385	23,6	9,741	11,3	8,727	11,8	-
Sep.	-	-	18,455	11,5	-	15,078	10,3	3,377	23,4	9,770	11,3	8,684	11,7	-
Okt.	-	-	18,419	11,5	-	15,049	10,3	3,370	23,4	9,767	11,3	8,652	11,7	-
Nov.	-	-	18,408	11,4	-	15,025	10,3	3,383	23,4	9,733	11,2	8,675	11,7	-
Dec.	-	-	18,199	11,3	-	14,883	10,2	3,316	23,1	9,623	11,1	8,576	11,6	-
2015 Jan.	-	-	18,059	11,2	-	14,778	10,1	3,281	22,9	9,567	11,1	8,492	11,4	-

3.6 Prieskumy

(sezónne očistené)

	Prieskum Európskej komisie medzi podnikateľmi a spotrebiteľmi (percentuálne saldo, ak nie je uvedené inak)							Prieskum nákupných manažérov (difúzne indexy)				
	Indikátor ekonomického sentimentu (dlhodobý priemer = 100)	Priemyselná výroba		Indikátor spotrebiteľskej dôvery	Indikátor dôvery v stavebníctve	Indikátor dôvery v maloobchode	Služby		Index nákupných manažérov (PMI) v priemyselnej výrobe	Output v priemysle	Obchodná aktivita v službách	Kompozitný output
		Indikátor dôvery v priemysle	Využitie kapacít (v %)				Indikátor dôvery v službách	Využitie kapacít (v %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-13	100,2	-6,1	80,7	-12,7	-13,9	-8,8	6,5	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2012	90,5	-11,7	78,5	-22,1	-27,7	-15,1	-6,8	86,6	46,2	46,3	47,6	47,2
2013	93,6	-9,3	78,3	-18,6	-29,4	-12,4	-6,1	86,9	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,3	-4,2	79,9	-10,0	-28,0	-3,9	3,8	87,4	51,8	53,3	52,5	52,7
2014 Q1	101,5	-3,5	79,8	-11,2	-28,6	-3,0	3,4	87,2	53,4	55,9	52,1	53,1
Q2	102,2	-3,6	79,7	-7,7	-30,3	-2,2	3,9	87,3	52,4	54,5	53,1	53,4
Q3	100,8	-4,8	80,0	-9,9	-27,8	-4,6	3,3	87,6	50,9	51,6	53,2	52,8
Q4	100,7	-4,8	80,3	-11,2	-25,2	-5,8	4,8	87,7	50,4	51,2	51,7	51,5
2014 Sep.	99,9	-5,5	-	-11,4	-27,4	-7,2	3,2	-	50,3	51,0	52,4	52,0
Okt.	100,7	-5,0	80,0	-11,1	-24,4	-6,3	4,4	87,8	50,6	51,5	52,3	52,1
Nov.	100,7	-4,3	-	-11,6	-26,1	-5,9	4,4	-	50,1	51,2	51,1	51,1
Dec.	100,6	-5,2	-	-10,9	-25,2	-5,2	5,6	-	50,6	50,9	51,6	51,4
2015 Jan.	101,4	-4,8	80,7	-8,5	-26,5	-3,6	4,8	87,5	51,0	52,1	52,7	52,6
Feb.	102,1	-4,7	-	-6,7	-26,5	-2,1	4,5	-	51,0	52,1	53,7	53,3

Zdroj: Eurostat, výpočty ECB, Európska komisia (DG ekonomických a finančných záležitostí) (tab. 3.6, stĺpce 1-8), Markit (tab. 3.6, stĺpce 9-12).

1) Sezónne neočistené. Údaje sa týkajú skupiny krajín Euro 19.

2) Miera voľných pracovných miest (vyjadrená v %) sa rovná počtu voľných pracovných miest delenému súčtom počtu obsadených miest a počtu voľných miest.

3 HOSPODÁRSKA AKTIVITA

3.7 Sumárne účty domácností a nefinančných korporácií

(v bežných cenách, ak nie je uvedené inak; sezónne neočistené)

	Domácnosti							Nefinančné korporácie					
	Miera úspor (hrubá) ¹⁾	Miera dlhu	Reálny hrubý disponibilný príjem	Finančné investície	Nefinančné investície (hrubé)	Čistá hodnota ²⁾	Bohatstvo domácností	Podiel na zisku ³⁾	Miera úspor (čistá)	Pomer dlhu ⁴⁾	Finančné investície	Nefinančné investície (hrubé)	Financovanie
	v % hrubého disponibilného príjmu (upravené)		ročná percentuálna zmena					v % čistej pridanej hodnoty		v % HDP	ročná percentuálna zmena		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2011	13,0	97,8	-0,1	1,9	1,7	1,8	1,1	33,4	3,5	.	3,2	9,9	2,0
2012	12,9	97,4	-1,6	1,8	-3,7	0,3	-2,2	31,2	1,5	133,5	1,0	-4,8	0,8
2013	13,1	96,1	-0,5	1,3	-3,9	0,0	-2,3	30,6	2,3	130,2	1,5	-3,1	0,7
2013 Q4	13,1	96,1	1,0	1,3	-4,4	0,4	-2,3	30,6	2,3	130,2	1,5	-0,1	0,7
2014 Q1	13,1	95,5	0,5	1,4	3,3	1,9	-1,0	31,0	2,4	129,4	1,7	2,1	0,8
2014 Q2	13,0	95,5	0,4	1,5	0,0	2,9	-0,1	31,0	2,2	130,3	2,0	-0,5	1,0
2014 Q3	13,1	94,9	1,6	1,5	0,3	2,7	0,3	31,3	2,3	129,6	1,7	-0,9	0,9

3.8 Platobná bilancia eurozóny, bežný a kapitálový účet

(v mld. EUR; sezónne očistené, ak nie je uvedené inak; transakcie)

		Bežný účet										Kapitálový účet ⁵⁾		
		Spolu			Tovary		Služby		Primárne výnosy		Sekundárne výnosy			
		Inkasá	Platby	Saldo	Inkasá	Platby	Inkasá	Platby	Inkasá	Platby	Inkasá	Platby	Inkasá	Platby
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	Q1	817,6	758,6	59,0	476,7	424,1	168,9	144,3	150,4	132,3	21,6	57,9	9,3	3,4
	Q2	829,0	771,1	57,8	484,8	426,7	170,7	150,9	152,1	132,6	21,4	61,0	7,5	3,4
	Q3	829,0	762,9	66,1	488,5	424,0	170,7	154,0	147,3	132,3	22,5	52,6	6,5	2,4
	Q4	828,2	771,0	57,3	494,2	427,5	176,2	158,5	134,8	125,0	23,1	60,0	11,4	4,9
2014	Júl	274,1	256,6	17,5	161,8	142,2	57,7	52,2	47,4	43,2	7,2	19,0	2,6	0,9
	Aug.	265,9	248,1	17,8	154,5	134,9	55,9	50,5	47,9	44,7	7,5	17,9	2,3	0,8
	Sep.	289,1	258,3	30,8	172,2	146,9	57,1	51,3	52,0	44,4	7,8	15,6	1,7	0,8
	Okt.	277,7	258,1	19,6	164,0	145,7	58,7	52,8	47,2	41,9	7,8	17,7	2,8	1,1
	Nov.	272,8	253,0	19,9	161,0	140,8	59,3	51,4	44,7	39,7	7,8	21,1	3,4	1,2
	Dec.	277,7	259,9	17,8	169,2	141,0	58,2	54,3	42,9	43,3	7,5	21,2	5,2	2,6
		12-mesačné kumulované transakcie												
2014	Dec.	3 303,8	3 063,6	240,2	1 944,1	1 702,3	686,4	607,8	584,7	522,1	88,6	231,5	34,7	14,1
	12-mesačné kumulované transakcie v % HDP													
2014	Dec.	32,9	30,5	2,4	19,4	17,0	6,8	6,1	5,8	5,2	0,9	2,3	0,3	0,1

3.9 Zahraničný obchod eurozóny,⁶⁾ hodnota a objem podľa skupiny produktov⁷⁾

(sezónne očistené, ak nie je uvedené inak)

		Spolu (s. n.)		Vývoz (f. o. b.)				Dovoz (c. i. f.)						
		Vývoz	Dovoz	Spolu			Informatívna položka: Priemyselná výroba	Spolu			Informatívna položka:			
				Medzispotreba	Kapitál	Spotreba		Medzispotreba	Kapitál	Spotreba	Priemyselná výroba	Ropa		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Hodnota (mld. EUR; ročná percentuálna zmena pre stĺpce 1 a 2)														
2014	Q1	1,3	0,2	479,8	235,1	95,5	136,9	389,9	437,7	272,4	60,8	96,4	277,9	79,3
	Q2	0,8	0,3	480,4	234,3	96,3	137,6	395,2	437,4	270,4	60,6	98,6	281,0	77,3
	Q3	3,0	0,4	484,3	235,5	96,5	138,6	396,7	437,3	268,5	60,9	100,1	285,6	74,4
	Q4	4,3	-0,5	494,8	.	.	.	406,0	429,8	.	.	.	287,6	.
2014	Júl	2,9	1,0	160,7	78,2	32,1	46,5	131,4	147,6	91,3	20,5	33,4	96,3	25,6
	Aug.	-3,1	-4,3	158,4	77,6	30,6	44,9	129,6	142,8	87,4	19,5	33,0	91,8	24,4
	Sep.	8,6	4,2	165,2	79,6	33,8	47,1	135,7	146,9	89,8	20,9	33,7	97,4	24,4
	Okt.	4,1	-0,2	165,0	79,4	33,7	47,7	134,5	144,9	87,8	20,6	33,8	96,3	23,9
	Nov.	0,9	-2,2	165,8	77,9	33,4	48,1	136,1	144,2	86,3	20,2	33,5	95,2	22,4
	Dec.	8,1	1,0	164,0	.	.	.	135,4	140,7	.	.	.	96,2	.
Objemové indexy (2000 = 100; ročná percentuálna zmena pre stĺpce 1 a 2)														
2014	Q1	1,6	2,6	114,8	113,3	114,6	117,0	114,2	100,7	101,1	98,1	99,6	101,8	94,7
	Q2	0,8	2,4	114,8	113,2	114,3	117,5	115,6	101,7	101,8	98,4	102,4	103,5	93,2
	Q3	1,2	2,0	114,4	112,6	114,1	116,2	114,5	101,2	101,1	98,7	101,9	103,6	91,1
	Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2014	Júl	1,2	2,3	114,3	112,5	114,3	117,3	114,2	102,9	102,6	103,3	102,5	106,2	91,2
	Aug.	-4,5	-2,7	112,4	111,2	108,5	113,6	112,3	99,3	99,1	94,1	100,6	99,8	90,1
	Sep.	6,5	6,0	116,7	114,0	119,5	117,6	117,0	101,5	101,7	98,6	102,5	104,9	92,0
	Okt.	2,3	0,8	116,5	113,7	118,9	119,4	115,6	100,4	100,6	96,1	101,3	102,5	95,4
	Nov.	-0,6	-1,1	117,2	111,8	117,1	120,9	116,5	101,3	100,8	96,8	99,7	101,8	96,5
	Dec.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Zdroj: ECB a Eurostat.

1) Založené na kumulovaných súčtoch za štyri štvrťroky v prípade úspor aj hrubého disponibilného príjmu (očistené od zmeny čistých majetkových účastí domácností v rezervách penzijných fondov).

2) Finančné aktíva (po odpočítaní finančných pasív) a nefinančné aktíva. Nefinančné aktíva tvorí hlavne bohatstvo domácností (rezidenčné stavby a pozemky). Patria tam aj nefinančné aktíva podnikov nezapísaných v obchodnom registri a zaradených v rámci sektora domácností.

3) Podiel zisku predstavuje čisté podnikateľské výnosy, čo je v zásade ekvivalent bežného zisku v podnikovom účtovníctve.

4) Založené na stave úverov, dlhových cenných papierov, obchodných úverov a pasív penzijných schém.

5) Kapitálový účet nie je sezónne očistený.

6) Rozdiely medzi údajmi platobnej bilancie tovarov ECB (tab. 3.8) a údajmi o obchode s tovarom Eurostatu (tab. 3.9) sú spôsobené hlavne rôznymi definíciami.

7) Skupiny produktov podľa klasifikácie v Broad Economic Categories.

4 CENY A NÁKLADY

4.1 Harmonizovaný index spotrebiteľských cien¹⁾

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	Spolu					Spolu (s. o.; percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu obdobiu)						Informatívne položky: regulované ceny	
	Index: 2005 =100	Spolu		Tovary	Služby	Spolu	Spracované potraviny	Nespracova- né potraviny	Priemyselné tovary bez energií	Energie (s. n.)	Služby	HICP spolu bez regulo- vaných cien	Regulované ceny
			Spolu bez nesprac. potravín a energií										
V % z úhrnu za r. 2015	100,0	100,0	69,7	56,5	43,5	100,0	12,2	7,5	26,3	10,6	43,5	87,1	12,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	115,6	2,5	1,5	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8
2013	117,2	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2014	117,7	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2014 Q1 Q2 Q3 Q4	117,2	0,7	0,8	0,3	1,2	0,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5	2,0
	118,2	0,6	0,8	0,0	1,3	0,0	0,1	-1,0	-0,1	-0,3	0,3	0,3	2,2
	117,7	0,4	0,8	-0,3	1,2	0,2	0,1	0,2	0,1	-0,4	0,4	0,2	1,6
	117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,0	0,5	-0,1	-3,0	0,2	-0,1	1,7
2014 Sep. Okt. Nov. Dec.	118,1	0,3	0,8	-0,3	1,1	0,0	0,1	0,5	0,0	0,1	0,0	0,1	1,5
	118,0	0,4	0,7	-0,2	1,2	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,9	0,0	0,2	1,7
	117,8	0,3	0,7	-0,4	1,2	-0,1	-0,1	0,1	0,0	-1,4	0,1	0,1	1,7
	117,7	-0,2	0,7	-1,2	1,2	-0,3	0,1	-0,4	0,0	-3,3	0,0	-0,4	1,6
2015 Jan. Feb. ²⁾	115,8	-0,6	0,6	-1,8	1,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	-3,2	-0,1	-0,9	1,2
	116,5	-0,3	0,6	.	1,1	.	.	.	.	1,6	.	.	.
	Tovary							Služby					
	Potraviny (vrát. alkoholických nápojov a tabaku)			Priemyselné tovary			Bývanie		Doprava	Pošta a telekomu- nikácie	Rekreácia a osobné služby	Rôzne	
	Spolu	Spracované potraviny	Nespracované potraviny	Spolu	Priemyselné tovary bez energií	Energie							Nájomné
V % z úhrnu za r. 2015	19,7	12,2	7,5	36,9	26,3	10,6	10,7	6,4	7,3	3,1	14,8	7,5	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0	
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7	
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3	
2014 Q1 Q2 Q3 Q4	1,4	1,8	0,7	-0,3	0,3	-1,9	1,8	1,4	1,6	-2,7	1,3	1,2	
	0,2	1,5	-1,8	-0,1	0,0	-0,4	1,8	1,4	1,8	-2,8	1,6	1,3	
	-0,1	1,0	-2,0	-0,4	0,1	-1,8	1,7	1,3	1,7	-3,1	1,5	1,3	
	0,3	0,7	-0,3	-1,1	-0,1	-3,6	1,6	1,4	1,6	-2,6	1,4	1,4	
2014 Sep. Okt. Nov. Dec.	0,3	1,0	-0,9	-0,6	0,2	-2,3	1,6	1,4	1,5	-3,3	1,5	1,3	
	0,5	0,8	0,0	-0,6	-0,1	-2,0	1,6	1,4	1,5	-2,6	1,5	1,4	
	0,5	0,6	0,2	-0,8	-0,1	-2,6	1,6	1,4	1,4	-2,5	1,3	1,4	
	0,0	0,5	-1,0	-1,8	0,0	-6,3	1,5	1,4	1,9	-2,6	1,4	1,4	
2015 Jan. Feb. ²⁾	-0,1	0,4	-0,8	-2,8	-0,1	-9,3	1,4	1,4	1,4	-2,1	1,2	1,0	
	0,5	0,5	0,5	.	-0,2	-7,9	.	.	.	.	.	.	

4.2 Ceny v priemysle, stavebníctve a ceny nehnuteľností

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	Ceny priemyselných výrobcov okrem stavebníctva										Stavebníctvo ³⁾	Ceny nehnuteľností na bývanie ^{3), 4)}	Experimentálny indikátor cien komerčných nehnuteľností ^{3), 4)}
	Spolu (index: 2010 = 100)	Spolu		Priemysel okrem stavebníctva a energetiky					Energie				
		Priemyselná výroba	Spolu	Medzi-spotreba	Kapitálové tovary	Spotrebné tovary							
						Spolu	Potraviny, nápoje a tabakové výrobky	Iné ako potraviny					
V % z úhrnu za r. 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	108,7	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	3,6	0,9	6,6	1,7	-1,7	0,4
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,7	0,3	-1,6	0,6	-2,0	-1,3
2014	107,0	-1,4	-0,8	-0,2	-1,1	0,4	0,4	-0,8	0,4	-4,4	.	.	.
2014 Q1	107,7	-1,5	-1,0	-0,4	-1,8	0,3	0,9	-0,4	0,3	-4,1	0,2	-0,6	.
2014 Q2	107,2	-1,0	-0,3	-0,1	-1,2	0,3	0,9	-0,3	0,5	-3,1	0,2	0,1	.
2014 Q3	106,9	-1,4	-0,5	0,0	-0,6	0,5	0,2	-1,0	0,4	-4,5	0,4	0,5	.
2014 Q4	106,1	-1,8	-1,5	-0,2	-0,7	0,6	-0,3	-1,6	0,4	-5,8	.	.	.
2014 Aug.	106,7	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,4	0,3	-1,0	0,4	-5,0	-	-	-
2014 Sep.	106,9	-1,4	-0,7	0,0	-0,5	0,6	-0,1	-1,4	0,3	-4,6	-	-	-
2014 Okt.	106,6	-1,3	-0,8	-0,1	-0,4	0,6	-0,3	-1,5	0,4	-4,1	-	-	-
2014 Nov.	106,3	-1,5	-1,2	-0,1	-0,5	0,6	-0,3	-1,5	0,3	-4,9	-	-	-
2014 Dec.	105,3	-2,6	-2,4	-0,4	-1,0	0,6	-0,4	-1,7	0,3	-8,3	-	-	-
2015 Jan.	104,3	-3,4	-3,4	-0,7	-1,6	0,7	-0,9	-1,8	0,1	-10,2	-	-	-

Zdroj: Eurostat, výpočty ECB, výpočty ECB založené na údajoch IPD a národné zdroje (tab. 4.2, stĺpec 13).

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

2) Odhad je založený na predbežných národných údajoch, ktoré zvyčajne pokrývajú okolo 95 % eurozóny, ako aj na skorších informáciách o cenách energií.

3) Údaje sa týkajú skupiny krajín Euro 19.

4) Experimentálne údaje vychádzajú z neharmonizovaných zdrojov (podrobnejšie na <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

4 CENY A NÁKLADY

4.3 Ceny komodít a deflátohy hrubého domáceho produktu

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

		Deflátohy HDP ¹⁾							Ceny ropy (EUR za barel)	Ceny neenergetických komodít (EUR)						
		Spolu (s. o.; index: 2010 = 100)	Spolu	Domáci dopyt				Vývoz ²⁾		Dovoz ²⁾	Vážené podľa dovozu ³⁾			Vážené podľa použitia ³⁾		
				Spolu	Súkromná spotreba	Spotreba verejnej správy	Tvorba hrubého fixného kapitálu				Spolu	Potraviny	Iné ako potraviny	Spolu	Potraviny	Iné ako potraviny
podiel v %										100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2012		102,4	1,3	1,6	1,9	0,8	1,4	1,9	2,5	86,6	-4,9	0,7	-7,6	-1,2	6,5	-6,9
2013		103,8	1,3	0,9	1,1	1,3	0,4	-0,3	-1,3	81,7	-7,6	-12,0	-5,3	-6,9	-8,2	-5,8
2014		.	.	.	.	.	.	.	.	74,5	-6,4	-0,7	-9,1	-3,0	1,3	-6,6
2014	Q1	104,4	1,0	0,8	0,7	0,7	0,2	-1,0	-1,6	78,6	-12,3	-7,2	-14,7	-10,2	-5,2	-14,1
	Q2	104,5	0,8	0,7	0,8	0,5	0,3	-0,8	-1,0	79,9	-5,8	-0,4	-8,6	-3,4	1,1	-7,4
	Q3	104,7	0,8	0,7	0,6	0,9	0,4	-0,6	-0,9	78,0	-4,3	-1,1	-5,8	-1,0	0,4	-2,1
	Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	61,5	-2,4	6,7	-6,6	3,2	9,6	-2,0
2014	Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,4	-4,3	0,0	-6,4	-0,5	1,4	-2,0
	Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	69,5	-2,3	4,4	-5,5	1,4	4,8	-1,4
	Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,1	-2,6	6,6	-6,9	3,4	9,8	-1,9
	Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	-2,2	9,0	-7,5	5,0	14,2	-2,6
2015	Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,8	1,7	14,3	-4,3	7,8	17,2	0,0
	Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	52,0	.	.	-2,1	.	.	2,2

4.4 Prieskumy týkajúce sa cien

(sezónne očistené)

	Prieskum Európskej komisie medzi podnikateľmi a spotrebiteľmi (percentuálne saldá)					Prieskum nákupných manažérov (difúzne indexy)			
	Očakávania týkajúce sa predajných cien (na nasledujúce tri mesiace)				Trendy spotrebiteľských cien za predchádzajúcich 12 mesiacov	Ceny vstupov		Účtované ceny	
	Priemyselná výroba	Maloobchod	Služby	Stavebníctvo		Priemyselná výroba	Maloobchod	Služby	Stavebníctvo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-13	4,8	-	-	-1,8	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2012	2,7	8,1	1,9	-12,4	38,6	52,7	55,1	49,9	47,9
2013	-0,4	2,0	-1,7	-17,1	29,8	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,8	-0,9	0,8	-17,7	14,3	49,6	53,5	49,7	48,2
2014 Q1	0,5	1,9	0,2	-18,0	22,8	49,8	53,8	50,2	48,7
2014 Q2	-0,9	-0,5	0,1	-20,0	14,9	48,7	53,9	50,0	48,7
2014 Q3	-0,7	-1,3	0,2	-17,0	11,7	51,2	53,7	49,8	48,4
2014 Q4	-2,1	-3,8	2,6	-15,6	7,9	48,7	52,6	49,0	47,1
2014 Sep.	-1,9	-4,2	-0,6	-16,9	7,1	49,2	52,8	48,9	48,4
2014 Okt.	0,4	-5,6	1,6	-16,8	8,5	49,0	53,1	49,0	46,4
2014 Nov.	-1,5	-3,0	3,3	-14,9	8,9	49,0	52,7	48,8	47,1
2014 Dec.	-5,1	-2,9	2,8	-15,2	6,4	48,1	52,0	49,1	47,7
2015 Jan.	-5,9	-3,1	-0,8	-17,0	-0,1	42,0	50,9	48,1	46,5
2015 Feb.	-5,5	0,5	1,6	-18,0	-3,4	44,7	52,4	48,6	47,6

Zdroj: Európska komisia (DG ekonomických a finančných záležitostí) a Thomson Reuters (tab. 4.3, stĺpec 9).

1) Údaje sa týkajú skupiny krajín Euro I9.

2) Deflátohy exportu a importu sa týkajú tovarov a služieb a zahŕňajú cezhraničný obchod v rámci eurozóny.

3) Vážené podľa dovozu: vážené podľa priemernej štruktúry dovozu v r. 2004 až 2006; vážené podľa použitia: vážené podľa priemernej štruktúry domáceho dopytu v r. 2004 až 2006.

4 CENY A NÁKLADY

4.5 Jednotkové náklady práce, kompenzácie na jednotku spotreby práce a produktivita práce¹⁾

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak; štvrťročné sezónne očistené údaje; ročné neočistené údaje)

	Spolu (index: 2010 = 100)	Spolu	Podľa odvetví ekonomickej činnosti									
			Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov	Priemyselná výroba, energetika a sieťové odvetvia	Stavebníctvo	Obchod, doprava, ubytovanie a stravovacie služby	Informácie a komunikácia	Finančníctvo a poisťovníctvo	Nehnuteľnosti	Odborné, obchodné a podporné služby	Verejná správa, vzdelávanie, zdravotníctvo a sociálna práca	Umenie, zábava a ostatné služby
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Jednotkové náklady práce											
2011	100,6	0,6	0,4	-0,1	2,2	0,0	-1,4	0,3	0,9	3,1	0,6	1,1
2012	102,5	1,9	3,4	2,1	2,7	2,6	0,2	-0,4	2,0	3,5	0,5	2,4
2013	103,9	1,4	-2,4	2,1	0,4	1,5	1,9	2,5	-2,5	1,1	1,6	2,3
2013 Q4	104,2	1,2	-4,0	0,3	-0,1	0,8	1,8	3,3	-2,6	0,6	2,7	2,0
2014 Q1	104,5	0,8	-3,8	1,0	-0,5	0,3	3,8	0,5	0,3	1,2	0,9	0,8
2014 Q2	104,8	1,0	-3,2	1,7	0,1	0,4	3,6	0,6	0,2	2,2	0,8	1,6
2014 Q3	105,2	1,1	-2,7	1,5	0,7	0,6	3,7	0,5	0,5	2,4	0,9	1,4
	Kompenzácie na zamestnanca											
2011	102,1	2,1	3,5	2,9	3,1	1,7	2,4	2,2	2,0	2,9	1,3	1,4
2012	103,8	1,7	1,7	2,2	2,5	1,7	1,9	1,0	1,9	2,4	0,9	2,3
2013	105,6	1,7	1,2	2,7	1,5	1,5	1,1	2,4	-0,5	0,9	1,8	1,7
2013 Q4	106,4	2,0	-0,1	2,5	2,0	1,3	1,1	2,8	-1,2	0,8	2,8	2,5
2014 Q1	106,9	1,8	-0,1	2,7	3,3	1,8	2,7	1,1	0,6	1,6	1,5	1,5
2014 Q2	107,0	1,4	0,7	2,1	1,9	1,2	1,8	2,0	0,9	1,3	1,3	1,2
2014 Q3	107,4	1,3	1,7	1,9	1,1	1,0	1,8	1,7	1,6	1,7	1,3	0,7
	Produktivita práce na jednu zamestnanú osobu											
2011	101,5	1,5	3,0	3,0	0,8	1,7	3,8	1,9	1,2	-0,2	0,7	0,3
2012	101,3	-0,2	-1,6	0,2	-0,2	-0,9	1,7	1,4	-0,1	-1,1	0,4	-0,2
2013	101,6	0,3	3,7	0,6	1,1	-0,1	-0,8	-0,1	2,0	-0,1	0,2	-0,6
2013 Q4	102,1	0,8	4,1	2,1	2,1	0,6	-0,6	-0,5	1,4	0,2	0,1	0,4
2014 Q1	102,3	1,0	3,9	1,7	3,8	1,4	-1,1	0,5	0,2	0,4	0,5	0,7
2014 Q2	102,1	0,4	4,1	0,4	1,8	0,8	-1,7	1,4	0,7	-0,8	0,4	-0,4
2014 Q3	102,0	0,2	4,5	0,4	0,4	0,4	-1,9	1,1	1,0	-0,7	0,4	-0,7
	Kompenzácie na odpracovanú hodinu											
2011	101,8	1,8	2,5	1,9	3,3	1,6	2,2	1,6	2,3	2,7	1,1	1,4
2012	104,7	2,8	3,6	3,7	4,8	3,4	2,4	1,5	2,1	3,1	1,2	3,3
2013	107,0	2,2	1,4	2,5	2,6	2,1	1,1	2,8	0,8	1,8	2,1	2,1
2013 Q4	107,7	2,0	-0,5	1,6	2,0	1,6	0,6	2,8	0,7	1,2	3,0	2,4
2014 Q1	108,0	1,2	-0,6	1,0	1,9	1,5	2,2	0,7	0,9	1,7	1,0	1,0
2014 Q2	108,4	1,5	1,6	1,9	2,2	1,4	1,9	2,4	2,1	1,4	1,1	1,5
2014 Q3	108,7	1,3	2,2	1,5	1,3	1,1	1,5	1,9	1,6	1,5	1,3	1,0
	Hodinová produktivita práce											
2011	101,4	1,4	3,1	2,2	0,8	1,8	3,8	1,4	1,4	-0,3	0,4	0,3
2012	102,3	0,9	-0,6	1,5	1,8	0,5	2,2	1,9	1,0	-0,3	0,7	0,7
2013	103,0	0,7	3,0	0,6	1,9	0,5	-0,8	0,2	3,1	0,5	0,5	-0,1
2013 Q4	103,3	0,7	2,8	1,3	2,1	0,7	-1,4	-0,6	2,8	0,6	0,3	0,4
2014 Q1	103,4	0,4	2,7	0,1	2,4	1,1	-1,4	0,0	0,5	0,5	0,0	0,4
2014 Q2	103,6	0,6	3,5	0,4	2,1	1,0	-1,7	1,7	1,3	-0,3	0,3	0,2
2014 Q3	103,4	0,3	3,6	0,1	0,8	0,5	-2,0	1,4	1,7	-0,3	0,5	-0,2

4.6 Ukazovatele nákladov práce

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	Spolu (index: 2008 = 100)	Spolu	Podľa zložiek		Za vybrané ekonomicke činnosti		Informatívna položka: indikátor dojednaných miezd ²⁾
			Platy a mzdy	Sociálne príspevky zamestnávateľa	Výrobné odvetvia	Prevažne nevýrobné odvetvia	
V % z úhrnu za r. 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7
2012	108,9	2,0	2,0	2,0	2,4	1,2	2,2
2013	110,3	1,3	1,5	0,8	1,2	1,6	1,8
2014	.	.	.	.	.	.	1,8
2014 Q1	103,7	0,7	1,1	-0,6	0,7	0,5	1,9
2014 Q2	115,7	1,4	1,4	1,3	1,6	1,1	1,8
2014 Q3	108,6	1,3	1,4	1,2	1,2	1,5	1,7
2014 Q4	.	.	.	.	.	.	1,7

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

1) Údaje sa týkajú skupiny krajín Euro 19.

2) Experimentálne údaje vychádzajú z neharmonizovaných zdrojov (podrobnejšie na <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

5 PEŇAŽNÉ A ÚVEROVÉ AGREGÁTY

5.1 Menové agregáty¹⁾

(v mld. EUR a ročné miery rastu; sezónne očistené; stav a miery rastu ku koncu obdobia; transakcie počas obdobia)

		M3											
		M2					M3-M2						
							Repo obchody	Akcie a podiely fondov peňažného trhu	Dlhové cenné papiere so splatnosťou do 2 rokov				
		Obeživo	Vklady splatné na požiadanie		Vklady s dohodnutou splatnosťou do 2 rokov	Vklady s výpovednou lehotou do 3 mesiacov							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		11
		Stav											
2012		863,4	4 244,0	5 107,5	1 803,3	2 081,5	3 884,8	8 992,3	125,0	483,1	180,6	788,7	9 780,9
2013		908,8	4 482,6	5 391,4	1 691,2	2 123,2	3 814,4	9 205,8	120,0	417,7	86,5	624,3	9 830,0
2014		967,3	4 948,5	5 915,9	1 602,0	2 129,7	3 731,7	9 647,6	122,2	430,4	130,0	682,6	10 330,2
2014	Q1	924,8	4 563,3	5 488,0	1 667,7	2 125,3	3 793,1	9 281,1	117,1	403,2	84,8	605,1	9 886,2
	Q2	931,5	4 627,3	5 558,9	1 671,1	2 131,2	3 802,3	9 361,2	129,7	396,9	75,8	602,4	9 963,6
	Q3	948,2	4 745,2	5 693,4	1 647,5	2 136,6	3 784,1	9 477,5	122,4	419,1	68,8	610,4	10 087,8
	Q4	967,3	4 948,5	5 915,9	1 602,0	2 129,7	3 731,7	9 647,6	122,2	430,4	130,0	682,6	10 330,2
2014	Aug.	943,3	4 713,3	5 656,6	1 658,2	2 134,2	3 792,3	9 448,9	128,5	404,1	74,1	606,7	10 055,6
	Sep.	948,2	4 745,2	5 693,4	1 647,5	2 136,6	3 784,1	9 477,5	122,4	419,1	68,8	610,4	10 087,8
	Okt.	949,5	4 794,0	5 743,5	1 625,7	2 132,5	3 758,2	9 501,7	130,3	432,4	67,0	629,7	10 131,4
	Nov.	956,5	4 858,0	5 814,5	1 619,3	2 138,4	3 757,7	9 572,2	128,2	434,6	71,6	634,4	10 206,7
	Dec.	967,3	4 948,5	5 915,9	1 602,0	2 129,7	3 731,7	9 647,6	122,2	430,4	130,0	682,6	10 330,2
2015	Jan. ^(p)	984,8	5 057,5	6 042,3	1 579,2	2 121,7	3 700,9	9 743,3	120,5	438,6	136,1	695,1	10 438,4
		Transakcie											
2012		20,0	289,5	309,5	-36,0	114,9	78,9	388,5	-16,9	-20,2	-18,5	-55,7	332,8
2013		45,3	245,8	291,1	-111,1	43,9	-67,2	223,9	-12,0	-48,8	-62,8	-123,6	100,3
2014		58,0	370,0	427,9	-96,0	3,7	-92,4	335,6	0,8	7,2	26,2	34,2	369,7
2014	Q1	15,4	73,4	88,8	-26,2	1,7	-24,5	64,3	-3,0	-6,9	-1,3	-11,2	53,1
	Q2	6,7	61,7	68,5	2,3	5,8	8,1	76,6	12,4	-6,0	-5,8	0,5	77,1
	Q3	16,7	109,1	125,7	-27,1	5,1	-22,0	103,8	-8,1	8,9	2,8	3,5	107,3
	Q4	19,1	125,8	144,9	-45,0	-9,0	-54,0	90,9	-0,5	11,3	30,5	41,3	132,2
2014	Aug.	7,0	42,0	48,9	-12,0	2,4	-9,6	39,3	-0,2	-4,8	4,0	-1,0	38,3
	Sep.	4,9	25,4	30,3	-12,4	2,3	-10,1	20,2	-6,6	1,5	4,3	-0,8	19,4
	Okt.	1,3	48,3	49,6	-21,3	-4,5	-25,8	23,8	7,9	13,4	-2,0	19,3	43,0
	Nov.	7,0	64,2	71,3	-6,2	5,9	-0,4	70,9	-2,1	2,3	4,4	4,6	75,5
	Dec.	10,8	13,3	24,1	-17,4	-10,3	-27,8	-3,7	-6,4	-4,4	28,1	17,4	13,7
2015	Jan. ^(p)	16,4	83,8	100,1	-33,7	-7,4	-41,1	59,0	-2,4	6,6	10,0	14,2	73,2
		Miera rastu											
2012		2,4	7,3	6,4	-1,9	5,9	2,1	4,5	-11,6	-3,9	-9,9	-6,6	3,5
2013		5,2	5,8	5,7	-6,2	2,1	-1,7	2,5	-9,5	-10,4	-37,8	-16,2	1,0
2014		6,4	8,2	7,9	-5,7	0,2	-2,4	3,6	0,6	1,6	37,5	5,5	3,8
2014	Q1	6,5	5,5	5,6	-6,5	1,1	-2,4	2,2	-9,9	-10,3	-27,6	-13,5	1,0
	Q2	5,6	5,4	5,4	-4,6	0,5	-1,8	2,4	5,1	-8,2	-25,8	-8,8	1,6
	Q3	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-2,0	-25,4	-4,4	2,5
	Q4	6,4	8,2	7,9	-5,7	0,2	-2,4	3,6	0,6	1,6	37,5	5,5	3,8
2014	Aug.	5,8	5,9	5,8	-4,2	0,4	-1,7	2,7	5,8	-5,3	-25,7	-6,7	2,0
	Sep.	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-2,0	-25,4	-4,4	2,5
	Okt.	5,6	6,3	6,2	-4,9	0,2	-2,1	2,7	9,9	1,0	-21,8	-1,1	2,5
	Nov.	5,9	7,1	6,9	-4,5	0,4	-1,8	3,3	6,8	2,6	-16,1	0,2	3,1
	Dec.	6,4	8,2	7,9	-5,7	0,2	-2,4	3,6	0,6	1,6	37,5	5,5	3,8
2015	Jan. ^(p)	7,7	9,2	9,0	-6,8	-0,1	-3,1	4,0	-3,9	0,1	44,3	4,6	4,1

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

5 PEŇAŽNÉ A ÚVEROVÉ AGREGÁTY

5.2 Vklady zahrnuté v M3¹⁾

(v mld. EUR a ročné miery rastu; sezónne očistené; stav a miery rastu ku koncu obdobia; transakcie počas obdobia)

	Nefinančné korporácie ²⁾					Domácnosti ³⁾					Finančné korporácie iné ako PFI a PSPF ²⁾	Poisťovacie korporácie a penzijné fondy (PKPF)	Ostatná verejná správa ⁴⁾
	Spolu	Vklady splatné na požiadanie	Vklady s dohodnutou splatnosťou do 2 rokov	Vklady s výpovednou lehotou do 3 mesiacov	Repo obchody	Spolu	Jednoduché vklady	Vklady s dohodnutou splatnosťou do 2 rokov	Vklady s výpovednou lehotou do 3 mesiacov	Repo obchody			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stav													
2012	1 618,7	1 112,8	406,9	88,1	10,8	5 308,6	2 360,4	977,3	1 960,3	10,5	811,2	209,1	306,3
2013	1 710,6	1 198,6	400,8	94,7	16,5	5 414,0	2 542,6	875,7	1 991,2	4,5	801,0	192,8	298,6
2014	1 817,6	1 332,9	368,7	96,5	19,5	5 558,7	2 754,8	810,9	1 990,1	2,8	881,3	217,9	326,9
2014 Q1	1 732,1	1 223,8	398,2	95,2	15,0	5 442,6	2 583,8	864,5	1 988,6	5,7	779,8	205,7	313,3
2014 Q2	1 751,9	1 244,6	394,7	97,3	15,3	5 481,4	2 623,1	859,8	1 994,0	4,5	801,1	210,3	314,6
2014 Q3	1 789,5	1 283,8	391,1	99,2	15,4	5 531,9	2 686,9	845,1	1 995,1	4,9	794,8	208,4	327,1
2014 Q4	1 817,6	1 332,9	368,7	96,5	19,5	5 558,7	2 754,8	810,9	1 990,1	2,8	881,3	217,9	326,9
2014 Aug.	1 778,9	1 270,2	394,8	98,5	15,4	5 513,4	2 664,4	850,0	1 994,2	4,9	800,9	216,7	324,2
2014 Sep.	1 789,5	1 283,8	391,1	99,2	15,4	5 531,9	2 686,9	845,1	1 995,1	4,9	794,8	208,4	327,1
2014 Okt.	1 790,5	1 297,4	379,3	100,3	13,5	5 531,9	2 700,0	836,4	1 990,8	4,7	827,4	211,0	321,7
2014 Nov.	1 816,1	1 320,0	382,1	100,9	13,1	5 552,5	2 730,6	827,2	1 990,1	4,8	839,4	211,3	324,5
2014 Dec.	1 817,6	1 332,9	368,7	96,5	19,5	5 558,7	2 754,8	810,9	1 990,1	2,8	881,3	217,9	326,9
2015 Jan. ^(p)	1 854,3	1 379,5	366,8	96,6	11,4	5 567,6	2 787,7	795,4	1 980,1	4,4	884,3	227,5	345,2
Transakcie													
2012	72,2	99,4	-33,2	10,0	-4,0	222,8	99,4	35,6	100,2	-12,5	16,5	15,0	25,0
2013	97,9	90,4	-6,0	7,7	5,8	108,7	183,7	-100,1	31,1	-6,0	-17,4	-14,2	-8,5
2014	68,6	90,3	-25,5	1,2	2,5	142,3	210,5	-65,4	-1,2	-1,7	44,5	5,5	17,6
2014 Q1	17,2	21,6	-3,3	0,4	-1,5	25,5	39,1	-11,8	-2,9	1,1	-22,2	12,3	13,1
2014 Q2	14,8	18,7	-4,3	0,3	0,2	41,4	40,4	-4,9	7,1	-1,2	20,5	4,6	0,9
2014 Q3	29,6	33,6	-5,7	1,9	-0,2	47,3	61,9	-16,0	1,0	0,4	-8,3	-2,3	12,6
2014 Q4	7,0	16,4	-12,1	-1,4	4,0	27,9	69,1	-32,8	-6,4	-2,0	54,4	-9,0	-9,0
2014 Aug.	12,7	12,9	-2,1	0,3	1,6	17,5	21,7	-5,7	1,6	-0,1	-5,0	1,1	5,9
2014 Sep.	6,4	10,8	-4,8	0,7	-0,3	16,6	21,5	-5,7	0,9	0,0	-8,9	-8,5	3,1
2014 Okt.	0,9	13,4	-11,6	1,0	-1,9	-0,1	13,1	-8,6	-4,3	-0,2	32,4	2,6	-5,5
2014 Nov.	25,8	22,9	2,8	0,5	-0,4	20,9	30,7	-9,2	-0,7	0,1	12,4	0,3	2,4
2014 Dec.	-19,7	-19,9	-3,3	-2,8	6,3	7,1	25,3	-14,9	-1,4	-1,9	9,6	-11,9	-6,0
2015 Jan. ^(p)	24,1	36,3	-3,9	0,0	-8,3	-3,6	25,0	-20,9	-9,3	1,6	-6,6	8,8	17,6
Miera rastu													
2012	4,7	9,8	-7,5	13,2	-25,2	4,4	4,4	3,8	5,4	-54,2	2,1	7,8	9,1
2013	6,1	8,1	-1,5	8,8	54,6	2,0	7,8	-10,3	1,6	-57,0	-2,2	-6,9	-2,8
2014	4,0	7,5	-6,3	1,2	14,5	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-37,2	5,4	3,0	5,9
2014 Q1	5,7	8,0	-1,3	5,6	24,0	1,6	7,2	-10,0	0,6	-31,0	-5,7	-4,3	2,3
2014 Q2	6,2	8,3	-0,6	4,9	40,5	2,0	7,3	-8,1	0,3	-30,3	-4,4	1,7	-0,3
2014 Q3	6,0	8,6	-2,1	3,4	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,9	2,3	3,3
2014 Q4	4,0	7,5	-6,3	1,2	14,5	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-37,2	5,4	3,0	5,9
2014 Aug.	6,0	8,4	-1,4	3,4	33,2	2,0	7,0	-7,4	0,2	-23,3	-3,2	5,5	2,6
2014 Sep.	6,0	8,6	-2,1	3,4	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,9	2,3	3,3
2014 Okt.	4,9	8,5	-5,5	2,8	12,0	2,1	6,9	-6,8	0,1	-18,5	0,4	3,4	2,2
2014 Nov.	5,2	8,8	-5,3	3,3	17,4	2,4	7,5	-7,1	0,2	-14,7	3,5	4,0	1,1
2014 Dec.	4,0	7,5	-6,3	1,2	14,5	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-37,2	5,4	3,0	5,9
2015 Jan. ^(p)	4,7	9,8	-8,0	1,5	-34,7	2,5	8,6	-9,2	-0,2	-8,7	6,1	0,2	9,2

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

2) V súlade s ESA 2010 boli v decembri 2014 holdingové spoločnosti nefinančných skupín preklasifikované zo sektora nefinančných korporácií do sektora finančných korporácií. Tieto subjekty sú zaradené v bilančnej štatistike PFI v rámci položky finančné korporácie iné ako PFI a poisťovacie korporácie a penzijné fondy (PKPF).

3) Vrátane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

4) Sektor verejnej správy bez ústrednej štátnej správy.

5 PEŇAŽNÉ A ÚVEROVÉ AGREGÁTY

5.3 Pohľadávky voči rezidentom eurozóny¹⁾

(v mld. EUR a ročné miery rastu; sezónne očistené; stav a miery rastu ku koncu obdobia; transakcie počas obdobia)

	Pohľadávky voči verejnej správe			Pohľadávky voči ostatným rezidentom eurozóny								Dlhové cenné papiere	Majetkové účasti a akcie/ podielové listy investičných fondov nepeňažného trhu
	Spolu	Úvery	Dlhové cenné papiere	Spolu	Úvery								
					Spolu	nefinančným korporáciám ³⁾	domácnostiam ⁴⁾	finančným korporáciám iným ako PFI a PKPF ³⁾	poisťovacím korporáciám a penzijným fondom (PKPF)				
										očistené od predaja úverov a sekuritizácie ²⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Stav												
2012	3 410,8	1 169,3	2 241,5	13 069,5	10 860,0	-	4 544,6	5 242,3	984,3	89,0	1 435,9	773,6	
2013	3 407,5	1 096,3	2 311,2	12 709,4	10 546,4	-	4 354,1	5 221,4	872,6	98,3	1 363,9	799,1	
2014	3 602,2	1 129,9	2 472,3	12 582,1	10 515,6	-	4 284,2	5 200,0	903,3	128,1	1 291,3	775,2	
2014	Q1	3 454,0	1 113,0	2 341,0	12 661,6	10 531,2	-	4 337,6	5 232,2	860,6	100,7	1 329,9	800,5
	Q2	3 447,9	1 101,7	2 346,2	12 588,1	10 464,7	-	4 306,3	5 191,0	868,5	99,0	1 317,3	806,1
	Q3	3 508,9	1 102,3	2 406,7	12 561,6	10 444,7	-	4 288,1	5 194,6	858,7	103,3	1 307,0	809,8
	Q4	3 602,2	1 129,9	2 472,3	12 582,1	10 515,6	-	4 284,2	5 200,0	903,3	128,1	1 291,3	775,2
2014	Aug.	3 500,5	1 105,4	2 395,0	12 560,7	10 435,0	-	4 290,6	5 191,5	855,1	97,8	1 314,4	811,3
	Sep.	3 508,9	1 102,3	2 406,7	12 561,6	10 444,7	-	4 288,1	5 194,6	858,7	103,3	1 307,0	809,8
	Okt.	3 523,4	1 097,3	2 426,2	12 543,8	10 431,5	-	4 277,4	5 197,3	853,9	102,9	1 301,0	811,3
	Nov.	3 538,3	1 108,8	2 429,4	12 533,4	10 431,0	-	4 271,4	5 194,8	857,5	107,4	1 291,8	810,5
2014	Dec.	3 602,2	1 129,9	2 472,3	12 582,1	10 515,6	-	4 284,2	5 200,0	903,3	128,1	1 291,3	775,2
2015	Jan. ^(p)	3 648,6	1 149,8	2 498,8	12 654,8	10 584,7	-	4 299,6	5 222,6	923,7	138,9	1 294,2	775,9
	Transakcie												
2012	185,0	-4,0	189,0	-100,6	-69,1	-13,4	-107,6	26,0	14,5	-2,0	-69,9	38,5	
2013	-24,4	-73,6	49,2	-304,5	-247,4	-221,2	-132,8	-3,5	-120,7	9,6	-71,7	14,6	
2014	66,3	16,1	50,2	-87,1	-51,4	17,7	-59,4	-14,7	11,2	11,6	-71,2	35,5	
2014	Q1	13,0	15,2	-2,2	-40,3	-16,2	-13,4	-25,9	7,1	0,1	2,5	-26,8	2,7
	Q2	-27,6	-10,3	-17,3	-50,1	-47,4	9,2	-18,7	-35,4	8,5	-1,7	-12,4	9,7
	Q3	41,1	-1,4	42,5	-19,0	-10,6	-10,9	-18,6	8,2	-4,4	4,2	-14,1	5,7
	Q4	39,7	12,6	27,1	22,3	22,8	32,9	3,8	5,4	7,0	6,6	-17,9	17,4
2014	Aug.	20,5	-1,4	21,9	-10,5	-3,0	-2,4	-3,5	3,2	1,6	-4,3	-7,3	-0,2
	Sep.	5,5	-3,5	9,0	-5,0	7,4	7,8	-3,7	3,8	1,9	5,5	-10,0	-2,5
	Okt.	18,7	-6,3	25,0	-6,1	-3,7	-1,5	-2,5	4,2	-5,0	-0,4	-7,0	4,6
	Nov.	4,6	11,2	-6,6	-13,8	2,6	10,0	-4,0	-1,3	3,4	4,5	-10,7	-5,7
2014	Dec.	16,4	7,7	8,7	42,1	23,9	24,5	10,3	2,5	8,6	2,5	-0,2	18,4
2015	Jan. ^(p)	33,0	13,8	19,3	16,2	22,9	24,4	-4,2	4,3	12,3	10,5	3,5	-10,2
	Miera rastu												
2012	5,8	-0,3	9,5	-0,8	-0,6	-0,1	-2,3	0,5	1,5	-2,2	-4,6	5,2	
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,0	-2,9	-0,1	-12,2	10,8	-5,0	1,9	
2014	1,9	1,5	2,1	-0,7	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-5,2	4,4	
2014	Q1	-0,9	-3,1	0,2	-2,5	-2,2	-2,0	-3,1	-0,1	-10,8	9,0	-6,7	1,0
	Q2	-2,5	-1,5	-3,0	-2,2	-1,8	-1,1	-2,3	-0,6	-5,9	4,8	-7,5	0,5
	Q3	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,6	8,5	-8,6	1,7
	Q4	1,9	1,5	2,1	-0,7	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-5,2	4,4
2014	Aug.	-1,2	-0,7	-1,4	-1,9	-1,5	-0,9	-2,2	-0,5	-3,8	0,3	-7,9	2,6
	Sep.	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,6	8,5	-8,6	1,7
	Okt.	-0,2	-1,4	0,4	-1,6	-1,1	-0,5	-1,9	-0,4	-2,4	5,8	-7,9	2,5
	Nov.	0,8	0,6	0,9	-1,4	-0,9	-0,2	-1,7	-0,4	-1,0	8,0	-7,2	2,5
2014	Dec.	1,9	1,5	2,1	-0,7	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-5,2	4,4
2015	Jan. ^(p)	2,1	1,6	2,4	-0,5	-0,1	0,5	-1,2	-0,2	3,0	19,4	-5,0	3,2

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

2) Očistené od úverov vyčlenených z bilancie PFI z dôvodu ich predaja alebo sekuritizácie.

3) V súlade s ESA 2010 boli v decembri 2014 holdingové spoločnosti nefinančných skupín preklasifikované zo sektora nefinančných korporácií do sektora finančných korporácií. Tieto subjekty sú zaradené v bilančnej štatistike PFI v rámci položky finančné korporácie iné ako PFI a poisťovacie korporácie a penzijné fondy (PKPF).

4) Vrátane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

5 PEŇAŽNÉ A ÚVEROVÉ AGREGÁTY

5.4 Úvery PFI nefinančným korporáciám a domácnostiam eurozóny¹⁾

(v mld. EUR a ročné miery rastu; sezónne očistené; stav a miery rastu ku koncu obdobia; transakcie počas obdobia)

	Nefinančné korporácie ²⁾					Domácnosti ³⁾				
	Spolu		do 1 roka	nad 1 rok a do 5 rokov	nad 5 rokov	Spolu		Spotrebiteľské úvery	Úvery na bývanie	Ostatné úvery
	očistené od predaja úverov a sekuritizácie ⁴⁾					očistené od predaja úverov a sekuritizácie ⁴⁾				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Stav									
2012	4 544,6	-	1 127,9	795,6	2 621,0	5 242,3	-	602,0	3 823,6	816,7
2013	4 354,1	-	1 065,6	740,8	2 547,8	5 221,4	-	573,5	3 851,5	796,4
2014	4 284,2	-	1 082,7	725,8	2 475,7	5 200,0	-	562,2	3 860,2	777,6
2014 Q1	4 337,6	-	1 056,9	732,8	2 548,0	5 232,2	-	572,3	3 864,2	795,7
	4 306,3	-	1 058,1	734,1	2 514,1	5 191,0	-	570,3	3 832,2	788,5
	4 288,1	-	1 056,5	726,1	2 505,4	5 194,6	-	567,1	3 843,7	783,8
	4 284,2	-	1 082,7	725,8	2 475,7	5 200,0	-	562,2	3 860,2	777,6
2014 Aug.	4 290,6	-	1 049,4	730,1	2 511,0	5 191,5	-	566,8	3 840,7	784,0
	4 288,1	-	1 056,5	726,1	2 505,4	5 194,6	-	567,1	3 843,7	783,8
	4 277,4	-	1 053,1	723,9	2 500,5	5 197,3	-	568,8	3 847,9	780,6
	4 271,4	-	1 040,1	734,1	2 497,1	5 194,8	-	566,8	3 848,2	779,8
2014 Dec.	4 284,2	-	1 082,7	725,8	2 475,7	5 200,0	-	562,2	3 860,2	777,6
2015 Jan. ^(p)	4 299,6	-	1 086,8	736,5	2 476,2	5 222,6	-	566,2	3 876,4	780,0
	Transakcie									
2012	-107,6	-60,3	6,2	-51,4	-62,3	26,0	34,7	-17,7	48,8	-5,1
2013	-132,8	-127,5	-44,5	-44,5	-43,7	-3,5	14,3	-18,1	27,6	-13,1
2014	-59,4	-46,5	-13,1	0,9	-47,3	-14,7	41,0	-5,4	-3,1	-6,3
2014 Q1	-25,9	-24,8	-6,6	-6,3	-13,0	7,1	8,5	0,0	7,4	-0,3
	-18,7	-7,6	3,3	6,0	-28,1	-35,4	9,3	-2,0	-33,1	-0,3
	-18,6	-20,1	-3,1	-7,0	-8,5	8,2	9,6	1,2	13,1	-6,1
	3,8	6,0	-6,7	8,2	2,3	5,4	13,7	-4,6	9,5	0,4
2014 Aug.	-3,5	-3,1	-2,0	-1,1	-0,3	3,2	3,3	-1,2	1,6	2,8
	-3,7	-4,0	6,2	-3,9	-6,0	3,8	4,3	1,7	5,2	-3,0
	-2,5	-1,8	-1,8	-0,9	0,2	4,2	5,6	1,9	3,9	-1,6
	-4,0	-2,7	-12,6	10,7	-2,1	-1,3	4,7	-1,5	0,0	0,2
2014 Dec.	10,3	10,5	7,6	-1,6	4,2	2,5	3,4	-4,9	5,6	1,9
2015 Jan. ^(p)	-4,2	-3,6	-4,4	4,7	-4,5	4,3	5,1	-0,1	4,0	0,4
	Miera rastu									
2012	-2,3	-1,3	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,8	1,3	-0,6
2013	-2,9	-2,8	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,1	-1,2	0,1	-1,9	-0,3	0,8	-0,9	-0,1	-0,8
2014 Q1	-3,1	-3,1	-5,0	-5,0	-1,6	-0,1	0,4	-1,9	0,5	-1,5
	-2,3	-2,1	-2,7	-3,3	-1,9	-0,6	0,5	-1,4	-0,4	-1,0
	-2,0	-1,8	-1,4	-3,4	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
	-1,4	-1,1	-1,2	0,1	-1,9	-0,3	0,8	-0,9	-0,1	-0,8
2014 Aug.	-2,2	-2,0	-2,2	-3,6	-1,7	-0,5	0,5	-1,6	-0,1	-1,3
	-2,0	-1,8	-1,4	-3,4	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
	-1,9	-1,6	-1,0	-3,4	-1,7	-0,4	0,6	0,1	-0,2	-1,7
	-1,7	-1,4	-1,5	-1,8	-1,7	-0,4	0,7	0,1	-0,3	-1,3
2014 Dec.	-1,4	-1,1	-1,2	0,1	-1,9	-0,3	0,8	-0,9	-0,1	-0,8
2015 Jan. ^(p)	-1,2	-0,9	-1,0	1,1	-2,0	-0,2	0,9	-0,9	0,0	-0,8

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

2) V súlade s ESA 2010 boli v decembri 2014 holdingové spoločnosti nefinančných skupín preklasifikované zo sektora nefinančných korporácií do sektora finančných korporácií. Tieto subjekty sú zaradené v bilančnej statistike PFI v rámci položky finančné korporácie iné ako PFI a poisťovacie korporácie a penzijné fondy (PKPF).

3) Vrátane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

4) Očistené od úverov vyčlenených z bilancie PFI z dôvodu ich predaja alebo sekuritizácie.

5 PEŇAŽNÉ A ÚVEROVÉ AGREGÁTY

5.5 Protipoložky M3 iné ako pohľadávky voči rezidentom eurozóny¹⁾

(v mld. EUR a ročné miery rastu; sezónne očistené; stav a miery rastu ku koncu obdobia; transakcie počas obdobia)

	Pasíva PFI						Aktíva PFI			
	V držbe ústrednej štát- nej správy ²⁾	Dlhodobejšie finančné záväzky voči rezidentom eurozóny					Čisté zahranič- né aktíva	Ostatné		
		Spolu	Vklady s dohodnutou splatnosťou nad 2 roky	Vklady s výpo- vednou lehotou nad 3 mesiace	Dlhové cenné papiere so splatnosťou nad 2 roky	Kapitál a rezervy		Spolu		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Stav										
2012	305,4	7 570,1	2 395,9	106,0	2 680,8	2 387,4	1 029,8	146,4	260,8	201,2
2013	260,2	7 305,0	2 373,3	91,5	2 506,3	2 333,9	1 153,9	124,5	183,8	122,1
2014	263,4	7 182,1	2 252,4	92,0	2 375,1	2 462,7	1 406,7	184,7	184,5	139,8
2014 Q1	260,9	7 343,1	2 355,5	91,1	2 472,5	2 423,9	1 256,1	118,5	177,0	116,7
2014 Q2	270,3	7 295,1	2 301,8	90,1	2 455,1	2 448,2	1 357,6	135,3	171,3	119,0
2014 Q3	249,7	7 332,2	2 278,6	92,4	2 457,0	2 504,1	1 419,5	179,8	163,6	121,7
2014 Q4	263,4	7 182,1	2 252,4	92,0	2 375,1	2 462,7	1 406,7	184,7	184,5	139,8
2014 Aug.	266,2	7 317,9	2 289,8	91,9	2 448,4	2 487,8	1 416,5	162,1	172,0	116,9
2014 Sep.	249,7	7 332,2	2 278,6	92,4	2 457,0	2 504,1	1 419,5	179,8	163,6	121,7
2014 Okt.	254,3	7 270,2	2 264,8	91,8	2 420,2	2 493,4	1 418,0	170,6	183,1	121,1
2014 Nov.	256,4	7 262,5	2 258,4	91,0	2 404,7	2 508,5	1 466,6	187,3	184,4	130,8
2014 Dec.	263,4	7 182,1	2 252,4	92,0	2 375,1	2 462,7	1 406,7	184,7	184,5	139,8
2015 Jan. ^(p)	305,0	7 290,3	2 237,9	92,7	2 403,0	2 556,8	1 507,8	222,4	202,9	131,3
Transakcie										
2012	-4,9	-115,3	-156,3	-10,2	-106,4	157,6	99,4	28,8	9,4	41,5
2013	-46,0	-88,8	-18,6	-14,3	-137,6	81,6	359,2	-64,7	32,2	43,9
2014	-3,3	-169,4	-120,5	1,8	-154,2	103,5	230,7	-12,9	0,7	17,7
2014 Q1	0,1	1,4	-11,7	-0,4	-33,1	46,6	88,0	-6,1	-6,7	-5,4
2014 Q2	9,4	-65,1	-54,7	-1,0	-15,8	6,5	83,4	15,7	-5,8	2,3
2014 Q3	-20,9	-3,1	-28,3	2,3	-28,5	51,5	27,8	33,4	-7,7	2,6
2014 Q4	8,0	-102,6	-25,8	1,0	-76,7	-1,0	31,5	-55,9	20,9	18,1
2014 Aug.	-6,1	1,5	-4,5	1,1	-5,5	10,4	-0,9	24,7	2,2	-4,1
2014 Sep.	-16,9	-2,1	-13,7	0,6	-12,4	23,4	-6,8	6,8	-8,4	4,7
2014 Okt.	2,3	-32,4	-12,4	-0,6	-29,6	10,2	13,9	-13,5	19,5	-0,5
2014 Nov.	2,1	-19,6	-6,4	-0,8	-13,6	1,3	47,8	19,4	1,3	9,6
2014 Dec.	3,6	-50,7	-7,0	2,4	-33,5	-12,5	-30,1	-61,8	0,1	9,0
2015 Jan. ^(p)	39,4	-26,5	-19,5	-0,3	-12,5	5,8	5,8	31,1	18,4	-8,5
Miera rastu										
2012	-1,5	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,0	-	-	2,5	26,1
2013	-15,1	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,5	-	-	10,3	23,5
2014	-1,3	-2,3	-5,1	2,0	-6,1	4,3	-	-	0,4	14,5
2014 Q1	-12,1	-1,0	-1,7	-9,6	-4,6	3,9	-	-	-12,9	-0,9
2014 Q2	-9,0	-1,6	-3,9	-6,8	-3,2	2,6	-	-	-23,8	-4,5
2014 Q3	-11,5	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	-	-	-17,5	-3,2
2014 Q4	-1,3	-2,3	-5,1	2,0	-6,1	4,3	-	-	0,4	14,5
2014 Aug.	-6,0	-1,1	-4,2	-2,9	-2,3	3,2	-	-	-11,4	-0,9
2014 Sep.	-11,5	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	-	-	-17,5	-3,2
2014 Okt.	-4,6	-1,7	-5,4	-0,9	-4,4	4,7	-	-	-3,1	2,1
2014 Nov.	-1,7	-1,9	-5,5	-1,1	-4,8	4,8	-	-	-4,4	-6,6
2014 Dec.	-1,3	-2,3	-5,1	2,0	-6,1	4,3	-	-	0,4	14,5
2015 Jan. ^(p)	23,4	-2,6	-5,7	2,4	-5,9	3,8	-	-	22,1	26,4

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

2) Zahŕňa vklady ústrednej štátnej správy v sektore PFI a cenné papiere vydané sektorom PFI.

3) Neočistené od sezónnych vplyvov.

6 FIŠKÁLNY VÝVOJ

6.1 Deficit/prebytok, príjmy a výdavky^{1), 2)}

(v % HDP; toky počas obdobia 1 roka)

	Deficit (-)/ prebytok (+)	Príjmy						Výdavky							
		Spolu	Bežné príjmy			Kapitálové príjmy	Spolu	Bežné výdavky				Kapitálové výdavky			
			Priame dane	Nepriame dane	Čisté sociálne príspevky			Kompenzácie zamestnancov	Medzispotreba	Úroky	Sociálne platby ³⁾				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010		-5,8	44,3	44,0	11,4	12,6	15,1	0,2	50,1	44,9	10,7	5,4	2,7	23,4	5,2
2011		-3,8	44,8	44,5	11,7	12,8	15,1	0,2	48,6	44,3	10,4	5,3	3,0	23,1	4,3
2012		-3,3	45,7	45,5	12,2	13,0	15,3	0,2	49,1	44,6	10,3	5,3	3,0	23,4	4,5
2013		-2,5	46,4	46,1	12,5	13,1	15,5	0,3	48,9	44,9	10,4	5,3	2,8	23,8	4,1
2014	Q2	-2,6	46,6	46,1	12,5	13,0	15,5	0,5	49,2	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	3,8
	Q3	-2,5	46,6	46,1	12,5	13,1	15,5	0,4	49,1	45,3	10,3	5,3	2,7	23,1	3,7

6.2 Pomer štátneho dlhu k HDP¹⁾

(v % HDP; stav ku koncu obdobia)

	Spolu	Finančný nástroj			Držiteľ			Pôvodná splatnosť		Zostávajúca splatnosť			Mena	
		Obeživo a vklady	Úvery	Dlhové cenné papiere	Tuzemskí veritelia	Ostatní veritelia	PFI	do 1 roka	nad 1 rok	do 1 roka	nad 1 a do 5 rokov	nad 5 rokov	Euro alebo zúčastnené meny	Ostatné meny
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	83,6	2,4	15,5	65,6	40,5	23,9	43,1	12,7	70,9	20,7	28,6	34,3	82,3	1,3
2011	85,5	2,4	15,5	67,5	42,4	24,1	43,1	12,2	73,2	20,3	29,6	35,5	83,7	1,8
2012	88,7	2,5	17,4	68,8	45,1	26,0	43,6	11,5	77,3	19,5	31,4	37,8	86,6	2,2
2013	90,7	2,5	16,9	71,3	45,7	26,0	45,0	10,4	80,3	19,3	32,0	39,4	88,7	2,0
2014	Q2	92,7	2,6	16,6	73,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	Q3	92,1	2,6	16,5	73,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.

6.3 Ročná zmena pomeru štátneho dlhu k HDP a hlavné faktory¹⁾

(v % HDP; toky počas obdobia 1 roka)

	Zmena pomeru dlhu k HDP ⁴⁾	Primárny deficit (+)/ prebytok (-)	Úprava deficitu a dlhu ⁵⁾								Diferenciál úrokovej miery a rastu	Informatívna položka: požiadavky na pôžičky
			Spolu	Transakcie hlavných finančných aktív					Vplyv precenenia a ostatné zmeny objemu	Ostatné faktory		
				Spolu	Obeživo a vklady	Úvery	Dlhové cenné papiere	Majetok a podiely v investičných fondoch				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2010	5,3	3,4	1,3	1,7	0,0	0,5	0,9	0,2	-0,1	-0,3	0,6	7,5
2011	1,9	1,1	0,0	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,2	0,1	0,8	3,9
2012	3,3	0,6	0,1	1,2	0,3	0,4	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,5	5,1
2013	2,0	0,1	-0,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,4	-0,1	0,4	2,1	2,8
2014	Q2	1,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	-0,2	1,3	2,5
	Q3	1,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,2	-0,2	1,2	2,7

Zdroj: ECB v prípade ročných údajov; Eurostat v prípade štvrťročných údajov.

1) Štvrťročné pomery (v % HDP) vypočítané pomocou kumulovaných súčtov za štyri štvrťroky v prípade tokových údajov a HDP a hodnoty ku koncu štvrťrokov v prípade stavov.

2) Rozpočtové transakcie EÚ sú zahrnuté a konsolidované v ročných údajoch.

3) Bežné transfery neziskovým inštitúciám slúžiacim domácnostiam sú zahrnuté v ročných údajoch.

4) Vypočítané ako rozdiely medzi pomermi štátneho dlhu k HDP v poslednom a skoršom období, t. j. v predchádzajúcom roku v prípade ročných údajov a v tom istom štvrťroku predchádzajúceho roka v prípade štvrťročných údajov.

5) Štvrťročné údaje zahŕňajú medzivládne pôžičky v kontexte finančnej krízy.

6 FIŠKÁLNY VÝVOJ

6.4 Dlhové cenné papiere verejnej správy¹⁾

(dlhová služba v % HDP; priemerná zostatková splatnosť v rokoch; priemerný nominálny výnos v % p. a.)

	Dlhová služba splatná v rámci 1 roka ²⁾					Priemerná zostatková splatnosť ³⁾	Priemerný nominálny výnos ⁴⁾						
	Spolu	Istina ⁵⁾		Úrok			Stav					Transakcie	
		splatnosť do 3 mesiacov	splatnosť do 3 mesiacov	Spolu	Pohyblivá sadzba		Nulový kupón	Fixná sadzba		Emisia	Odkúpenie		
								splatnosť do 1 roka					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,3	1,8
2014	16,2	14,1	5,2	2,1	0,5	6,4	3,1	1,4	0,4	3,5	2,8	0,8	1,6
2014 Q2	16,9	14,7	5,5	2,1	0,5	6,4	3,3	1,6	0,6	3,6	2,8	1,1	1,6
2014 Q3	17,6	15,5	5,8	2,1	0,5	6,4	3,2	1,5	0,5	3,5	2,8	0,9	1,6
2014 Aug.	17,9	15,8	6,1	2,1	0,5	6,3	3,2	1,5	0,5	3,6	2,8	1,0	1,7
2014 Sep.	17,6	15,5	5,8	2,1	0,5	6,3	3,2	1,5	0,5	3,5	2,8	0,9	1,6
2014 Okt.	17,3	15,2	5,7	2,1	0,5	6,4	3,1	1,5	0,4	3,5	2,8	0,9	1,7
2014 Nov.	16,3	14,2	5,0	2,1	0,5	6,4	3,1	1,5	0,4	3,5	2,8	0,8	1,7
2014 Dec.	16,2	14,1	5,2	2,1	0,5	6,4	3,1	1,4	0,4	3,5	2,8	0,8	1,6
2015 Jan.	15,7	13,7	5,1	2,0	0,5	6,5	3,0	1,4	0,4	3,5	2,8	0,8	1,7

6.5 Fiškálny vývoj v krajinách eurozóny⁶⁾

(v % HDP; toky počas obdobia 1 roka a stav na konci obdobia)

	Belgicko	Nemecko	Estónsko	Írsko	Grécko	Španielsko	Francúzsko	Taliansko	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Deficit (-)/prebytok (+) verejnej správy								
2010	-4,0	-4,1	0,2	-32,4	-11,1	-9,4	-6,8	-4,2	-4,8
2011	-3,9	-0,9	1,0	-12,6	-10,1	-9,4	-5,1	-3,5	-5,8
2012	-4,1	0,1	-0,3	-8,0	-8,6	-10,3	-4,9	-3,0	-5,8
2013	-2,9	0,1	-0,5	-5,7	-12,2	-6,8	-4,1	-2,8	-4,9
2014 Q2	-3,2	0,5	-0,3	-5,3	-2,9	-6,3	-4,2	-3,0	-4,1
2014 Q3	-3,0	0,7	-0,2	-4,7	-2,2	-5,8	-4,4	-3,1	-2,3
	Dlh verejnej správy								
2010	99,6	80,3	6,5	87,4	146,0	60,1	81,5	115,3	56,5
2011	102,1	77,6	6,0	111,1	171,3	69,2	85,0	116,4	66,0
2012	104,0	79,0	9,7	121,7	156,9	84,4	89,2	122,2	79,5
2013	104,5	76,9	10,1	123,3	174,9	92,1	92,2	127,9	102,2
2014 Q2	108,8	75,3	10,5	117,0	177,5	96,4	95,2	133,8	109,8
2014 Q3	108,2	74,8	10,5	114,8	176,0	96,8	95,3	131,8	104,7

	Lotyšsko	Litva	Luxembursko	Malta	Holandsko	Rakúsko	Portugalsko	Slovinsko	Slovensko	Fínsko
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
	Deficit (-)/prebytok (+) verejnej správy									
2010	-8,2	-6,9	-0,6	-3,3	-5,0	-4,5	-11,2	-5,7	-7,5	-2,6
2011	-3,4	-9,0	0,3	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,2	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,2	0,1	-3,7	-4,0	-2,3	-5,5	-3,7	-4,2	-2,1
2013	-0,9	-2,6	0,6	-2,7	-2,3	-1,5	-4,9	-14,6	-2,6	-2,4
2014 Q2	0,1	-1,1	0,5	-3,3	-3,0	-1,5	-4,8	-12,7	-2,8	-2,7
2014 Q3	0,0	-0,6	0,7	-2,5	-2,7	-1,5	-4,3	-13,0	-3,1	-2,7
	Dlh verejnej správy									
2010	46,8	36,3	19,6	67,6	59,0	82,4	96,2	37,9	41,1	47,1
2011	42,7	37,3	18,5	69,8	61,3	82,1	111,1	46,2	43,5	48,5
2012	40,9	39,9	21,4	67,9	66,5	81,7	124,8	53,4	52,1	53,0
2013	38,2	39,0	23,6	69,8	68,6	81,2	128,0	70,4	54,6	56,0
2014 Q2	41,0	38,7	23,2	74,6	69,6	82,3	129,5	78,3	55,6	58,9
2014 Q3	40,4	38,3	22,9	71,9	69,0	80,7	131,4	78,1	55,4	58,1

Zdroj: ECB v prípade cenných papierov verejnej správy; Eurostat v prípade vládneho deficitu/prebytku a vládneho dlhu.

1) Údaje o dlhových cenných papieroch verejnej správy sú zaznamenané v menovitej hodnote a nie sú konsolidované v rámci sektora verejnej správy.

2) Toky istiny a úroku počas obdobia dlhovej služby.

3) Zostatková splatnosť ku koncu obdobia.

4) Stav na konci obdobia; transakcie ako 12-mesačný priemer.

5) Suma istiny nepokrýva krátkodobé cenné papiere emitované a odkúpené počas nasledujúcich 12 mesiacov.

6) Štvrtročné podiely (v % HDP) vypočítané pomocou kumulovaných súčtov za štyri štvrtroky v prípade tokových údajov a HDP a hodnoty na konci obdobia v prípade stavov.