

## Ekonomický bulletin

Číslo 8/2018

# Obsah

<b>Hospodársky a menový vývoj</b>	<b>2</b>
Prehľad	2
1    Vonkajšie prostredie	5
2    Finančný vývoj	12
3    Hospodárska aktivita	17
4    Ceny a náklady	22
5    Peňažná zásoba a pohľadávky	28
6    Fiškálny vývoj	36
<b>Boxy</b>	<b>39</b>
1    Zraniteľnosť ekonomík rozvíjajúcich sa trhov – porovnanie s predchádzajúcimi krízami	39
2    Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 1. augusta do 30. októbra 2018	47
3    Čo je za spomalením rastu v roku 2018	53
4    Štrukturálne zmeny ovplyvňujúce rast zamestnanosti v eurozóne v období hospodárskeho oživenia	57
5    Aktuálny vývoj mzdového posunu v eurozóne	62
6    Hodnotenie návrhov rozpočtových plánov na rok 2019	66
<b>Štatistika</b>	<b>70</b>

# Hospodársky a menový vývoj

## Prehľad

**Na svojom menovopolitickom zasadnutí 13. decembra Rada guvernérov rozhodla, že v decembri 2018 ukončí čistý nákup aktív, pričom kľúčové úrokové sadzby ECB ponechala na nezmenenej úrovni a zároveň zvýšila mieru signalizácie v oblasti reinvestovania.** Hoci sú aktuálne informácie v dôsledku nižšieho zahraničného dopytu a určitých faktorov špecifických pre jednotlivé krajinu a sektory o niečo slabšie, než sa očakávalo, silný domáci dopyt aj naďalej podporuje hospodársku expanziu v eurozóne a prispieva k postupnému rastu inflačných tlakov. To potvrdzuje presvedčenie Rady guvernérov, že trvalá konvergencia inflácie smerom k jej cieľu bude pokračovať, a to aj po ukončení čistého nákupu aktív. Zároveň naďalejvládne značná neistota spojená s geopolitickými faktormi, hrozobou protekcionizmu, zraniteľnosťou rozvíjajúcich sa trhových ekonomík a volatilitou finančných trhov. Ďalšie zintenzívnenie domácich cenových tlakov a žiadany vývoj celkovej inflácie v strednodobom horizonte si preto i naďalej vyžadujú značnú menovopolitickú stimuláciu. Signalizácia budúceho nastavenia kľúčových úrokových sadzieb ECB zo strany Rady guvernérov spolu s reinvestovaním rozsiahleho objemu nadobudnutých aktív aj naďalej poskytuju mieru menovej akomodácie potrebnú na zabezpečenie trvalej konvergencie inflácie smerom k jej cieľu. Rada guvernérov je v každom prípade pripravená vhodným spôsobom upraviť všetky svoje nástroje, aby zabezpečila pokračovanie trvalého vývoja inflácie smerom k svojmu inflačnému cieľu.

### Vyhodnotenie hospodárskej a menovej situácie v čase zasadnutia Rady guvernérov 13. decembra 2018

**Hoci svetová hospodárska aktivita zostáva odolná, je viac nevyrovnaná a vynárajú sa známky zmierňovania jej dynamiky.** Svetovú hospodársku aktivitu tlmí dozrievanie svetového hospodárskeho cyklu, redukcia politických stimulov vo vyspelých ekonomikách a vplyv bilaterálnych ciel v Spojených štátach a v Číne. Rast svetového obchodu sa mierne spomalil a zároveň vzrástla neistota v spojitosti s budúcim vývojom obchodných vzťahov. Finančné podmienky sú zároveň vo vyspelých ekonomikách naďalej akomodačné, zatiaľ čo v niektorých rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách došlo k ich sprísneniu. Čo sa týka budúceho vývoja, v roku 2019 by sa mala svetová hospodárska aktivita podľa očakávaní spomaliť a následne by mala zostať stabilná. Vzhľadom na znižovanie miery nevyužitých kapacít sa očakáva pomalý rast globálnych inflačných tlakov.

**V prostredí zvýšenej geopolitickej neistoty a vnímaného zhoršenia makroekonomickej výhľadu od zasadania Rady guvernérov v septembri 2018 došlo k poklesu dlhodobých bezrizikových sadzieb.** Spredaj štátnych dlhopisov krajín eurozóny sú prevažne stabilné, s výnimkou Talianska, kde vykazujú značnú volatilitu. Očakávané zisky podnikov sú naďalej stabilné, no vzhľadom na určitú revíziu očakávaní nadol ako aj precenenie rizika došlo k poklesu cien akcií

a dlhopisov podnikov v eurozóne. Na devízových trhoch celkovo dochádza k znehodnocovaniu eura v obchodne váženom vyjadrení.

**Reálny HDP eurozóny, ktorý v prvom a druhom štvrtroku 2018 vzrástol o 0,4 %, sa v treťom štvrtroku 2018 medzikvartálne zvýšil o 0,2 %.** Najnovšie údaje a výsledky prieskumov sú slabšie, než sa očakávalo, čo je odrazom klesajúceho príspevku zahraničného dopytu a určitých faktorov špecifických pre jednotlivé krajinu a sektory. Hoci je pravdepodobné, že niektoré z týchto faktorov časom ustúpia, môže ísť o náznak určitého spomalenia dynamiky rastu v budúcnosti. Hospodársku expanziu v eurozóne však zároveň naďalej podporuje domáci dopyt, ktorý okrem iného ľaží i z akomodačného nastavenia menovej politiky Rady guvernérów. Súkromnú spotrebu stále podporuje silný trh práce, ktorý sa prejavuje pokračujúcim rastom zamestnanosti a miezd. Z domáceho dopytu, priaznivých podmienok financovania a kladného vývoja súvah navyše profitujú aj podnikové investície. Investície do rezidenčných nehnuteľností sú stále výrazné. Zároveň sa naďalej očakáva pokračovanie expanzie svetovej hospodárskej aktivity, ktorá tak bude naďalej stimulovať vývoz z eurozóny, hoci pomalším tempom.

**Toto hodnotenie sa v zásade odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému pre eurozónu z decembra 2018.** Podľa nich by sa mal ročný reálny HDP zvýšiť o 1,9 % v roku 2018, o 1,7 % v roku 2019, o 1,7 % v roku 2020 a o 1,5 % v roku 2021. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2018 bol výhľad rastu reálneho HDP na roky 2018 a 2019 upravený mierne nadol. Riziká spojené s výhľadom hospodárskeho rastu v eurozóne možno i naďalej označiť za celkovo vyvážené. Bilancia rizík sa však posúva na stranu pomalšieho rastu, a to v dôsledku pretrvávania neistoty súvisiacej s geopolitickými faktormi, hrozbou protekcionizmu, zraniteľnosťou rozvíjajúcich sa trhových ekonomík a volatilitou finančných trhov.

**Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v eurozóne v novembri 2018 klesla z októbrových 2,2 % na 2,0 %.** Na základe súčasných cien ropných futures je pravdepodobné, že celková inflácia bude v najbližších mesiacoch klesať. Ukazovatele základnej inflácie zostávajú vo všeobecnosti tlmené, no vzhľadom na vysokú mieru využitia kapacít a prehlbovanie nedostatku pracovných sôl dochádza k ďalšiemu stupňovaniu a rozširovaniu domáčich cenových tlakov, čo vyvoláva tlak na rast miezd. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, v strednodobom horizonte sa očakáva rast základnej inflácie, ku ktorému budú prispievať menovopolitické opatrenia ECB, pokračujúca hospodárska expanzia a zrychlovanie mzdového rastu.

**Tento vývoj sa celkovo odráža aj v decembrových makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému pre eurozónu, podľa ktorých by mala ročná miera inflácie HICP dosiahnuť 1,8 % v roku 2018, 1,6 % v roku 2019, 1,7 % v roku 2020 a 1,8 % v roku 2021.** V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2018 bol výhľad vývoja inflácie HICP na rok 2018 upravený mierne nahor a na rok 2019 mierne nadol. Inflácia HICP bez energií a potravín by sa mala podľa očakávaní zvýšiť z 1,0 % v roku 2018 na 1,4 % v roku 2019, 1,6 % v roku 2020 a 1,8 % v roku 2021.

**Vzhľadom na prebiehajúci prechod k viac samoudržateľným zdrojom tvorby peňazí v dôsledku redukcie mesačných čistých nákupov aktív v rámci programu nákupu aktív došlo v októbri 2018 k zrýchleniu rastu menového agregátu M3.** Poskytovanie úverov súkromnému sektoru ďalej rásťlo a zostało hlavnou hnacou silou rastu peňažnej zásoby, hoci s určitými známkami spomaľovania, najmä v prípade úverov nefinančným korporáciám. Podmienky bankového financovania a podmienky poskytovania bankových úverov boli zároveň naďalej veľmi priažnivé. Účinok opatrení menovej politiky priatých od júna 2014 naďalej výraznou mierou prispieva k zlepšovaniu úverových podmienok pre podniky a domácnosti, k prístupu k úverovým zdrojom – predovšetkým pre malé a stredné podniky – a k stimulácii úverových tokov v rámci celej eurozóny.

**Deficit verejnej správy eurozóny má v roku 2018 podľa projekcií zaznamenať výrazný pokles, no v budúcom roku sa má mierne zvýšiť.** Pokles v roku 2018 bol predovšetkým odrazom priažnivých cyklických podmienok a klesajúcich úrokových platieb. Agregátna rozpočtová pozícia eurozóny má byť v roku 2018 podľa očakávaní celkovo neutrálna, v rokoch 2019 a 2020 sa má uvoľňovať a v roku 2021 má byť opäť neutrálna.

### Rozhodnutia o menovej politike

**Na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy Rada guvernérów prijala nasledujúce rozhodnutia.** Rada guvernérów sa rozhodla ponechať klúčové úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni a i naďalej očakáva, že na súčasnej úrovni zostanú minimálne do leta 2019, v každom prípade však dovtedy, kým to bude potrebné na zabezpečenie pokračovania trvalého vývoja inflácie smerom k úrovni nižšej, ale blízkej 2,0 % v strednodobom horizonte. Pokial ide o neštandardné opatrenia menovej politiky, Rada guvernérów rozhodla, že čistý nákup aktív v rámci programu nákupu aktív sa v decembri 2018 ukončí. Rada guvernérów zároveň zvýšila mieru signalizácie v oblasti reinvestovania. V tomto smere má v úmysle pokračovať v reinvestovaní plnej výšky istiny zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív ešte po dlhšiu dobu od chvíle, keď začne zvýšovať klúčové úrokové sadzby ECB, v každom prípade však dovtedy, kým to bude potrebné na zachovanie priažnivého stavu likvidity a výraznej miery menovej akomodácie.

## Vonkajšie prostredie

*Hoci globálna ekonomická aktivity zostala silná, začína byť nerovnomerne rozložená a objavujú sa signály jej spomaľovania. Na globálne aktivity tlmiaci pôsobí uzatváranie globálneho hospodárskeho cyklu, končiaca politická podpora vo vyspelých ekonomikách a vplyv cieľ zavedených medzi Spojenými štátmi a Čínou. Zároveň vo vyspelých ekonomikách pretrvávajú priaznivé podmienky financovania, zatiaľ čo v niektorých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov je situácia naďalej horšia. Rast svetového obchodu sa mierne spomalil a zvýšila sa neistota súvisiaca s budúcimi obchodnými vzťahmi. Pokiaľ ide o hospodársku aktivity, po očakávanom spomalení v roku 2019 by následne mala byť počas ďalších dvoch rokov stabilná. Tento vývoj súvisí s postupným obmedzovaním politickej podpory, ako aj transformáciou a znížením rastu Číny. V nadväznosti na znižovanie voľných kapacít budú pomaly narastať globálne inflačné tlaky. Riziko spomalenia globálnej aktivity sa zväčšuje.*

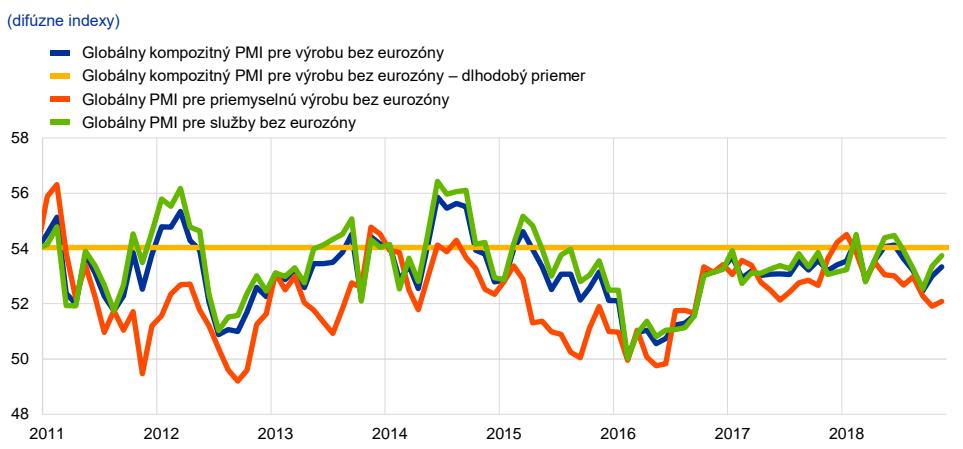
### Globálna hospodárska aktivity a obchod

**Hoci globálna hospodárska aktivity zostala silná, začínajú sa prejavovať signály jej spomaľovania.** Globálna ekonomika stabilne expandovala v druhom štvrtroku 2018, pričom ju podporovala rastúca aktivity v niektorých vyspelých ekonomikách vrátane Spojených štátov, Spojeného kráľovstva a Japonska. Miera rastu v Spojených štátoch v treťom štvrtroku naznačuje silnú aktivity, kym značný rast HDP v Spojenom kráľovstve čiastočne odráža zvýšené verejné výdavky. Naopak hospodársky rast v Japonsku sa v rovnakom období spomalil, čo vo veľkej mieri súviselo s prechodnými faktormi vyvolanými prírodnými katastrofami. Situácia v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov je rôznorodá. V treťom štvrtroku si hospodárska aktivity Číny udržala vysoké úrovne, kym v ekonomikách, ktoré boli na začiatku roka vystavené finančným tlakom, sa značne znížila.

**Údaje založené na prieskumoch naznačujú spomaľovanie aktivity v krátkodobom horizonte.** Globálny kompozitný index nákupných manažérov (PMI) pre výrobu bez eurozóny od začiatku roka 2018 postupne klesal, k čomu prispelo najmä priebežné spomaľovanie globálnej aktivity v priemyselnej výrobe (graf 1). Napriek určitej volatilite v zaznamenaných hodnotách bol vývoj v sektore služieb do novembra priaznivejší ako v sektore priemyselnej výroby. Spotrebiteľská dôvera, ktorá pôvodne dosahovala vysoké úrovne, poklesla.

## Graf 1

### Globálny kompozitný index PMI pre výrobu



Zdroj: Markit a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z novembra 2018. Dlhodobý priemer zahŕňa obdobie od januára 1999 do novembra 2018.

**Finančné podmienky vo vyspelých ekonomikách zostali priaznivé, zatiaľ čo vývoj v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov je relatívne rôznorodý.** V Číne sa financovanie zlepšilo vďaka krokom, ktoré centrálna banka podnikla v reakcii na zhoršujúci sa výhľad hospodárskej aktivity v dôsledku domácich nerovnováh a rastúceho obchodného napäťa. Podmienky financovania v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov, ktoré najviac zasiahli letné turbulencie na finančných trhoch, vrátane Argentíny a Turecka, zostali nepriaznivé a negatívne ovplyvňujú výhľad aktivity. Globálny rizikový sentiment sa od letných mesiacov celkom nezotavil a finanční investori stratili záujem o ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov, ktoré naznamenali značnú nerovnováhu, veľkú potrebu externého financovania a obmedzený priestor pre podporné politické opatrenia. Pokračujúce zvyšovanie úrokových sadzieb v Spojených štátach (v dôsledku postupnej normalizácie menovej politiky Federálneho výboru pre voľný trh) a súčasné posilňovanie dolára by mohlo viesť k ďalšiemu zhoršovaniu finančných podmienok v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov.

**Súčasný cyklický vývoj by mal v krátkodobom horizonte viesť k väčšíj globálnej hospodárskej aktívite.** Vyspelé ekonomiky nadálej ťažia z akomodačného nastavenia svojich menových politík a priaznivých finančných podmienok. Ku globálnemu rastu okrem celkovo expanzívnejších fiškálnych politík vo vyspelých ekonomikách prispejú aj značné cyklické fiškálne stimuly v Spojených štátach, ktoré zahŕňajú zníženie daní a zvýšenie výdavkov.

**Neskôr sa predpokladá spomaľovanie aktivity v roku 2019 a potom jej vyrovnaný vývoj počas nasledujúcich dvoch rokov.** Tento vývoj odráža prognózované cyklické spomalenie vo vyspelých ekonomikách a Číne. V mnohých vyspelých ekonomikách sa produkčné medzery už zavreli a v strednodobom horizonte sa predpokladá zníženie nevyužitých kapacít v krajinách rozvíjajúcich sa trhov. Zhoršenie obchodného napäťa medzi Spojenými štátmi a Čínu by malo nepriaznivo pôsobiť na aktivity v oboch krajinách. Hoci sa stále usudzuje, že globálny vplyv bude relatívne obmedzený, väčšia neistota v súvislosti s budúcimi obchodnými vzťahmi

môže negatívne ovplyvniť dôveru a investície. Postupne by sa tiež mala oslabiť podpora zo strany politík. V Spojených štátoch sa podľa projekcií základného scenára predpokladá kulminácia rastu podporeného fiškálnymi stimulmi až v roku 2019, kým v Japonsku sa doznievanie účinkov fiškálnych stimulov očakáva už v tomto roku. Pokiaľ ide o menovú politiku, jej postupné sprísňovanie sa očakáva v Spojených štátoch, čo sa odráža v súčasných cenách na finančných trhoch. Malo by to viest k miernemu zhoršeniu globálnych finančných podmienok. Očakávaný vývoj globálnej aktivity tiež odzrkadluje oživenie v niektorých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov, a to najmä v tých, ktoré boli zasiahnuté nedávnymi turbulenciami na finančných trhoch. Celkovo by sa globálna expanzia mala ustáliť pod úrovňami zaznamenanými pred finančnou krízou v rokoch 2007 a 2008.

**Pokiaľ ide o vývoj v jednotlivých krajinách, v Spojených štátoch by sa v krátkodobom horizonte mala zachovať silná hospodárska aktivita.** Rast by mal podporovať priaznivé podmienky na trhu práce, značné zisky podnikov a stále dobré podmienky financovania. Na priaznivý výhľad rastu budú v budúcom roku naďalej vplývať procyklické fiškálne stimuly, zatiaľ čo bilaterálny obchodný konflikt s Čínou by mohol čiastočne zhoršovať aktivitu a investície. Okrem toho výsledok volieb do kongresu viedol k rozštiepeniu moci, čo zvyšuje pravdepodobnosť legislatívnych prieťahov.

**Hospodárska aktivita v Japonsku by sa mala v ďalšom období oživiť, následne sa však predpokladá postupné spomaľovanie tempa hospodárskej expanzie.** V treťom štvrtroku 2018 na aktivitu nepriaznivo vplýval rad prírodných katastrof, v poslednom štvrtroku sa však očakáva oživenie rastu. Neskôr bude aktivita profitovať z akomodačnej menovej politiky, no čoraz obmedzenejšie kapacity budú rast spomaľovať. V prostredí malých voľných kapacít na trhu práce sa pomaly zvyšujú mzdy, čo by malo podporiť spotrebú domácností.

**Výhľad Spojeného kráľovstva naznačuje mierny hospodársky rast spojený s pretrvávajúcim nižším domácim dopytom.** Prekvapujúco silnú aktivitu v treťom štvrtroku podporilo niekoľko dočasných faktorov. Veľká neistota však naďalej brzdí podnikové investície, ktoré zaznamenali pokles už tretí štvrtrok po sebe. Krátkodobý výhľad stále ovplyvňuje značná neistota súvisiaca s nadchádzajúcim hlasovaním parlamentu o dohode o vystúpení z EÚ.

**Rast HDP v krajinách strednej a východnej Európy by mal byť v krátkodobom horizonte naďalej silný.** Aktivitu podporujú rozsiahle investície spojené s čerpaním fondov EÚ, značné spotrebiteľské výdavky a priaznivejšia situácia na trhu práce. V strednodobom horizonte sa očakáva spomalenie aktivity na úroveň potenciálu.

**Hospodárska aktivita v Číne zostáva silná, pričom sa opiera o stabilnú spotrebu, podporné opatrenia vlády a značný vývoz, ktorý môže čiastočne súvisieť s rastom predbežných objednávok v očakávaní vyšších ciel.**

V krátkodobom horizonte by však mal na rast nepriaznivo vplývať spomaľujúci sa trh rezidenčných nehnuteľností a odložené účinky skorších snáh o zníženie zadlženia. Očakáva sa tiež, že obchodné clá zavedené americkou administratívou budú mať nepriaznivý vplyv na aktivitu. Ich celkový dosah na Čínu by však mal byť relatívne malý vďaka aktuálne zavedeným politickým stimulom. V strednodobom horizonte by

realizácia štrukturálnych reforiem mala viesť k riadenému spomaleniu a reštrukturalizácii čínskej ekonomiky.

**Hospodárska aktivita veľkých vývozcov komodít by sa mala zrýchliť.** V Rusku by malo pokračovať hospodárske oživenie, ku ktorému prispeje minulý nárast cien ropy a zlepšujúci sa domáci dopyt v dôsledku rastúceho disponibilného príjmu a úverov. Aktuálne zníženie cien ropy predstavuje pre výhľad ekonomiky Ruska určité riziko. V strednodobom horizonte by mal rast čiastočne profitovať z nedávno oznameného mnohoročného plánu verejných výdavkov. V Brazílii sa očakáva zrýchlenie hospodárskej aktivity v krátkodobom horizonte po tom, ako odznie neistota súvisiaca s politickou situáciou a vplyv štrajku kamionistov. Zlepšujúci sa trh práce, ako aj zachovanie akomodačného nastavenia menovej politiky v spojení so stále nízkymi inflačnými tlakmi by neskôr mali prispieť k rastu spotreby.

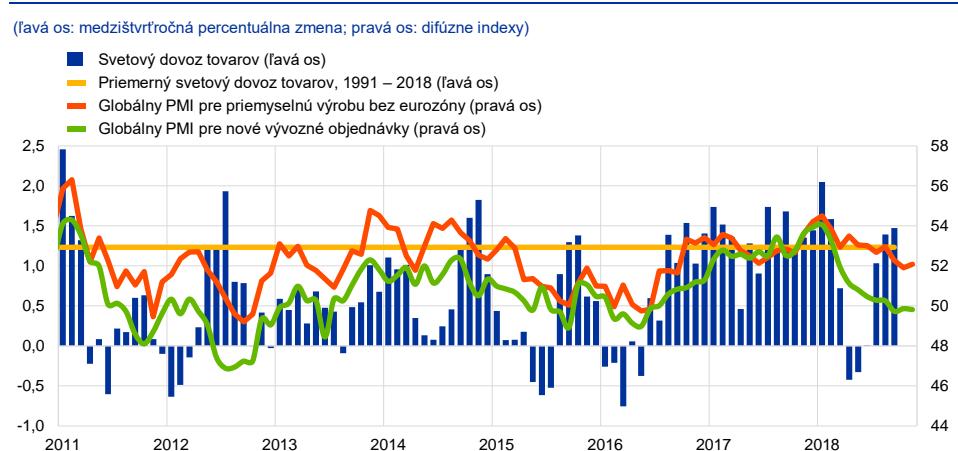
**V Turecku sa v najbližších mesiacoch očakávajú náročné zmeny.** Napriek súčasnému stabilizovaniu líry zostávajú finančné podmienky nepriaznivé. Predpokladá sa, že tento vývoj bude spolu s vysokou infláciou a procyklickou menovou a fiškálnoupolitikou nepriaznivo vplývať na hospodársku aktivitu krajiny.

**Po priaznivom výsledku v roku 2017 sa rast globálneho obchodu v roku 2018 spomalil.** V roku 2018 bol objem celkového dovozu tovarov relatívne volatilný. Po stagnácii v druhom štvrtroku sa obchod vďaka vyššiemu dovozu ekonomik rozvíjajúcich sa trhov v treťom štvrtroku zvýšil o 1,5 %. Signály vyplývajúce z ukazovateľov pre nasledujúce obdobia sú zmiešané. Kým index PMI pre nové vývozné objednávky naznačuje hlbšie oslabenie globálneho obchodu (graf 2), iné ukazovatele – ako globálna priemyselná výroba alebo index Tech Pulse – poukazujú na jeho stabilný rast.

**Napätie v obchodných vzťahoch Spojených štátov a Číny eskaluje.** Administratíva Spojených štátov oznamila zavedenie ciel na ďalší vývoz Číny do Spojených štátov v objeme 200 mld. USD a Čína zaviedla recipročné clá na vývoz Spojených štátov v objeme 60 mld. USD. Clá na oboch stranách sú účinné od 24. septembra 2018. Tieto kroky nasledovali po predchádzajúcich clách zavedených na bilaterálny obchod tovarov v hodnote 50 mld. USD, ako aj na vývoz ocele a hliníka do Spojených štátov a po recipročných opatreniach Číny. Očakáva sa, že tieto opatrenia budú nepriaznivo vplývať na aktivitu a obchod Spojených štátov a Číny, ich globálny vplyv by však mal zostať relatívne nevýrazný.

## Graf 2

### Svetový obchod s tovarom a prieskumy



Zdroj: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú zo septembra 2018 (globálny dovoz tovarov) a novembra 2018 (indexy PMI).

**V budúnosti sa očakáva pokračujúca stagnácia globálneho obchodu.** Hoci je dôsledok obchodných ciel zatiaľ minimálny, očakáva sa, že na obchod s tovarom Spojených štátov a Číny bude vo väčšom rozsahu vplývať budúci rok. V rokoch 2020 a 2021 sa očakáva celkový rast globálneho obchodu v súlade s hospodárskou aktivitou.

**Globálny hospodársky rast by sa mal podľa prognóz budúci rok spomalíť a počas ďalších dvoch rokov by mal byť jeho vývoj stabilný.** Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z decembra 2018 by sa rast reálneho HDP sveta (bez eurozóny) mal v tomto roku pohybovať na úrovni 3,8 % a následne v roku 2019 klesnúť na 3,5 %. V rokoch 2020 a 2021 sa vo všeobecnosti očakáva jeho stabilný vývoj. V tejto projekcii sa odráža očakávané spomalenie v niektorých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov v krátkodobom horizonte, ktoré vyplýva zo zhoršenia finančných podmienok. Expanzia vo vyspelých ekonomikách by sa v budúnosti mala spomaliť na úroveň potenciálu rastu. Tempo expanzie Číny by sa malo postupne zmierňovať. Rast zahraničného dopytu eurozóny by sa mal znížiť z tohtoročných 4,3 % na 3,1 % v roku 2019 a následne by mal v strednodobom horizonte mierne zrýchlovať. V porovnaní so septembrovými projekciami odborníkov ECB sa rast globálneho HDP v rokoch 2018 a 2019 upravil mierne smerom nadol v dôsledku horšieho výhľadu niektorých ekonomík rozvíjajúcich sa trhov. Rast zahraničného dopytu eurozóny na roky 2020 a 2021 bol taktiež upravený nadol, čo odráža dôsledky vyšších ciel a predpokladanú slabšiu hospodársku aktivitu.

**Riziko spomalenia globálnej aktivity sa zväčšuje. Ďalšia eskalácia obchodných vzťahov by mohla mať značný nepriaznivý dosah na globálny rast.** Hoci dočasné prímerie medzi Spojenými štátmi a Čínou vyslalo pozitívny signál, pretrváva značná neistota, či rokovania skutočne povedú k výraznej deescalácii napätiu v obchodných vzťahoch týchto krajín. Ďalšie riziká súvisia so zhoršovaním podmienok financovania, ktoré bolo rýchlejšie, ako sa očakávalo, čo viedlo k väčšiemu napätiu v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov, ako aj s neistotou týkajúcou sa reformného procesu v Číne a s politickými a geopolitickými neistotami vrátane brexitu.

## Vývoj globálnych cien

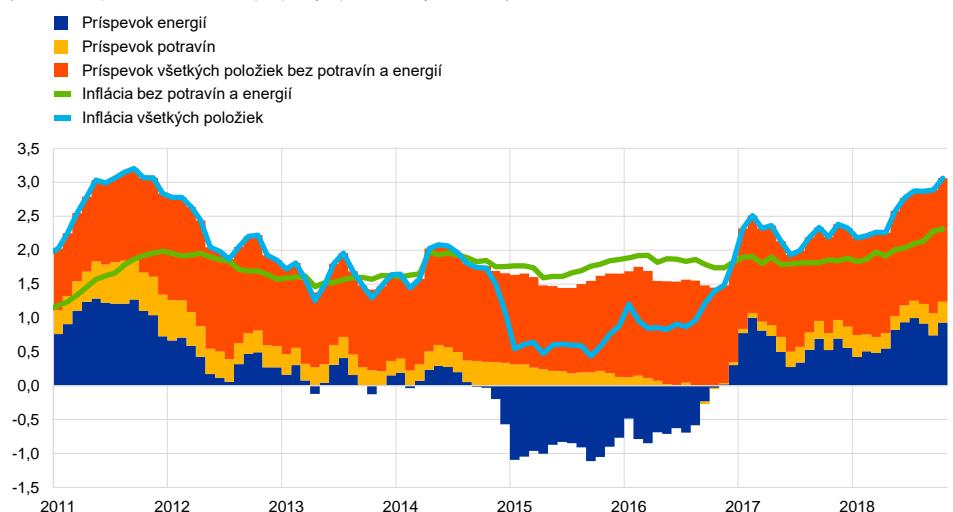
**Napriek značnej volatilite sa ceny ropy v súčasnosti výrazne znížili.** Volatilita cien ropy zväčša odrážala vývoj na strane ponuky, hoci najnovšie na cenu ropy začali vplývať aj očakávania nižšieho globálneho dopytu. Cena ropy Brent vyvrcholila na začiatku októbra na 86 USD za barel z dôvodu rozhodnutia OPEC a Ruska zachovať nezmenený objem produkcie, ako aj pre predpokladaný výrazný pokles vývozu ropy z Iránu v dôsledku hroziacich sankcií zo strany Spojených štátov. Následne však ceny ropy klesli na základe viacerých priaznivých správ na strane ponuky. Išlo o deklarovanie dostatočných kapacít Saudskej Arábie a Ruska a oznamenie dočasného odloženia amerických sankcií voči viacerým veľkým ekonomikám dovážajúcim ropu z Iránu. Najnovšie na pokles cien ropy tlačili aj očakávania nižšieho globálneho dopytu. To znamená, že predpokladané ceny ropy vstupujúce do decembrových makroekonomickej projekcií odborníkov Eurosystému boli oproti predchádzajúcej projekcii nižšie približne o 5,8 % na rok 2019 a 3,2 % na rok 2020. Po uzávierke údajov pre projekcie sa však ceny ropy opäť znížili a 12. decembra dosiahli úroveň 59 USD za barel.

**Skôr ako ceny ropy nedávno klesli, ich minulý nárast zvyšoval tlak na globálnu infláciu spotrebiteľských cien.** V krajinách Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) sa index inflácie spotrebiteľských cien v októbri medziročne zvýšil na 3,1 %. Inflácia bez cien potravín a energií zostala na úrovni 2,3 %, čím sa prerušil mierne rastúci trend pozorovaný v minulom roku (graf 3). Napriek zníženiu kapacít na trhu práce vo vyspelých ekonomikách zostal tlak na rast miezd relatívne tlmený.

### Graf 3

#### Inflácia spotrebiteľských cien v OECD

(medziročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: OECD a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z októbra 2018.

**Nadálej sa očakáva len malý tlak na rast globálnej inflácie.** V krátkodobom horizonte sa predpokladá rast vývozných cien konkurentov eurozóny v dôsledku

minulého zvýšenia cien ropy a nárastu inflácie v niektorých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov, ktoré v lete zaznamenali finančné turbulencie. Súčasný pokles cien ropy a krivky ropných futures (ktorý naznačuje postupné znižovanie cien ropy v strednodobom horizonte) naznačuje, že príspevok cien energií k inflácii bude klesať. Na druhej strane by k rastu inflácie malo čiastočne prispieť zmenšovanie voľných kapacít na globálnej úrovni.

## 2

## Finančný vývoj

*Od zasadnutia Rady guvernérov v septembri 2018 došlo k poklesu globálnych dlhodobých bezrizikových sadzieb, a to v dôsledku zvýšenej geopolitickej neistoty a vnímaného zhoršenia makroekonomického výhľadu. Spready štátnych dlhopisov v eurozóne boli vo všeobecnosti stabilné s výnimkou Talianska, kde vykazovali značnú mieru volatility. Pokles cien akcií a dlhopisov korporácií eurozóny odrážal miernu korekciu vyhliadok silného rastu podnikových ziskov a prečerpanie rizík. Na devízových trhoch sa euro vážené zahraničným obchodom vo všeobecnosti oslabilo.*

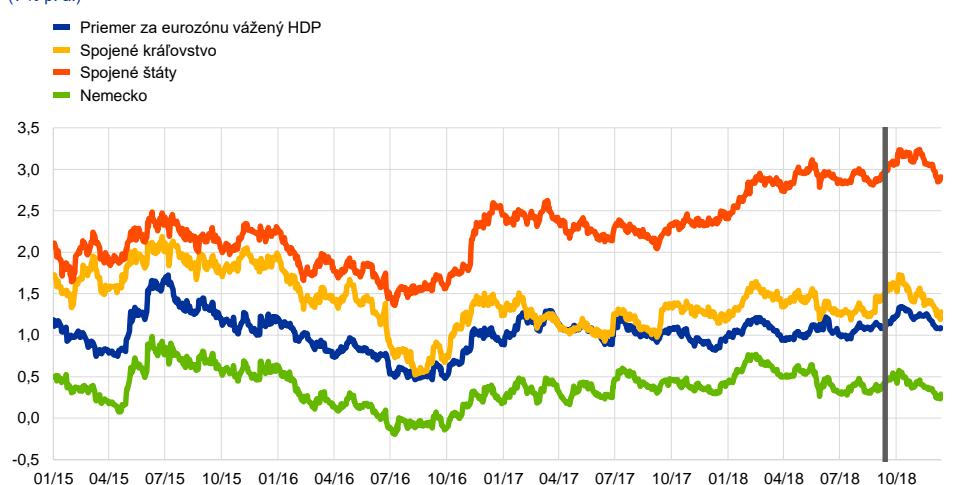
### Dlhodobé výnosy v eurozóne a Spojených štátoch zaznamenali pokles.

V sledovanom období (od 13. septembra do 12. decembra 2018) sa desaťročné bezrizikové úrokové miery jednodňových indexových swapov (overnight index swap – OIS) v eurozóne celkovo znížili na 0,72 % (pokles o 4 bázické body) a výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP klesli na 1,09 % (pokles o 1 bázický bod). Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov sa znížili v Spojených štátoch o 6 bázických bodov na 2,91 % a v Spojenom kráľovstve o 22 bázických bodov na 1,28 % (graf 4). Pod vývoj v sledovanom období a celkový pokles svetových dlhodobých výnosov sa podpísala zvýšená geopolitická neistota a niekoľko zverejnených makroekonomických ukazovateľov, ktoré zaostali za očakávaniami.

**Graf 4**

Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov

(v % p. a.)



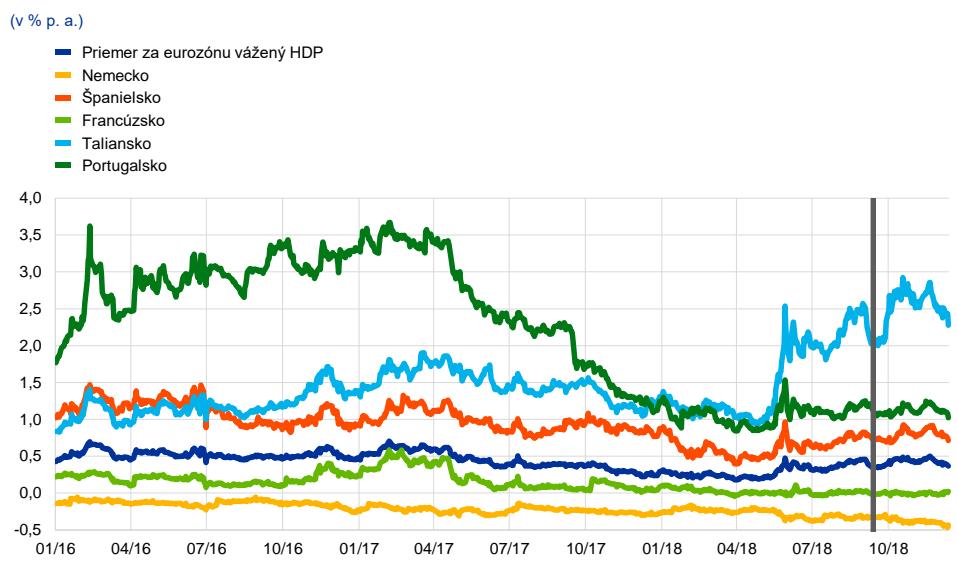
Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Poznámka. Denné údaje. Vertikálna šedá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (13. septembra 2018). Posledné údaje sú z 12. decembra 2018.

**Spready medzi výnosmi štátnych dlhopisov v eurozóne a bezrizikovými úrokovými mierami OIS sa naprieč určitej volatilitou v porovnaní so septembrom celkovo nezmenili.** Podmienky na trhu so štátnymi dlhopismi boli počas sledovaného obdobia relatívne stabilné s výnimkou Talianska, kde sa spready desaťročných dlhopisov v dôsledku pokračujúcej politickej neistoty zvýšili o 26 bázických bodov na 2,28 % (graf 5). Celkovo sa spready štátnych dlhopisov eurozóny od 13. septembra vo všeobecnosti nezmenili. Stabilné tak zostali aj výnosy desaťročných štátnych dlhopisov vážených HDP, ktoré k 5. decembru dosahovali 37 bázických bodov.

### Graf 5

#### Spready medzi výnosmi štátnych dlhopisov eurozóny a úrokovými mierami OIS



Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

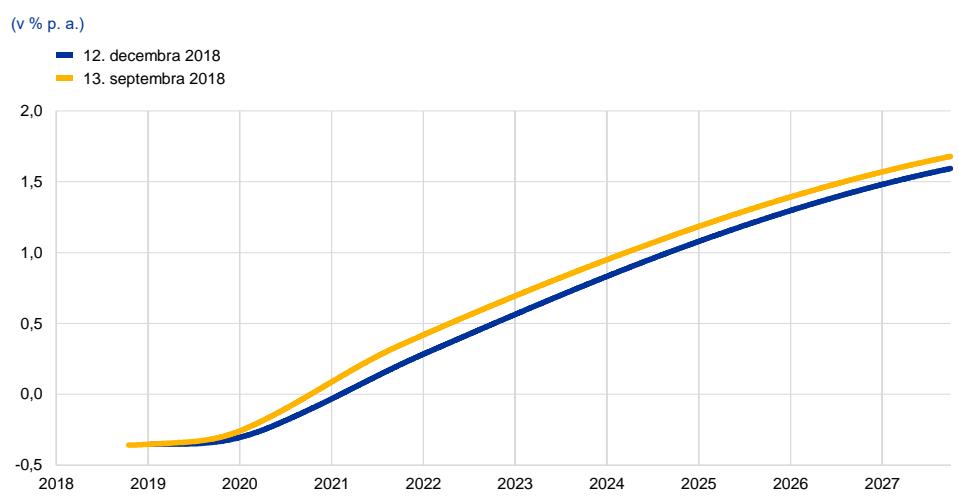
Poznámka: Tento spread sa počíta odpočítaním desaťročných úrokových mier OIS od výnosov štátnych dlhopisov. Vertikálna šedá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (13. septembra 2018). Posledné údaje sú z 12. decembra 2018.

**Sadzba EONIA (euro overnight index average) dosahovala počas sledovaného obdobia v priemere -36 bázických bodov.** Nadbytočná likvidita sa mierne znížila asi o 13 mld. € na približne 1 891 mld. €. Pokles nadbytočnej likvidity spôsobil nárast čistých autonómnych faktorov, splácanie prvej série cielených dlhodobejších refinančných operácií (TLTRO-I) a predčasné čiastočné splácanie prostriedkov požičaných v rámci druhej súrie (TLTRO-II). Zniženie nadbytočnej likvidity však čiastočne vykompenzovali pokračujúce nákupy v rámci programu nákupu aktív Eurosystému. Vývoj podmienok v oblasti likvidity je podrobnejšie opísaný v boxe 2.

**Krivka forwardových sadzieb EONIA sa počas sledovaného obdobia mierne posunula smerom nadol.** Krivka zostáva pod nulou pre horizonty do roku 2021, čo je odrazom očakávaní dlhšieho obdobia záporných úrokových sadzieb účastníkmi trhu (graf 6).

## Graf 6

### Forwardové sadzby EONIA



Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

**Široké indexy cien akcií v eurozóne zaznamenali v dôsledku rastúcej geopolitickej neistoty a čiastočného prenosu volatility z amerických trhov pokles.** Ceny akcií báň a nefinančných korporácií eurozóny sa v sledovanom období znížili o približne 13, resp. 9 % (graf 7). Poklesy podobného rozsahu boli zaznamenané aj v Spojených štátach. K zníženiu cien akcií v eurozóne čiastočne prispela korekcia vyhliadok podnikových ziskov spôsobená vnímaným zhoršením makroekonomickej výhľadu. Celkovo však vyhliadky ziskov v prípade podnikov eurozóny zotravajú na nadpriemernej úrovni a priaznivo vplývajú na vývoj cien akcií. V dôsledku pokračujúcej napätej situácie na trhoch so štátnymi dlhopismi, geopolitickej neistoty a nepriaznivého vplyvu volatility na akciových trhoch v Spojených štátach sa v sledovanom období zvýšila miera volatility na akciových trhoch v eurozóne.

## Graf 7

### Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátov

(index: 1. január 2015 = 100)

- Banky eurozóny
- Nefinančné korporácie eurozóny
- Banky Spojených štátov
- Nefinančné korporácie Spojených štátov



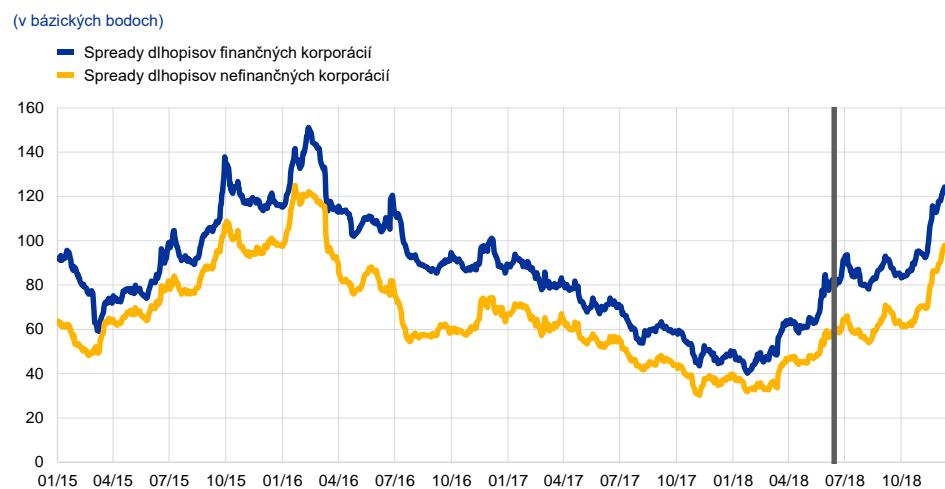
Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: Vertikálna šedá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (13. septembra 2018). Posledné údaje sú z 12. decembra 2018.

**Spready dlhopisov vydaných nefinančnými korporáciami sa v sledovanom období zvýšili.** Od septembra sa spready medzi dlhopismi nefinančných korporácií investičného stupňa a bezrizikovými úrokovými mierami zvýšili približne o 30 bázických bodov na 96 bázických bodov (graf 8). Rástli aj výnosy dlhopisov finančného sektora, čo spôsobilo rozšírenie spreadu na približne 35 bázických bodov. Odhady založené na modeloch však naznačujú, že skôr než vyššiu pravdepodobnosť zlyhania uvedený nárast najpravdepodobnejšie odráža vplyv prečenovania rizík. Celkovo spready podnikových dlhopisov zostali pod úrovňami zaznamenanými v marci 2016, pred oznamením a následným spustením programu nákupu cenných papierov podnikového sektora.

## Graf 8

### Spready podnikových dlhopisov eurozóny



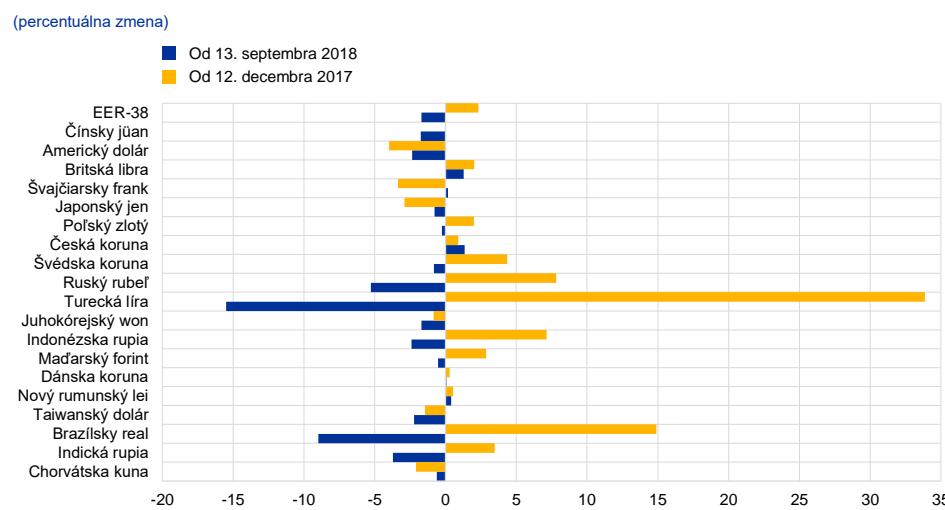
Zdroje: Indexy iBoxx a výpočty ECB.

Poznámka: Vertikálna šedá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (13. septembra 2018). Posledné údaje sú z 12. decembra 2018.

**Na devízových trhoch euro vážené zahraničným obchodom vo všeobecnosti oslabilo (graf 9).** Nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 38 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny sa v sledovanom období oslabil o 1,7 %. V bilaterálnom vyjadrení sa euro znehodnotilo voči väčšine mien. Oslabilo sa najmä voči americkému doláru (o 2,4 %), čiastočne v dôsledku očakávaní budúceho nastavenia menovej politiky Fedu a ECB. Euro sa celkovo oslabilo aj voči menám väčšiny rozvíjajúcich sa ekonomík vrátane čínskeho jüanu (o 1,7 %), no najmä tureckej líry (o 15,5 %), brazílskeho realu (o 9,0 %) a ruského rubľa (o 5,3 %), ktoré tým pokračovali v postupnom zmazávaní predchádzajúcich strát.

## Graf 9

### Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám



Zdroj: ECB.

Poznámka: EER-38 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 38 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny. Všetky zmeny sú vypočítané voči výmenným kurzom z 12. decembra 2018.

### 3

## Hospodárska aktivita

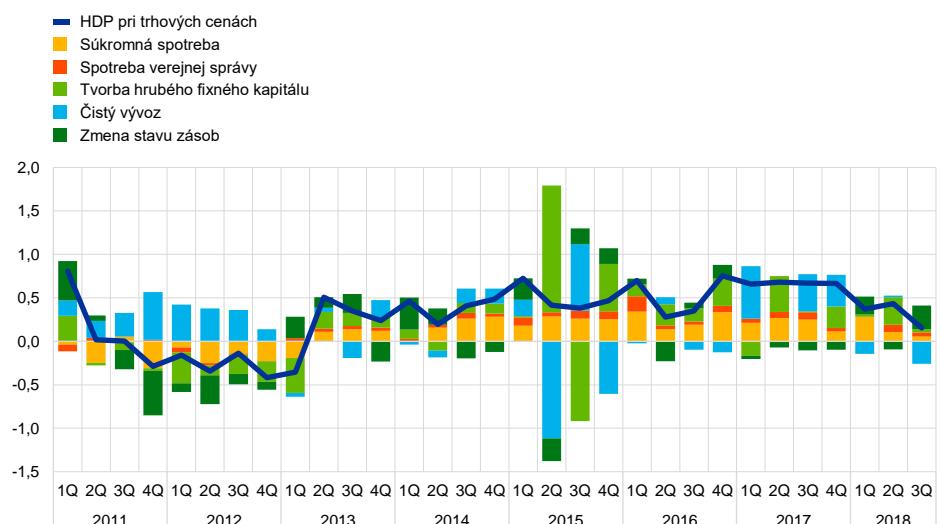
Rast reálneho HDP eurozóny sa v treťom štvrtroku 2018 ďalej spomaľoval medzištvrtročne na 0,2 % najmä v dôsledku vývoja v určitých sektورoch. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, prichádzajúce informácie sú celkovo v súlade so súčasnou hospodárskou expanziou avšak so stúpajúcim rizikom pomalšieho rastu. Rast reálneho HDP eurozóny podporuje najmä rast súkromnej spotreby a investícií. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z decembra 2018 sa v eurozóne v roku 2019 predpokladá ročný rast reálneho HDP o 1,7 %, v roku 2020 by mal dosiahnuť 1,7 % a v roku 2021 by to malo byť 1,5 %. V porovnaní s projekciami zo septembra 2018 bol výhľad rastu reálneho HDP na roky 2018 a 2019 upravený mierne nadol hlavne vzhľadom na menej priaznivý vývoj v treťom štvrtroku 2018, z ktorého vyplýva nepriaznivejší efekt pre rok 2019.

**V treťom štvrtroku 2018 sa rast v eurozóne spomaľoval najmä v dôsledku vývoja v určitých sektورoch, napriek mierнемu zníženiu v niekoľkých krajinách eurozóny však zostal celkovo odolný.** Reálny HDP sa v treťom štvrtroku tohto roka zvýšil medzištvrtročne o 0,2 %, pričom v predchádzajúcich dvoch štvrtrokoch vzrástol o 0,4 % (graf 10). Spomalenie v treťom štvrtroku pravdepodobne súviselo najmä s dočasnými problémami vo výrobe osobných automobilov (hlavne v Nemecku). Podrobnejší rozbor spomalenia rastu v roku 2018 sa nachádza v boxe 3. Domáci dopyt zaznamenal aj v treťom štvrtroku 2018 kladný príspevok k rastu, ktorý však bol o niečo nižší ako v predchádzajúcich štvrtrokoch. Kladný príspevok k rastu zaznamenali aj zmeny stavu zásob, zatiaľ čo príspevok čistého obchodu bol záporný. Hospodársku aktivitu vo výrobe podporil v treťom štvrtroku hlavne mohutný rast v sektorech služieb a stavebníctva, zatiaľ čo pridaná hodnota v priemysle (bez stavebníctva) sa o niečo znížila.

### Graf 10

#### Rast reálneho HDP eurozóny a jeho zložky

(medzištvrtročná percentuálna zmena a medzištvrtročný príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Posledné údaje sú za tretí štvrtrok 2018.

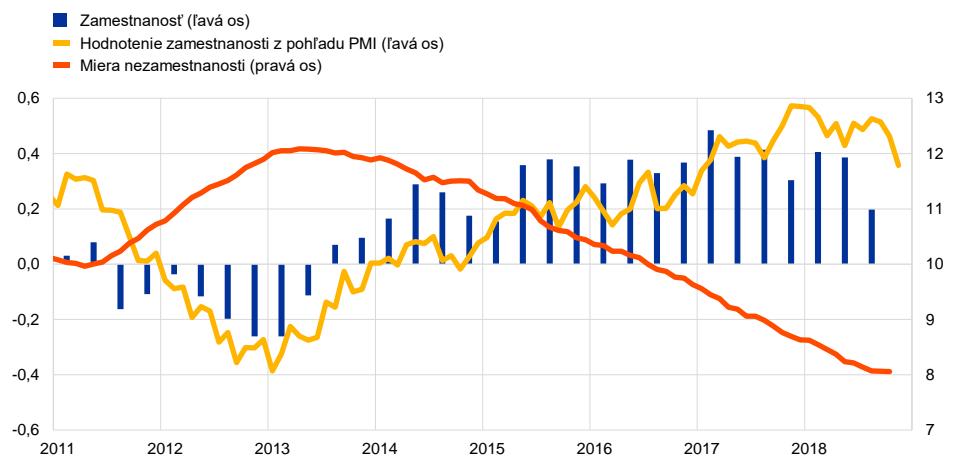
**Zamestnanosť rásťla aj v treťom štvrtroku tohto roka a medzištvrtročne sa zvýšila o 0,2 % (graf 11).** V súčasnosti je úroveň zamestnanosti o 2,6 % nad najvyššou hodnotou spred krízy, ktorá sa zaznamenala v prvom štvrtroku 2008. Zamestnanosť stúpla vo väčšine krajín eurozóny a vo všetkých sektورoch. Vrátane posledného nárastu sa zamestnanosť v eurozóne od rekordne nízkej úrovne v druhom štvrtroku 2013 kumulatívne zvýšila o 9,6 milióna osôb. Toto zvýšenie má podobnú magnitúdu, aká sa zaznamenala v piatich rokoch pred krízou, jej zložky sa však líšia, hlavne pokiaľ ide o príspevky podľa vekových skupín (box 4). Pokračujúci rast zamestnanosti v spojení s poklesom rastu HDP v roku 2018 sa pretavil do pomalšieho rastu produktivity po jej miernom náraste v roku 2017.

**Krátkodobé ukazovatele trhu práce sú v poslednom čase nižšie, stále však poukazujú na pokračujúci rast zamestnanosti vo štvrtom štvrtroku 2018.** Miera nezamestnanosti eurozóny sa od tretieho štvrtroka 2018 nezmenila a v októbri dosiahla úroveň 8,1 %, takže zostáva na najnižšej úrovni zaznamenanej od novembra 2008. Napriek miernemu ústupu z veľmi vysokých úrovní ukazovatele z prieskumov naznačujú pokračovanie rastu zamestnanosti aj vo štvrtom štvrtroku 2018. Hoci sa ukazovatele nedostatku pracovných síl v niektorých sektورoch a krajinách mierne znížili, naďalej zostávajú na historicky veľmi vysokých úrovniach.

### Graf 11

Zamestnanosť, hodnotenie zamestnanosti z pohľadu indexu PMI a nezamestnanosť v eurozóne

(medzištvrtročná percentuálna zmena; difúzny index; percentuálny podiel na pracovnej sile)



Zdroj: Eurostat, Markit a výpočty ECB.

Poznámka: Index nákupných manažérov (Purchasing Managers' Index – PMI) je vyjadrený ako odchýlka od 50 delené 10. Posledné údaje sú za tretí štvrtrok 2018 v prípade zamestnanosti, z novembra 2018 v prípade indexu PMI a z októbra 2018 v prípade miery nezamestnanosti.

**Súkromnú spotrebu napriek určitému krátkodobému oslabeniu ďalej ovplyvňuje rast zamestnanosti a priaznivejšie bilancie domácností.** Po výraznejšom raste v druhom štvrtroku sa súkromná spotreba v treťom štvrtroku 2018 zvýšila medzištvrtročne o 0,1 %. Maloobchodný predaj zaznamenal v treťom štvrtroku 2018 nulový rast. Registrácie nových osobných automobilov boli v októbri viac ako 16 % pod úrovňou zaznamenanou v treťom štvrtroku. V súčasnosti sa však tieto údaje ďažko interpretujú vzhľadom na dočasné problémy vo výrobe a predaji osobných automobilov. Ceny ropy sú stále ďaleko pod najvyššími hodnotami zaznamenanými

v roku 2012, v poslednom období však kolíšu, čo vyvoláva rastúcu neistotu ohľadne kúpnej sily domácností. Z dlhodobejšej perspektívy rastúce pracovné príjmy ďalej podporujú stabilnú základnú dynamiku spotrebiteľských výdavkov. Posilňovanie bilancí domácností zároveň zostáva dôležitou zložkou stabilného rastu spotreby, najmä preto, že bonita domácností je určujúcim faktorom ich prístupu k úverom.

**Súčasný hospodársky rast by mal byť naďalej podporovaný, aj keď pomalším tempom, oživením trhu s nehnuteľnosťami na bývanie.** Investície do nehnuteľností na bývanie sa v treťom štvrtroku 2018 zvýšili o 0,6 %, čo poukazuje na pokračujúce oživenie v mnohých krajinách eurozóny a v eurozóne ako celku. Najnovšie krátkodobé ukazovatele a výsledky prieskumov naznačujú kladné, aj keď klesajúce tempo rastu. Stavebná produkcia sa v segmente budov zvýšila v treťom štvrtroku 2018 medzištvrťročne o 0,8 %, čo je spomalenie v porovnaní s 0,9 % v druhom štvrtroku. Ukazovatele dôvery v stavebníctve Európskej komisie poukazujú v posledných mesiacoch na kladnú aj keď slabnúcu dynamiku vo štvrtom štvrtroku 2018. Index nákupných manažérov (PMI) pre aktivity v oblasti nehnuteľností na bývanie mal v období od septembra do novembra priemernú hodnotu 50,1. V novembri sa o niečo znížili aj ukazovatele dôvery z prieskumov Európskej komisie. Tak ukazovatele PMI, ako aj ukazovatele dôvery Európskej komisie však naďalej zostávajú zreteľne nad svojimi dlhodobými priemernými hodnotami.

**Po výraznom zvýšení v druhom štvrtroku (1,7 %) podnikateľské investície (ktoré sa odvodzujú od nestavebných investícii) vzrástli v treťom štvrtroku medzištvrťročne o 0,4 %.** Celé toto spomalenie bolo spôsobené výrazne pomalším štvrtročným rastom zložky stroje a zariadenia, ktorý klesol z 2,5 % v druhom štvrtroku 2018 na 0,5 % v treťom štvrtroku. Vysvetlilo sa to o niečo nižšou výkonnosťou vývozu vzhľadom na to, že táto zložka je veľmi obchodne náročná. Určité rozdiely sa zaznamenali aj vo vývoji jednotlivých krajín. Zatiaľ čo nestavebné investície medzištvrťročne rástli mohutným tempom vo Francúzsku (o 1,9 %) a v Španielsku (o 1,5 %), miernejšie rástli v Nemecku (o 0,6 %) a v Holandsku (o 0,3 %) a v Taliansku prudko klesli (medzištvrťročne o -2,3 %). Podnikateľské investície by mal napriek tomuto najnovšiemu vývoju ďalej podporovať odolný domáci dopyt, ziskovosť a priaznivé podmienky financovania v ďalšom období. K faktorom, ktoré predstavujú riziko pre hospodársky rast, však patrí neistota ohľadne obchodnej politiky a slabnúci globálny obchod.

**Po oživení v druhom štvrtroku sa v treťom štvrtroku 2018 celkový reálny vývoz eurozóny v medzištvrťročnom vyjadrení mierne znížil.** Tento pokles vývozu spôsobil vývoz tovarov (-0,2 %), zatiaľ čo vývoz služieb sa mierne zvýšil (0,2 %). Údaje o obchode s tovarmi ukazujú, že nízky vývoz tovarov bol primárne spôsobený vývoznými tokmi vnútri eurozóny. Rast vývozu mimo eurozóny stúpol, zostal však nízky, najmä vývoz do Spojeného kráľovstva, Číny a Turecka. Celkový reálny dovoz eurozóny stúpol v treťom štvrtroku 2018 medzištvrťročne o 0,6 %. Viedlo to k zápornému príspevku čistého obchodu na úrovni 0,3 percentuálneho bodu. Pokial' ide o ďalší vývoj, hlavné ukazovatele potvrdzujú nízku výkonnosť vývozu v blízkej budúcnosti, pričom výsledky prieskumov poukazujú na malé zníženie vývozu a reálne údaje založené na priemyselných objednávkach mimo eurozóny poukazujú na menej výrazné zhoršenie.

**Hoci sú najnovšie hospodárske ukazovatele a výsledky prieskumov o niečo slabšie ako sa predpokladalo, celkovo potvrdzujú súčasný celkový rast hospodárstva eurozóny.** Priemyselná výroba (bez stavebníctva) v októbri mierne vzrástla. Z jednotlivých sektorov a väčších krajín eurozóny však prichádzali rôzne signály. Ukazovateľ ekonomickej sentimentu (ESI) Európskej komisie v októbri klesal a v novembri zostal stabilný, je však výrazne nad dlhodobým priemerom. Kompozitný index PMI pre výrobu klesal v októbri aj novembri, zostal však na úrovniach, ktoré naznačujú pokračujúci rast.

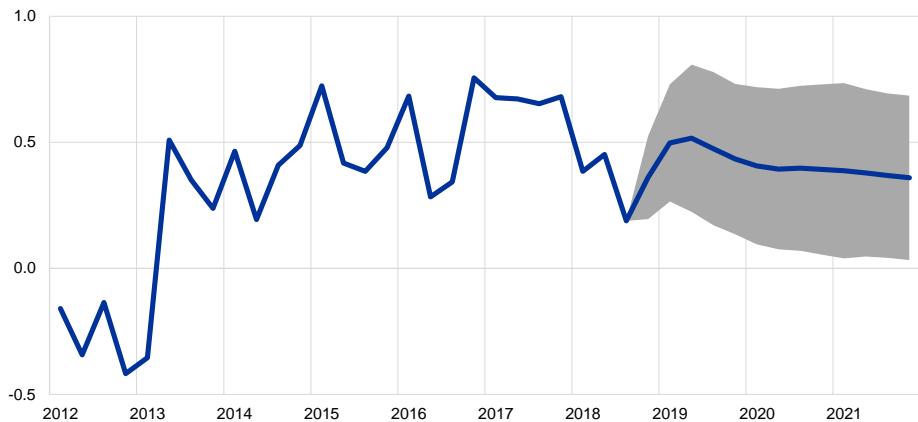
**Súčasná celková hospodárska expanzia by mala pokračovať.** Akomodačná menová politika ECB ďalej podporuje domáci dopyt. Súkromnú spotrebu by mal podporiť súčasný rast zamestnanosti a rastúce mzdy. Stabilný domáci dopyt, priaznivé podmienky financovania a lepšie bilancie zároveň podporujú podnikateľské investície. Investície do nehnuteľností na bývanie zostávajú silné.

**Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z decembra 2018 sa v eurozóne predpokladá v roku 2019 ročný rast reálneho HDP o 1,7 %, v roku 2020 o 1,7 % a v roku 2021 o 1,5 % (graf 12).** V porovnaní s projekciami zo septembra 2018 bol rast reálneho HDP na roky 2018 a 2019 upravený mierne nadol. Je to v dôsledku menej priaznivého vývoja v treťom štvrtroku 2018, z ktorého vyplýva nepriaznivejší efekt pre rok 2019. Nižšie ceny zásob a pomalší rast zahraničného dopytu spomalia aktivity v roku 2019 aj v roku 2020 pri súčasnom miernom zvýšení dlhodobých úrokových mier, tieto účinky by však mal celkovo vykompenzovať priaznivý vplyv nižších cien ropy, slabší efektívny výmenný kurz eura a dodatočné fiškálne uvoľňovanie. Riziká spojené s výhľadom hospodárskeho rastu v eurozóne možno i naďalej označiť za celkovo vyvážené. Bilancia rizík sa však posúva na stranu pomalšieho rastu, a to v dôsledku pretrvávania neistoty súvisiacej s geopolitickými faktormi, hrozou protekcionizmu, zraniteľnosťou rozvíjajúcich sa trhových ekonomík a volatilitou finančných trhov.

## Graf 12

### Reálny HDP eurozóny (vrátane projekcií)

(medzičtvrtročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok Makroekonomickej projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu – december 2018 uverejnený na internetovej stránke ECB 13. decembra 2018.

Poznámka: Intervaly okolo stredu projekcií sa určujú na základe rozdielu medzi skutočnými výsledkami a predchádzajúcimi projekciami za niekoľko rokov. Šírka intervalu je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty týchto rozdielov. Tento postup výpočtu intervalov, ktorý zahŕňa tiež úpravy v prípade výnimočných udalostí, je bližšie opísaný v dokumente *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, ECB, December 2009, ktorý je dostupný na internetovej stránke ECB.

## 4

## Ceny a náklady

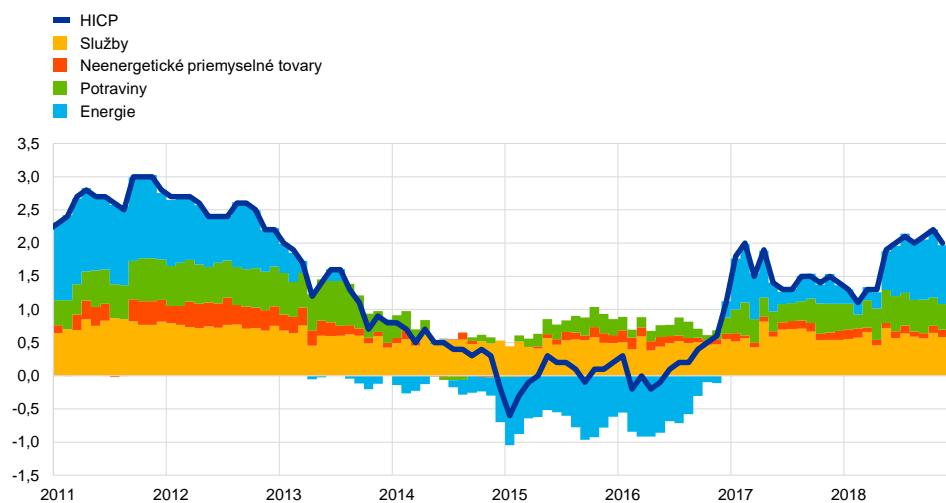
Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v eurozóne v novembri 2018 klesla z októbrových 2,2 % na 2,0 %. Zatiaľ čo ukazovatele základnej inflácie naďalej vykazovali horizontálny trend, vzhľadom na vysokú mieru využitia kapacít a prehľbovanie nedostatku pracovných síl dochádzalo k ďalšiemu stupňovaniu a rozširovaniu domácich cenových tlakov. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, v strednodobom horizonte sa očakáva postupný rast základnej inflácie, ku ktorému budú prispievať menovopolitické opatrenia ECB, pokračujúca hospodárska expanzia a zrýchlovanie mzdrového rastu. Toto hodnotenie sa v zásade odráža aj v makroekonomickej projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu z decembra 2018, podľa ktorých má ročná miera inflácie HICP dosiahnuť 1,6 % v roku 2019, 1,7 % v roku 2020 a 1,8 % v roku 2021 – hodnota na rok 2019 bola v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2018 upravená mierne nadol. Ročná inflácia HICP bez energií a potravín by mala podľa očakávaní dosiahnuť 1,4 % v roku 2019, 1,6 % v roku 2020 a 1,8 % v roku 2021.

**Celková inflácia sa v novembri znížila.** Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v eurozóne v novembri 2018 klesla z októbrových 2,2 % na 2,0 % (graf 13). Tento pokles bol odrazom nižších mier inflácie všetkých hlavných zložiek: energií, inflácie HICP bez energií a potravín (HICPX) i celkovej potravinovej zložky. Vzhľadom na doznievanie vplyvu predchádzajúcich vyšších cien ropy bude príspevok cien energií k hlavnej inflácii pravdepodobne ďalej výrazne klesať.

**Graf 13**

Príspevok jednotlivých zložiek k celkovej inflácii HICP v eurozóne

(ročná percentuálna zmena; príspevok v percentuálnych bodoch)



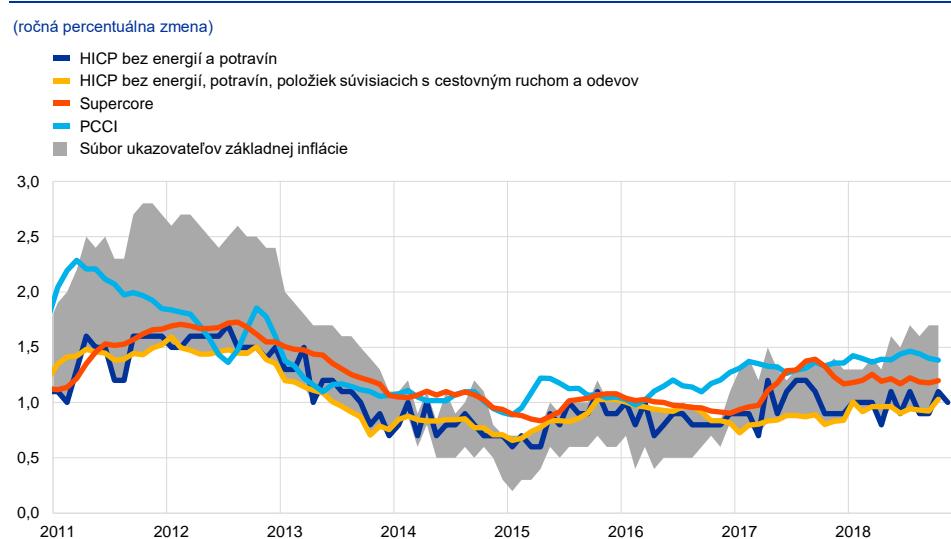
Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z novembra 2018 (rýchly odhad).

**Ukazovatele základnej inflácie po prekonaní predchádzajúcich nízkych hodnôt v poslednom období naďalej vykazujú horizontálny trend.** Inflácia HICP bez energií a potravín dosiahla v novembri 1,0 % (1,1 % v októbri). Naďalej sa tak pohybovala v blízkosti úrovne 1 %, na ktorú stúpla z minima zaznamenaného v polovici roka 2016. Pokles v novembri bol odrazom zníženia inflácie cien služieb

z 1,5 % na 1,3 %, zatiaľ čo inflácia cien neenergetických priemyselných tovarov zostala nezmenená na úrovni 0,4 %. Na pokračovanie celkovo horizontálneho trendu v posledných mesiacoch vo všeobecnosti poukazujú aj ďalšie ukazovatele základnej inflácie vrátane ukazovateľov Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) a Supercore,<sup>1</sup> ktoré sú k dispozícii za obdobie do októbra (graf 14). Čo sa týka budúceho vývoja, ukazovatele základnej inflácie by sa mali podľa očakávaní postupne zvyšovať, a to vďaka kombinácii ďalšieho zrýchľovania rastu kompenzácií na zamestnanca a výstupných cien a oneskorených nepriamych účinkov predchádzajúcich vyšších cien ropy.

**Graf 14**  
Ukazovatele základnej inflácie



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: V prípade inflácie HICP bez energií a potravín sú posledné údaje z novembra 2018 (rýchly odhad) a v prípade všetkých ostatných ukazovateľov z októbra 2018. Súbor ukazovateľov základnej inflácie zahŕňa: HICP bez energií, HICP bez energií a nespracovaných potravín, HICP bez energií a potravín, HICP bez energií, potravín, položiek súvisiacich s cestovným ruchom a odevov, orezaný priemer (10 %), orezaný priemer (30 %) a väžený medián HICP.

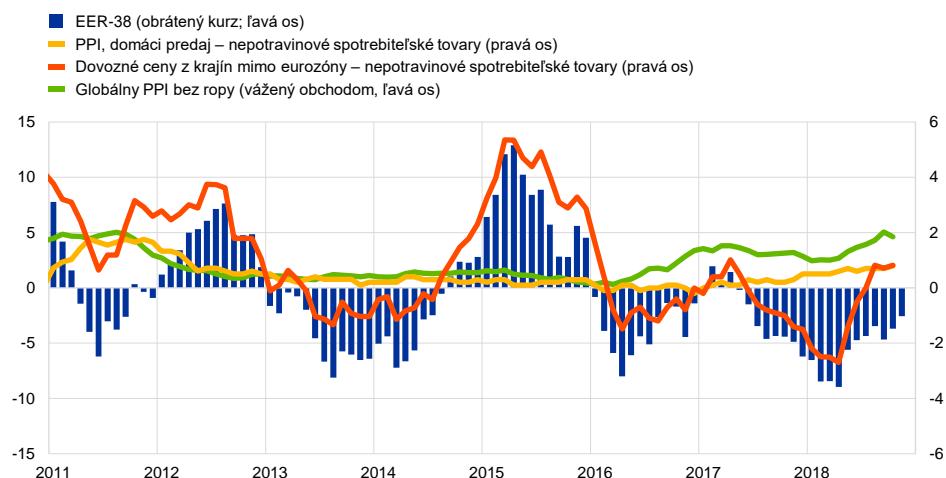
**Cenové tlaky v neskorších fázach ponukového reťazca v prípade HICP neenergetických priemyselných tovarov boli prevažne nezmenené.** Z aktuálnych údajov za veľmi skoré fázy cenového reťazca vyplývali zmiešané signály: ročná miera zmeny cien ropy v eurách zaznamenala mierny pokles v októbri a následne výrazný pokles v novembri. Inflácia svetových cien výrobcov neenergetických tovarov naopak dosiahla v októbri 4,6 %, čo je podstatný nárast oproti historickému priemeru okolo 2,5 % zo začiatku tohto roka. Pokiaľ ide o infláciu dovozných cien nepotravinových spotrebiteľských tovarov a polotovarov, v posledných mesiacoch sa sice stabilizovala na úrovni približne 0,8 %, no naďalej výrazne prekračuje minimá zaznamenané v skoršej časti roka (graf 15). Inflácia cien domáčich výrobcov nepotravinových spotrebiteľských tovarov sa v októbri mierne zvýšila na 0,8 % (z 0,7 % v predchádzajúcich troch mesiacoch) a prekročila tak svoj dlhodobý priemer 0,6 %. Celkovo zostali cenové tlaky v neskorších fázach dodávateľského reťazca zhruba nezmenené.

<sup>1</sup> Ďalšie informácie o týchto ukazovateľoch sú v boxoch 2 a 3 v článku [Measures of underlying inflation for the euro area](#), Ekonomický bulletin ECB, č. 4/2018 (len v anglickej verzii).

### Graf 15

#### Ceny výrobcov a dovozné ceny

(ročná percentuálna zmena; príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

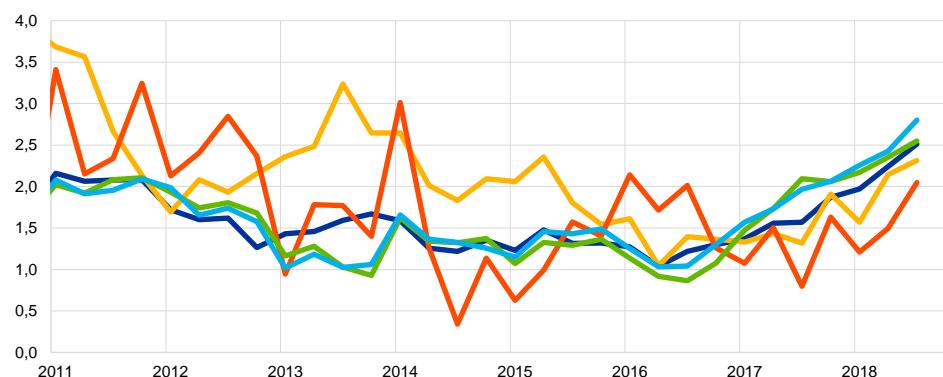
Poznámka: V prípade kurzu EER-38 sú posledné údaje z novembra 2018 a v prípade ostatných položiek z októbra 2018. EER-38 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 38 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny. Index PPI vyjadruje mesačný vývoj výstupných predajných cien.

**Aktuálny vývoj mzdového rastu poukazuje na pokračovanie rastúceho trendu a potvrdzuje postupné zvyšovanie domácich nákladových tlakov.** Ročný rast kompenzácií na zamestnanca sa v treťom štvrtroku 2018 zrýchliл na 2,5 % (2,2 % v druhom štvrtroku 2018). Rast kompenzácií na zamestnanca je dnes značne rýchlejší než v prvej polovici roka 2016. Tento vývoj je v súlade s rastúcim nedostatkom pracovných síl. Zároveň naďalej ustupujú faktory, ktoré mzdový rast tlmiли, ako napríklad nízka úroveň inflácie v minulosti a pretrvávajúce účinky reforiem trhu práce zavedených v niektorých krajinách počas krízy. Zatiaľ čo na začiatku k zrýchľovaniu rastu kompenzácií na zamestnanca prispieval najmä mzdový posun, v posledných štvrtrokoch sa na dynamike rastu podieľalo najmä zrýchľovanie ročného rastu dojednaných miezd (box 5 Aktuálny vývoj mzdového posunu v eurozóne v tomto vydaní Ekonomického bulletinu). Vzhľadom na súbežne prebiehajúce rozširovanie mzdového rastu do jednotlivých sektorov (graf 16) sa tak zvyšuje dôvera vo výhľad mzdového rastu.

**Graf 16****Rast kompenzácií na zamestnanca podľa hlavných sektorov**

(ročná percentuálna zmena)

- Spolu
- Priemysel (bez stavebnictva)
- Stavebnictvo
- Trhové služby
- Netrhnové služby



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za tretí štvrtrok 2018. Položka „netrhnové služby“ zahŕňa aktivity vlády a súkromných neziskových inštitúcií v oblastiach ako verejná správa, vzdelávanie a zdravotníctvo (klasifikácia NACE Revision 2, časti O až Q). Položka „trhové služby“ tak predstavuje zvyšnú časť celkových služieb (klasifikácia NACE Revision 2, časti G až N a R až U).

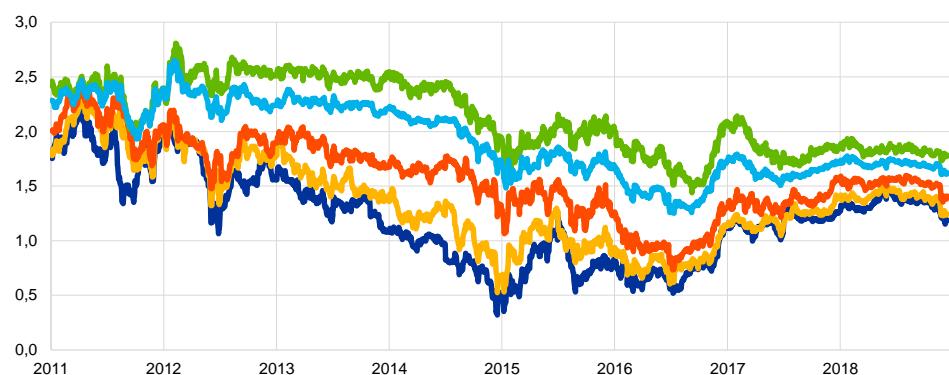
**Trhové ukazovatele dlhodobejších inflačných očakávaní mierne klesli, zatiaľ čo ukazovatele odvodené z výsledkov prieskumov zostali stabilné.** Päťročná forwardová sadzba inflačných swapov o päť rokov bola 6. decembra 2018 na úrovni 1,62 %, čo je o približne 7 bázických bodov menej ako v polovici septembra (graf 17). Z forwardového profilu trhových ukazovateľov inflačných očakávaní naďalej vyplýva dlhšie obdobie nízkej inflácie a postupný návrat inflácie na úroveň nižšiu, ale blízku 2 %. Rizikovo neutrálna pravdepodobnosť zápornej priemernej inflácie počas nasledujúcich piatich rokov vyplývajúca z trhov s inflačnými opciami je zanedbateľná, z čoho vyplýva, že trhy riziko deflácie v súčasnosti považujú za veľmi nízke. Podľa výsledkov prieskumu ECB Survey of Professional Forecasters za posledný štvrtrok 2018 dlhodobejšie inflačné očakávania zostali stabilné na úrovni 1,9 %.

## Graf 17

### Trhové ukazovatele inflačných očakávaní

(ročná percentuálna zmena)

- Jednoročná miera o jeden rok
- Jednoročná miera o dva roky
- Jednoročná miera o štyri roky
- Jednoročná miera o deväť rokov
- Päťročná miera o päť rokov



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 12. decembra 2018.

#### **Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z decembra 2018 sa má základná inflácia počas sledovaného obdobia postupne zvyšovať.**

Na základe informácií dostupných v polovici novembra by mala celková inflácia HICP podľa týchto projekcií dosiahnuť v priemere 1,6 % v roku 2019, 1,7 % v roku 2020 a 1,8 % v roku 2021. Na rok 2019 bola projektovaná hodnota v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2018 upravená nadol o 0,1 percentuálneho bodu (graf 18). Tento vývoj je odrazom prudkého poklesu inflácie energetickej zložky HICP z momentálne vysokej úrovne v priebehu roka 2019 v dôsledku doznievania vplyvu predchádzajúceho výrazného rastu cien ropy, zatiaľ čo inflácia HICP bez energií a potravín by mala podľa projekcií vzhľadom na predpokladané rozširovanie kladnej produkčnej medzery a sprísňovanie podmienok na trhu práce rásť. Inflácia HICP bez energií a potravín by sa mala podľa očakávaní zvýšiť z 1,4 % v roku 2019 na 1,6 % v roku 2020 a na 1,8 % v roku 2021.

**Graf 18**  
Inflácia HICP eurozóny (vrátane projekcií)



Zdroj: Eurostat a článok Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu – december 2018 zverejnený 20. decembra 2018 na internetovej stránke ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za tretí štvrtrok 2018 (skutočné údaje) a štvrtý štvrtrok 2021 (projekcie). 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 spomenutých 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](#) z decembra 2009, ktorý je k dispozícii na internetovej stránke ECB.

## 5

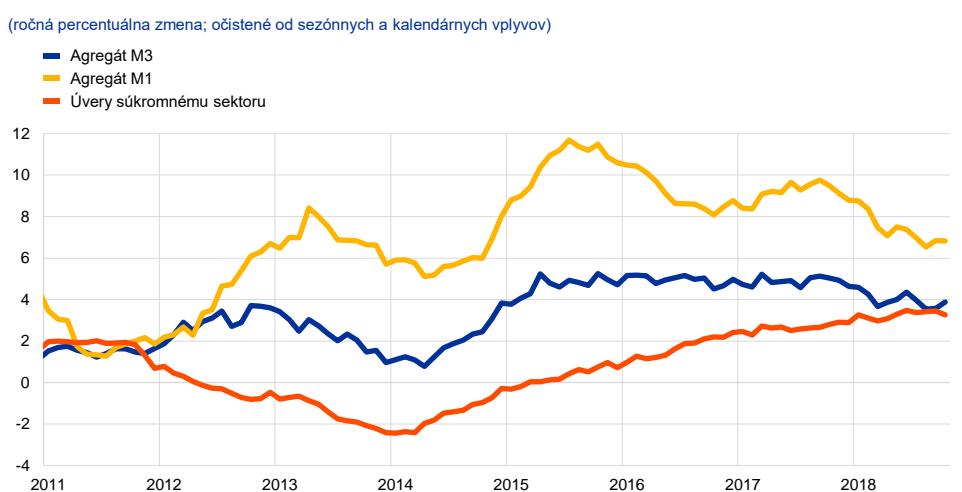
## Peňažná zásoba a pohľadávky

V októbri 2018 sa rast peňažnej zásoby zvýšil v prostredí pokračujúcich presunov smerom k trvalejšie udržateľným zdrojom peňazí, keď sa čisté mesačné nákupy aktív v rámci programu nákupu aktív znížili. Poskytovanie úverov súkromnému sektoru nadálej rásťlo a nadálej hlavnou mierou prispievalo k rastu peňažnej zásoby, ale vykazovalo určité znaky spomalenia, najmä v prípade úverov nefinančným korporáciám. Podmienky financovania báň a poskytovania úverov zostali zároveň veľmi priaznivé. Okrem toho sa v treťom štvrtroku 2018 čisté vydávanie dlhových cenných papierov nefinančnými korporáciami výrazne zvýšilo, pričom profitovalo z podmienok na trhu dlhopisov, ktoré boli stále relatívne priaznivé.

**Rast peňažnej zásoby sa v októbri zvýšil, ale zostal pod úrovňami, ktoré dosahoval koncom roka 2017.** Ročná miera rastu agregátu M3 sa v októbri 2018 zvýšila na 3,9 % z 3,5 % v septembri (graf 19). Tento vývoj je čiastočne odrazom značných mesačných tokov a určitého bázického efektu. Od konca roku 2017 sa rast agregátu M3 spomalil, keďže pokles objemu čistých nákupov aktív (z 80 mld. € na 60 mld. € v januári 2018, a potom na 15 mld. € v októbri 2018) mal za následok menší kladný vplyv programu nákupu aktív na rast agregátu M3.<sup>2</sup> Ročná miera rastu agregátu M1, ktorá zahŕňa najlikvidnejšie komponenty agregátu M3, nadálej výraznou mierou prispievala k rastu peňažnej zásoby, pričom v októbri zostala stabilná na úrovni 6,8 %. K rastu peňažnej zásoby zároveň nadálej prispieval udržateľný hospodársky rast a nízke oportunitné náklady na držbu najlikvidnejších nástrojov v prostredí veľmi nízkych úrokových sadzieb.

**Graf 19**

Agregáty M3 a M1 a úvery súkromnému sektoru



Zdroj: ECB.

Poznámka: Úvery sú upravené o predaj úverov, sekuritizáciu a účelové vytváranie spoločných peňažných fondov. Posledné údaje sú za október 2018.

**K rastu agregátu M3 nadálej hlavnou mierou prispievali jednodňové vklady.** Ročná miera rastu jednodňových vkladov zostala v októbri na úrovni 7,3 %, čo je

<sup>2</sup> Podrobnejšie informácie sú v článku [The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures](#), *Economic bulletin*, Issue 7, ECB, 2015.

odrazom neustáleho rastu jednodňových vkladov domácností, zatiaľ čo ročná miera jednodňových vkladov v držbe nefinančných korporácií sa spomalila. Objem peňazí v obchu sa neustále zvyšoval, teda nič nenasvedčuje tomu, že by dochádzalo k rozsiahlemu nahrádzaniu vkladov hotovosťou v prostredí veľmi nízkych alebo záporných úrokových mier. Objem krátkodobých vkladov iných ako jednodňových (t. j. M2 minus M1) mal v naďalej záporný vplyv na agregát M3, avšak spread medzi úrokovými sadzbami krátkodobých termínovaných vkladov a jednodňových vkladov sa od konca roka 2017 stabilizoval. Obchodovateľné nástroje (t. j. M3 minus M2), ktoré tvoria malú zložku agregátu M3, mali tiež záporný vplyv na rast agregátu M3, vzhladom na súčasné nízke úročenie týchto nástrojov.

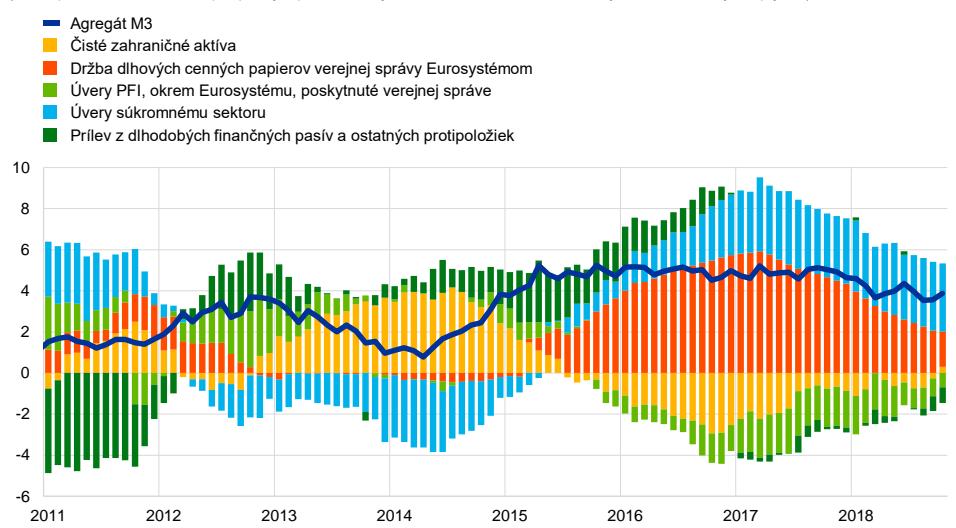
### K rastu peňažnej zásoby nadálej najväčšou mierou prispievali úvery

**súkromnému sektoru (graf 20).** Z pohľadu protipoložiek, kladný príspevok cenných papierov verejnej správy v držbe Eurosystému k rastu aggregátu M3 ďalej klesal (červená časť grafu 20) v kontexte vyššie uvedeného poklesu čistých mesačných nákupov v rámci programu nákupu aktív. To bolo vo veľkej miere tlmené miernym nárastom príspevku úverov súkromnému sektoru od konca roka 2017 (modrá časť grafu 20). To ukazuje pokračujúce presuny smerom k trvalejšie udržateľným zdrojom tvorby peňazí, pričom úvery súkromnému sektoru poskytované Eurosystémom prevýšili nákupy dlhových cenných papierov verejnej správy Eurosystémom, čím najväčšou mierou prispeli k rastu aggregátu M3 v októbri. Predaj štátnych dlhopisov peňažných finančných inštitúcií (PFI) eurozóny (bez Eurosystému) naopak tlmi rast aggregátu M3 (svetlozelené časť grafu 20). Napokon, po prvýkrát od júna 2015 sa príspevok čistých zahraničných aktív (žlté časť grafu 20), ktorý okrem iného odráža uprednostňovanie aktív eurozóny investormi, dostal v októbri do kladných hodnôt.

### Graf 20

#### Agregát M3 a jeho zložky

(ročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch; očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Úvery súkromnému sektoru zahŕňajú úvery PFI súkromnému sektoru a dlhé cenné papiere vydané súkromným sektorem nepeňažných finančných inštitúcií eurozóny v držbe PFI. Ako také zahŕňajú aj nákupy dlhových cenných papierov nepeňažných finančných inštitúcií Eurosystémom v rámci programu nákupu cenných papierov podnikového sektora. Posledné údaje sú za október 2018.

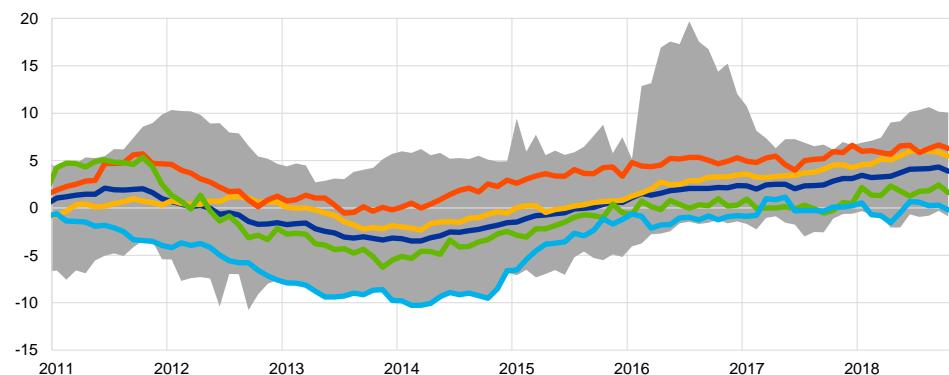
**Zotavovanie rastu úverov súkromnému sektoru, ktoré sa pozorovalo od začiatku roka 2014, sa v októbri zastavilo.** Ročná miera rastu úverov PFI súkromnému sektoru (upravená o predaj úverov, sekuritizáciu a účelové vytváranie spoločných peňažných fondov) mierne v októbri poklesla na 3,3 % v porovnaní s 3,4 % v septembri (graf 19). Zo sektorového hľadiska sa ročná miera rastu vkladov nefinančným korporáciám v októbri spomaliла na 3,9 % zo septembrových 4,3 %. Tento priebeh bol v súlade s typickým časovým posunom vývoja ekonomickej aktivity a naďalej sa medzi jednotlivými krajinami líšil (graf 21). Ročná miera rastu úverov domácnostiam zostala v októbri nezmenená na úrovni 3,2 % v prostredí značných rozdielov medzi krajinami (graf 22). K poskytovaniu úverov súkromnému sektoru prispievajú veľmi priaznivé finančné podmienky, výrazný rast podnikateľských investícii, zlepšenie na trhoch práce, zlepšenie podmienok na trhoch úverov na kúpu nehnuteľnosti na bývanie a rast investícii na bývanie i súkromnú spotrebu. Okrem toho banky dosiahli pokrok pri konsolidácii svojich bilancií, zlepšovaní ziskovosti a znižovaní úrovne nesplácaných úverov, aj keď úroveň týchto úverov zostáva v niektorých krajinách stále vysoká.

### Graf 21

#### Úvery PFI nefinančným korporáciám vo vybraných krajinách eurozóny

(ročná percentuálna zmena)

- Eurozóna
- Nemecko
- Francúzsko
- Taliansko
- Španielsko
- Rozdiel medzi krajinami



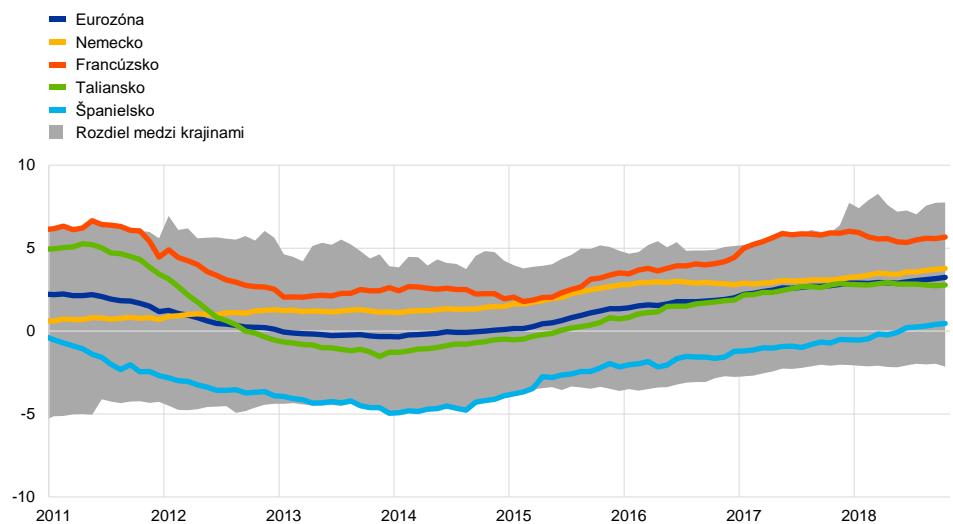
Zdroj: ECB.

Poznámka: Úvery sú upravené o predaj úverov, sekuritizáciu a účelové vytváranie spoločných peňažných fondov. Rozdiel medzi krajinami je vypočítaný ako minimum a maximum z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú za október 2018.

## Graf 22

### Úvery PFI domácnostiam vo vybraných krajinách eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Údaje upravené o predaj a sekuritizáciu úverov. Rozdiel medzi krajinami je vypočítaný ako minimum a maximum z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú za október 2018.

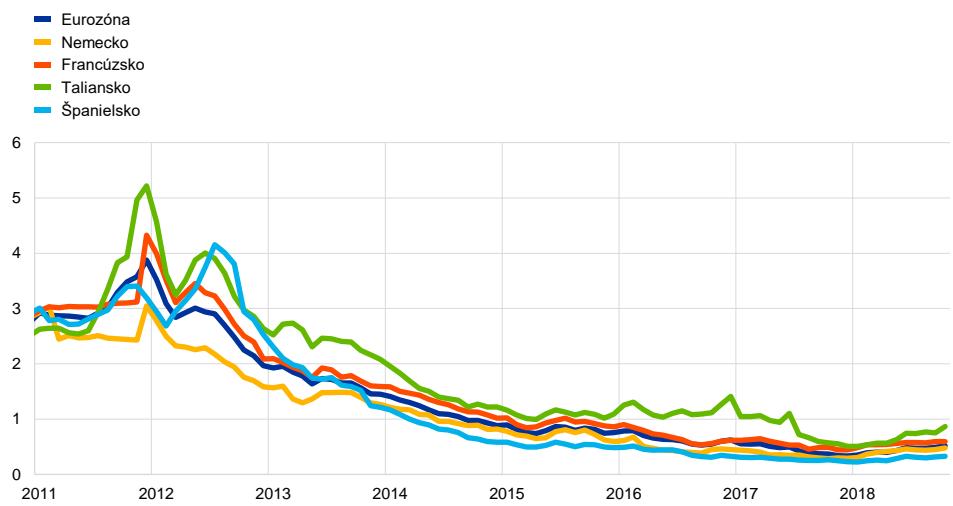
#### **Podmienky financovania báň sa čiastočne sprísnili, ale zostali priaznivé.**

V októbri sa zložené náklady na dlhové financovanie báň eurozóny mierne zvýšili a pokračovali tak vo vývoji, ktorý sa pozoruje od začiatku roka 2018 (graf 23). Tento vývoj odráža vyššie výnosy dlhopisov báň – s väčšou heterogénnosťou v rámci jednotlivých krajín – z dôvodu zvýšenej politickej neistoty. Náklady na financovanie vkladov zostali zároveň v zásade nezmenené. Vplyv nárastu nákladov na financovanie prostredníctvom vydávania dlhových cenných papierov na celkové zložené náklady na financovanie báň bol pomerne malý, v dôsledku obmedzeného podielu tohto typu financovania v štruktúrach financovania báň. Podmienky financovania báň preto zostali celkovo priaznivé, čo je odrazom akomodačného nastavenia menovej politiky ECB a zlepšovania bilancí báň.

### Graf 23

#### Zložené náklady báň na dlhové financovanie

(zložené náklady na vklady a nezabezpečené financovanie dluhu prostredníctvom trhu; v % p. a.)



Zdroje: ECB, Markit iBoxx a výpočty ECB.

Poznámka: Zložené náklady na vklady sa vypočítavajú ako priemer úrokových sadzieb nových obchodov tvorených dennými vkladmi, vkladmi s dohodnutou splatnosťou a vkladmi splatnými na požiadanie, ktoré sú vážené ich zodpovedajúcimi nesplatenými sumami. Posledné údaje sú za október 2018.

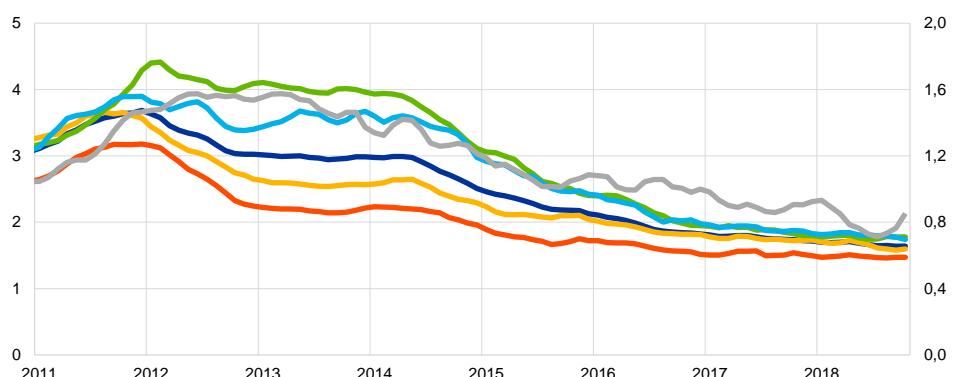
**Úrokové miery bankových úverov nefinančným korporáciám a domácnostiam zostali na úrovni blízkej historickým minimám.** Zložené úrokové miery bankových úverov nefinančným korporáciám (graf 24) zostali v októbri v podstate stabilné na úrovni 1,64 %, t. j. boli na úrovni blízkej historickému minimu 1,62 %, ktoré sa zaznamenalo v máji 2018. Zložené úrokové miery úverov domácnostiam (graf 25) zostali v podstate nezmenené na úrovni 1,80 %, t. j. len mierne nad historickým minimom 1,78 %, ktoré sa zaznamenalo v decembri 2016. V októbri 2018 sa spready medzi úrokovými sadzbami veľmi malých úverov (úverov do 0,25 mil. €) a veľkých úverov (úverov nad 1 mil. €, ktoré sú ekvivalentom úverov veľkým podnikom) ďalej zužovali. Od mája 2014 do októbra 2018 poklesli zložené úrokové miery úverov nefinančným korporáciám o približne 130 bázických bodov a domácnostiam o približne 110 bázických bodov. Tento pokles úrokových mier bankových úverov nefinančným korporáciám bol obzvlášť výrazný v krajinách eurozóny, ktoré najviac zasiahla finančná kríza. Od vyhlásenia opatrení ECB na uľahčenie prístupu k úverom v júni 2014 sa preto prenos impulzov menovej politiky celkovo obnovil a rozdiely medzi jednotlivými krajinami i medzi podnikmi rôznych veľkostí sa zmenšili.

## Graf 24

### Zložené úrokové miery úverov pre nefinančné korporácie

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

- Eurozóna
- Nemecko
- Francúzsko
- Taliansko
- Španielsko
- Štandardná odchýlka medzi krajinami (pravá os)



Zdroj: ECB.

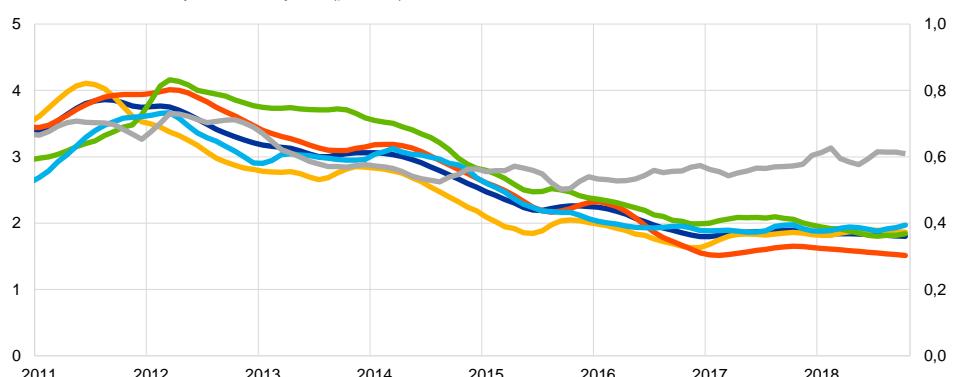
Poznámka: Ukazovateľ celkových nákladov na bankové úvery sa počíta agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb použitím 24 mesačných kľavých priemerov objemov nových obchodov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú za október 2018.

## Graf 25

### Zložené úrokové miery úverov na bývanie

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

- Eurozóna
- Nemecko
- Francúzsko
- Taliansko
- Španielsko
- Štandardná odchýlka medzi krajinami (pravá os)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Ukazovateľ celkových nákladov na bankové úvery sa počíta agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb použitím 24 mesačných kľavých priemerov objemov nových obchodov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú za október 2018.

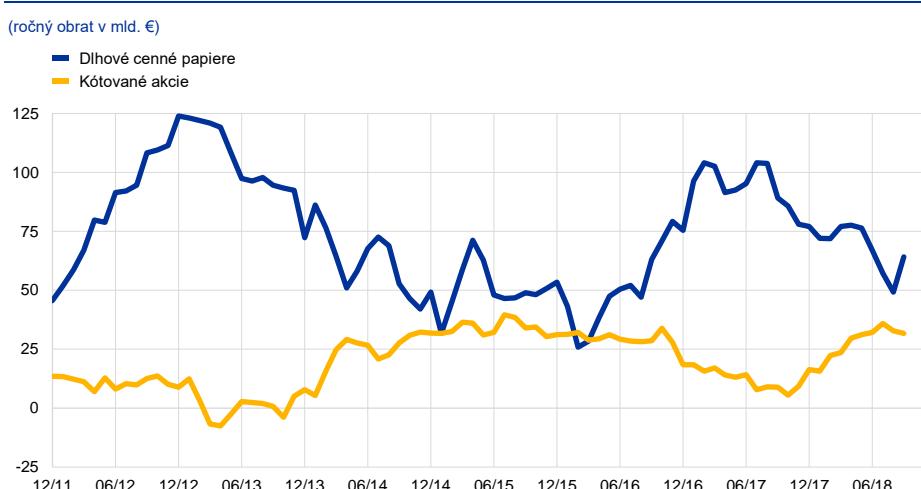
**Odhaduje sa, že celkový ročný tok financovania nefinančných korporácií eurozóny z vonkajších zdrojov sa v treťom štvrtroku 2018 ďalej zvyšoval.** Tento vývoj, ktorý sa týkal všetkých nástrojov, je odrazom pokračujúceho zlepšovania dynamiky poskytovania bankových úverov, k čomu okrem iného prispelo pokračujúce uvoľňovanie podmienok poskytovania úverov a pokles relatívnych nákladov na

poskytovanie bankových úverov. K oživeniu, ktoré sa pozoruje pri financovaní nefinančných korporácií z vonkajších zdrojov od začiatku roka 2014, celkovo prispel prenos priatých opatrení menovej politiky, zlepšovanie podmienok poskytovania úverov a požiadavky na financovanie súvisiace s väčším počtom fúzií a akvizícií. Vysoké nerozdelené zisky nefinančných korporácií zároveň znížili potrebu financovania z vonkajších zdrojov.

**V treťom štvrtroku 2018 sa čisté vydávanie dlhových cenných papierov nefinančnými korporáciami výrazne zvýšilo, keď profitovalo z podmienok na trhu dlhopisov, ktoré boli stále relatívne priaznivé.** Aktivita v oblasti vydávania cenných papierov sa v septembri zvýšila potom, ako bola v prvých dvoch mesiacoch tohto štvrtroka prakticky stabilná. Pokiaľ ide o ročné toky (graf 26), čisté vydávanie dlhových cenných papierov sa v septembri zotavilo z dvojročného minima, ktoré sa zaznamenalo v auguste, zatiaľ čo čisté vydávanie kótovaných akcií sa stabilizovalo blízko vysokých úrovni, ktoré sa zaznamenali v rokoch 2015 a 2016. Najnovšie mesačné údaje naznačujú, že čisté vydávanie dlhových cenných papierov nefinančnými spoločnosťami sa v októbri a novembri 2018 zmiernilo. Čisté vydávanie kótovaných akcií bolo v treťom štvrtroku 2018 mierne záporné, pravdepodobne v dôsledku zvýšenia nákladov na financovanie prostredníctvom akcií.

#### Graf 26

Čisté vydávanie dlhových cenných papierov a kótovaných akcií nefinančnými korporáciami eurozóny



Zdroj: ECB.

Poznámka: Mesačné údaje vypočítané na základe dvanásťmesačného klízavého obdobia. Posledné údaje sú za september 2018.

**Náklady na financovanie nefinančných korporácií sa mierne zvýšili a stabilizovali sa na úrovniach, ktoré sa zaznamenali na začiatku roka.** Celkové nominálne náklady na financovanie nefinančných korporácií z vonkajších zdrojov, ktoré tvoria bankové úvery, vydávanie dlhových cenných papierov na trhu a financovanie prostredníctvom akcií, dosiahli v októbri úroveň 4,7 %, t. j. boli len o niečo vyššie ako v septembri. Odhaduje sa, že v novembri zostali náklady na financovanie prakticky konštantné. Súčasné náklady na financovanie z externých zdrojov presiahli historické minimum z augusta 2016 len o približne 48 bázických bodov, a preto sú stále značne nižšie ako úroveň, ktorá sa zaznamenala v polovici

roka 2014, keď trh začal očakávať zavedenie programu nákupu cenných papierov verejného sektora.

## 6

## Fiškálny vývoj

*Deficit verejných financí eurozóny sa podľa projekcií v roku 2018 výrazne znížil, budúci rok by však mal o niečo vzrásť. Pokles v roku 2018 odrážal najmä priaznivé cyklické podmienky a klesajúce úrokové platby. Očakáva sa, že agregovaná fiškálna pozícia eurozóny bude v roku 2018 celkovo neutrálna, v rokoch 2019 a 2020 bude voľnejšia a v roku 2021 bude opäť neutrálna. V uvedenom vývoji agregovanej fiškálnej pozície eurozóny sa však skrývajú výrazné rozdiely medzi jednotlivými krajinami. Napríklad veľké neplánované príjmy v niekoľkých štátach v roku 2018 v súhrne vykompenzovali procyklické fiškálne uvoľnenie v zraniteľných krajinách. Najmä v krajinách s vysokou úrovňou dlhu by bolo prospešné zamerať ďalšie konsolidačné úsilie na stabilné zníženie verejného dlhu.*

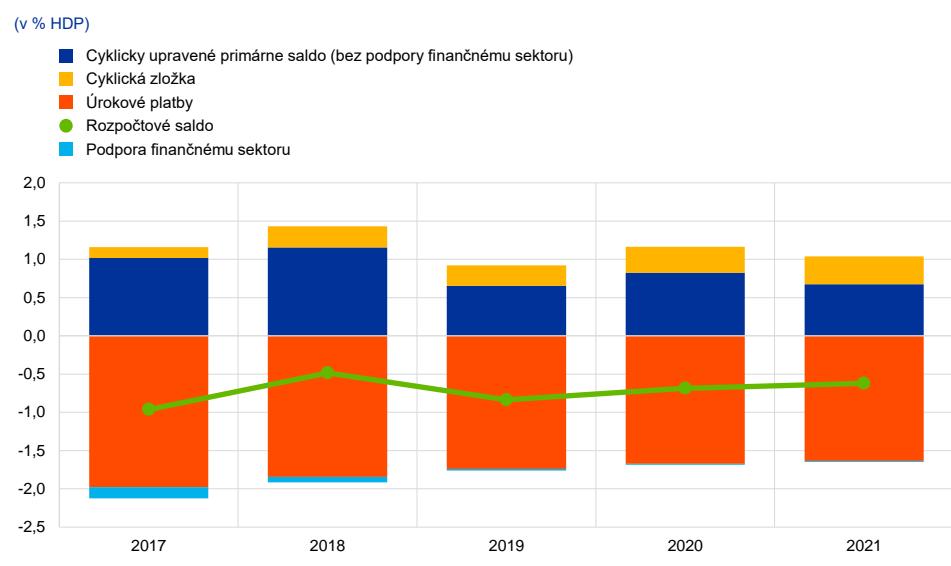
**Deficit verejných financí eurozóny podľa projekcií v roku 2018 výrazne klesol, v roku 2019 však bude mierne rásť. Podľa makroekonomickej projekcie odborníkov Eurosystému z decembra 2018<sup>3</sup> sa očakáva zníženie pomeru deficitu verejných financí eurozóny z 1,0 % HDP v roku 2017<sup>4</sup> na 0,6 % HDP v roku 2021, pričom v roku 2019 dôjde k prechodnému zhoršeniu. Celkové zlepšenie fiškálneho výhľadu vychádza najmä z nižších úrokových platieb a priaznivého cyklického vývoja. Čiastočne ho zhoršuje nižšie cyklicky upravené primárne saldo predpokladané od roku 2019 (graf 27).**

**Výhľad deficitu verejných financí eurozóny na dva nasledujúce roky sa v porovnaní s projekciami odborníkov ECB zo septembra 2018 zhoršil.** Vyšší deficit je čiastočne spôsobený výrazným zhoršením plánovaného rozpočtového salda Talianska v dôsledku fiškálnej expanzie plánovanej v návrhu rozpočtu. Takýto prístup je v rozpore so záväzkami vyplývajúcimi z Paktu stability a rastu. V prípade eurozóny sa toto zhoršenie odráža v o niečo vyšších primárnych výdavkoch a nižšej cyklickej zložke.

<sup>3</sup> Viac informácií sa nachádza v Makroekonomickej projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu – december 2018, ECB, 2018.

<sup>4</sup> Keďže v projekciách sa zvyčajne zohľadňujú najnovšie údaje, môžu sa lísiť od posledných overených údajov Eurostatu.

**Graf 27**  
**Rozpočtové saldo a jeho položky**



Zdroj: ECB a Makroekonomicke projekcie odbornikov Eurosystemu – decembra 2018.

Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy v eurozóne.

**Očakáva sa, že agregovaná fiškálna pozícia eurozóny bude v roku 2018 neutrálna, v roku 2019 sa uvoľní a v roku 2021 bude opäť neutrálna.<sup>5</sup>** Tento vývoj je ovplyvnený diskrečnými opatreniami, ktoré majú byť podľa projekcie expanzívne tak v roku 2018, ako aj v nasledujúcich dvoch rokoch. Očakáva sa však, že veľké neplánované príjmy z vyššieho výberu priamych daní v roku 2018 v niekoľkých krajinách budú tento vývoj dostatočne kompenzovať.

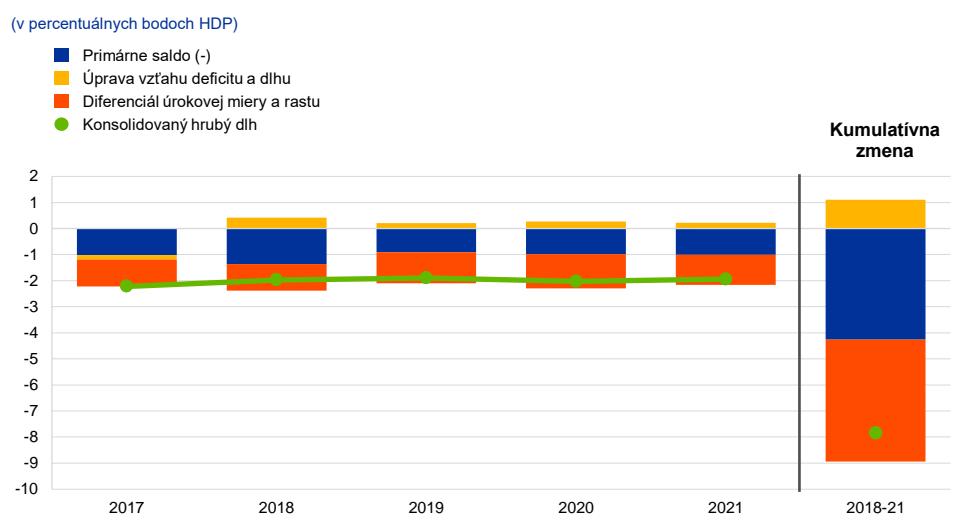
**Predpokladá sa, že agregovaný pomer verejného dlhu k HDP sa bude naďalej znížovať.** Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2018 by sa mal agregovaný pomer dlhu verejnej správy k HDP v eurozóne znížiť z úrovne 86,8 % HDP v roku 2017<sup>6</sup> na 79,0 % HDP v roku 2021. Na očakávanom znížení dlhu verejnej správy by sa mal podieľať záporný diferenciál úrokových sadzieb a miery rastu, ako aj primárne prebytky (graf 28). Niektoré z týchto účinkov by mali byť neutralizované úpravou vzťahu deficitu a dlhu. V horizonte projekcií by sa mal pomer dlhu vo všetkých krajinách eurozóny znížiť alebo celkovo stabilizovať, no v niekoľkých krajinách bude stále výrazne prekračovať referenčnú hodnotu 60 % HDP. Očakáva sa, že pokles agregovaného pomeru dlhu k HDP v eurozóne bude v porovnaní so septembrovými projekciami mierne pomalší, a to v dôsledku celkovo nižšieho primárneho prebytku.

<sup>5</sup> Fiškálna pozícia odráža smerovanie a rozsah vplyvu fiškálnych stimulov na hospodárstvo nad rámec automatickej reakcie verejných financií na vývoj hospodárskeho cyklu. Meria sa ako zmena pomeru cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od štátnej pomoci finančnému sektoru. Koncepcia fiškálnej pozície eurozóny sa podrobne rozoberá v článku The euro area fiscal stance, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

<sup>6</sup> Keďže v projekciách sa zvyčajne zohľadňujú najnovšie údaje, môžu sa lísiť od posledných overených údajov Eurostatu.

## Graf 28

### Faktory zmeny verejného dlhu



Zdroj: ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému – december 2018.

Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy v eurozóne.

**Je potrebné, aby krajiny pokračovali vo svojom fiškálnom úsilí v plnom súlade s Paktom stability a rastu.** Najmä v krajinách s vysokým dlhom je nevyhnutné ďalšie konsolidačné úsilie zamerané na stabilné znižovanie pomeru verejného dlhu, keďže sú pre jeho vysokú úroveň zraniteľné v prípade akýchkoľvek budúcich poklesov alebo obnovenej nestability na finančných trhoch. V tejto súvislosti je znepokojujúce, že dodržiavanie Paktu stability a rastu je najhoršie v krajinách, ktoré sú najviac citlivé na šoky. Podľa prognóz Európskej komisie mnohé z krajín, ktoré doposiaľ nedosiahli vyrovnanú rozpočtovú pozíciu, nedodržali v roku 2018 svoje záväzky z Paktu stability a rastu, pričom hrozí, že ich nedodržia ani v roku 2019.<sup>7</sup> Obavy vzbudzuje najmä skutočnosť, že k najväčšiemu odsklonu od existujúcich záväzkov dochádza práve v Taliansku, ktoré má výrazne vysoký pomer dlhu.

<sup>7</sup> Podrobnejšie údaje sú v boxe *Hodnotenie návrhov rozpočtových plánov na rok 2019* v tomto vydaní Ekonomického bulletingu ECB.

# Boxy

## 1 Zraniteľnosť ekonomík rozvíjajúcich sa trhov – porovnanie s predchádzajúcimi krízami

Livia Chițu a Dominic Quint

V tomto boxe rozoberáme najvýznamnejšie slabé miesta ekonomík rozvíjajúcich sa trhov na pozadí volatility, ktorá sa od apríla prejavuje na finančných trhoch niektorých týchto ekonomík. Konkrétnie hodnotíme, ako sa zmenila ich odolnosť voči externým šokom v porovnaní s predchádzajúcimi krízami.

**Od apríla boli mnohé ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov vystavené opakovanej volatilite na finančných trhoch, ktorá súvisela s očakávaným rýchlejším sprísňovaním menovej politiky Spojených štátov a posilňovaním amerického dolára v kombinácii s rastúcou neistotou v dôsledku stupňujúceho sa napäcia vo svetovom obchode.** Akútne napätie sa zatiaľ zaznamenalo len v Argentíne a Turecku, no horšie podmienky financovania sa v priebehu roka prejavili vo väčšine rozvíjajúcich sa ekonomík. Údaje o finančných tokoch ukazujú, že globálni investori sa z týchto ekonomík začali stiahovať od apríla. Zároveň sa prudko prepadi ich akciové trhy, pričom stratili úrovne dosiahnuté v roku 2017, a spready štátnych dlhopisov sa zväčšili. Vývoj v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov je však rôznorodý a investori majú zjavne k týmto krajinám rôzny prístup na základe ich fundamentov.

**Uvedený vývoj vyvolal obavy o výhľad ekonomík rozvíjajúcich sa trhov a viedol k otázke, či môže v týchto krajinách dôjsť opäťovne k takej kríze, akou bola napríklad ázijská kríza na konci deväťdesiatych rokov.** Ázijská kríza, ktorú vyvolalo znehodnenie thajského bathu v júli 1997, viedla k prehodnoteniu rizika a k rýchlemu rozšíreniu nákazy do niekoľkých ďalších krajín v Ázii. Tieto ekonomiky museli čeliť neočakávanému prerušeniu prílevu kapitálu a silnej recessii, názorným príkladom čoho boli značné problémy platobnej bilancie spojené s oslabením finančného sektora. Hoci boli príčiny ázijskej krízy rôzne, spoločnou črtou mnohých zasiahnutých krajín bola závislosť od krátkodobého zahraničného dlhu v cudzích menách a viazané výmenné kurzy, ako aj nestabilný finančný sektor. Krízy v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov boli historicky obvykle sprevádzané obdobiami zhodnocovania amerického dolára, čo vystavovalo tieto krajinu značnému nezabezpečenému menovému nesúladu medzi ich aktívami a pasívami denominovanými v USD (graf A).<sup>8</sup> Súčasná situácia spojená s normalizáciou menovej politiky Spojených štátov a posilňovaním amerického dolára zvyšuje obavy, že

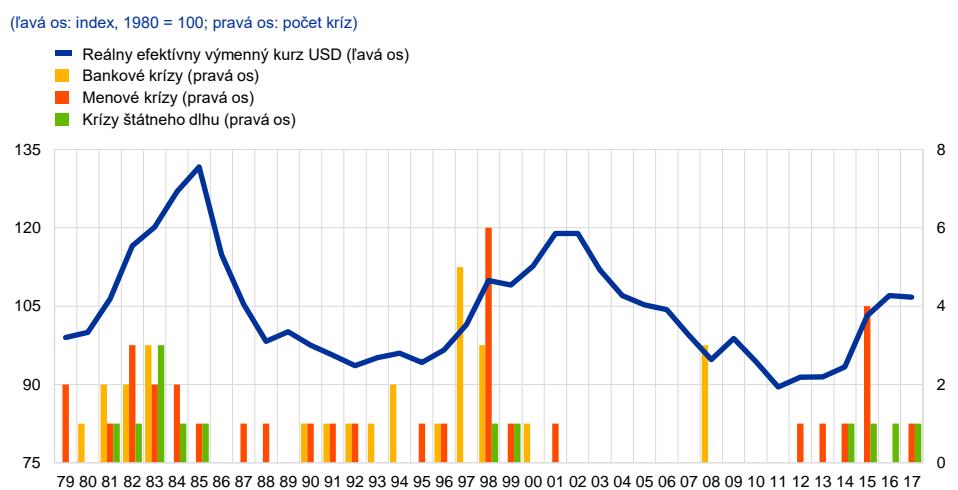
<sup>8</sup> Podrobnejšia diskusia o „prvotnom hriechu“, teda neschopnosti krajín získať zahraničné pôžičky v ich domácej mene sa nachádza v Eichengreen, B., Hausmann, R. a Panizza, U., „Original Sin: The Pain, the Mystery and the Road to Redemption“. Ide o prácu pripravenú pre konferenciu Inter-American Development Bank o zosúladovaní mien a splatnosti „Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin“, Washington, D.C., November 2002; ako aj v Eichengreen, B., Hausmann, R. a Panizza, U., „Currency Mismatches, Debt Intolerance and the Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters“, in Edwards, S. (ed.), *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, 2007, pp. 121-170.

podobné slabé miesta niektorých rozvíjajúcich sa ekonomík by mohli opäťovne viesť k takému vývoju ich platobnej bilancie.

**Potenciálne riziká v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov sú dôležité pre globálny výhľad.** Na rozdiel od obdobia pred dvadsiatimi rokmi tieto ekonomiky dnes zohrávajú vo svetovom hospodárstve celkovo oveľa dôležitejšiu úlohu. Tvoria viac ako polovicu globálneho HDP (v parite kúpnej sily) a hrubých kapitálových tokov. Vývoj v týchto ekonomikách by preto mohol mať rozsiahly vplyv na iné krajiny prostredníctvom rôznych prenosových kanálov, vrátane obchodu, financovania a dôvery.

#### Graf A

##### Úloha USD v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov



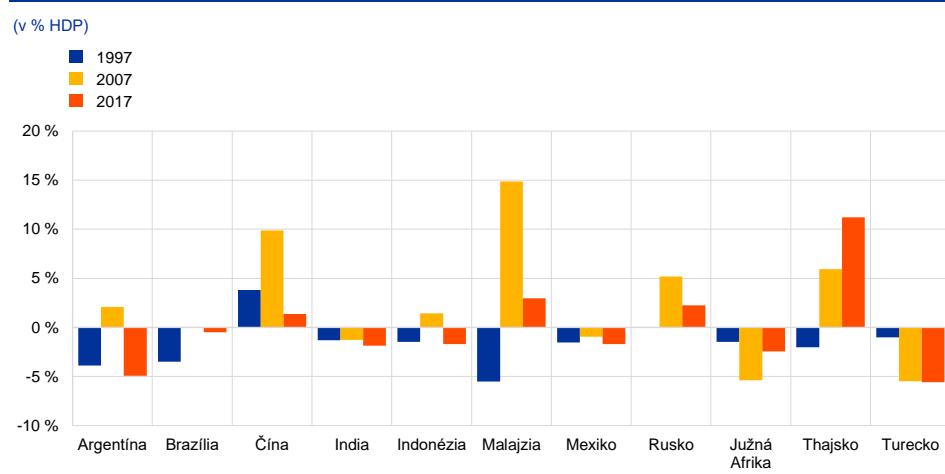
Zdroj: Laeven a Valencia (2012), Standard and Poor's, Bloomberg, Haver Analytics a výpočty ECB.

**Oproti stavu pred dvadsiatimi rokmi sa v mnohých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov znížila citlivosť na externé prostredie a krajiny posilnili svoje politické rámce.** Mnohým z týchto ekonomík sa podarilo zlepšiť pozíciu bežného účtu a niektoré dokonca dosiahli jeho prebytky. Najmä viaceré krajiny využájajúce ropu ťažili z rastu cien ropy na začiatku milénia. Od globálnej finančnej krízy sa však ich pozícia bežného účtu mierne zhoršila a niektoré krajiny sú deficitné (graf B). Vývojom prešli aj politické rámce. Veľká časť ekonomík rozvíjajúcich sa trhov pristúpila k inflačnému cieleniu menovej politiky, čo môže pomôcť pri ukotvovaní inflačných očakávaní a stabilizovaní obchodných cyklov. Mnohé z týchto ekonomík majú tiež flexibilnejšie režimy výmenných kurzov. Okrem toho si po ázijskej kríze naakumulovali rezervy a od globálnej finančnej krízy v tomto prístupe pokračujú. Rizikovo vážené meranie primeranosti rezerv podľa MMF (ktoré meria rezervy nielen vo vzťahu k tradičným položkám, ako sú dovoz a krátkodobý externý dlh, ale aj vo vzťahu k peňažnej zásobe, aby sa zohľadnilo tiež riziko kapitálového odlevu) naznačuje, že mnohé ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov sú zrejmé lepšie pripravené na šoky

spôsobené neočakávaným zastavením toku kapitálu alebo jeho odlevom (graf C).<sup>9</sup> Napriek tomu existuje niekoľko krajín, ktorých rezervy stále nedosahujú odporúčané požiadavky na ich minimálnu primeranost.

### Graf B

#### Bilancia bežného účtu

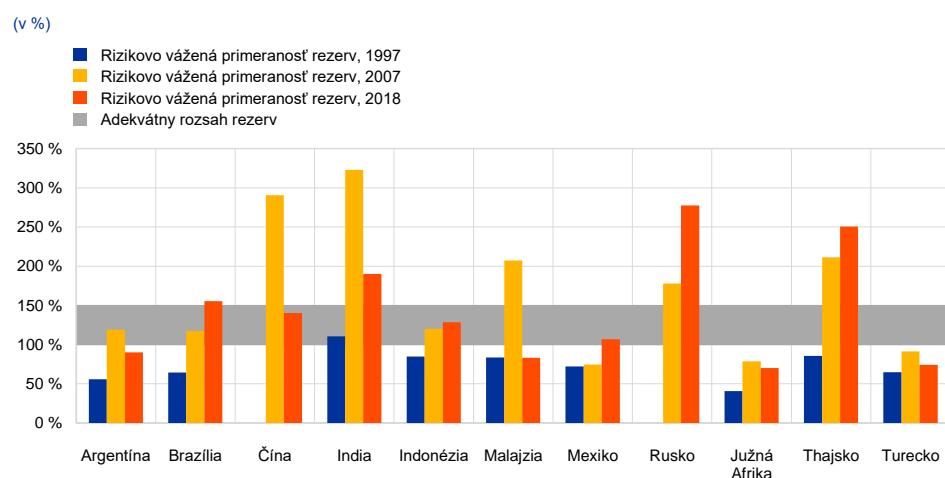


Zdroj: MMF a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z roka 2017.

### Graf C

#### Primeranost rezerv



Zdroj: MMF a výpočty ECB.

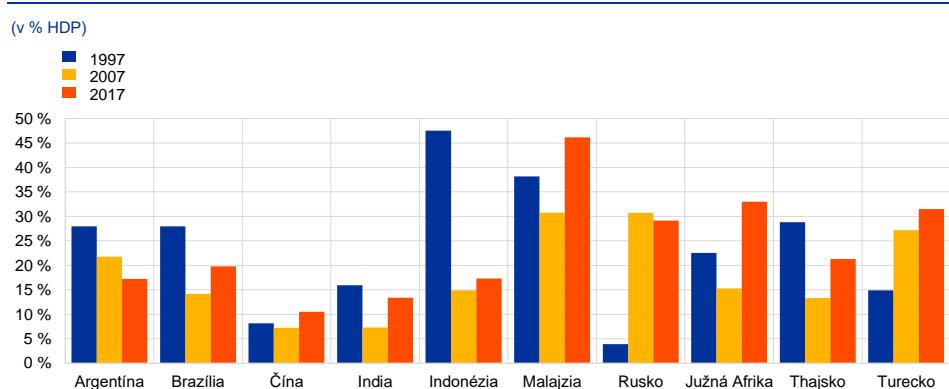
Poznámka: Primeranost rezerv sa počíta na základe rizikovo váženej metodiky MMF, teda ako vzťah medzi vývozom (na zachytenie potenciálnych strát rezerv v dôsledku poklesu exteriéru dopytu alebo šokov vyplývajúcich zo zmeny obchodných podmienok), krátkodobým a dlhodobým dluhom (ako ukazovateľom úrokových platieb a rizika prolongácie) a peňažnou zásobou (ako ukazovateľom rozsahu kapitálového odlevu). Tento ukazovateľ zohľadňuje kurzový režim a otvorenosť kapitálového účtu. Hodnota v rozmedzí od 100 % do 150 % poukazuje na primeranú úroveň rezerv. Vzhľadom na chýbajúce údaje o krátkodobom dluhu z hľadiska zostatkovej splatnosti sú v prípade Brazílie, Indonézie, Mexika a Malajzie údaje za rok 1997 nahradené údajmi z roka 2001 a v prípade Turecka z roka 1999.

<sup>9</sup> Nemožno však ani prehliadať náklady spojené s akumuláciou rezerv. Tradične ide o náklady súvisiace so sterilizáciou držby rezerv (alebo oportunitné náklady) a s globálou ekonomikou, ktoré sa spájajú s hromadením globálnych nerovnováh, ale z hľadiska empirickej skúsenosti môže akumulácia rezerv pôsobiť tiež proinflačne, a to z dôvodu morálneho hazardu a motivačných účinkov; viac v práci Chițu, L., „Reserve accumulation, inflation and moral hazard: Evidence from a natural experiment“, Working Paper Series, No 1880, ECB, February 2016.

**Hoci väčšina ekonomík rozvíjajúcich sa trhov v porovnaní s koncom deväťdesiatych rokov znížila svoju závislosť od financovania v cudzích menách, objem ich záväzkov v amerických dolároch sa od veľkej recesie zväčší.** Dlh ekonomík rozvíjajúcich sa trhov denominovaný v USD sa za posledných desať rokov zvýšil, keďže podniky využili priaznivé globálne podmienky financovania (graf D).<sup>10</sup> V prípade ďalšieho posilňovania amerického dolára predstavuje táto situácia riziko pre finančnú stabilitu, ktoré závisí od rozsahu nezabezpečeného dlhu. Ako je naozaj zrejmé z vývoja na finančných trhoch, zvyšovanie záväzkov v USD bolo v poslednej dobe spojené s väčšou citlivosťou podmienok financovania v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov na finančný vývoj v Spojených štátach. Na konci deväťdesiatych rokov sa prísnejšie podmienky financovania v Spojených štátach zvykli výrazne prenášať aj do ekonomík rozvíjajúcich sa trhov. Táto citlivosť sa však zmenšila po vypuknutí ázijskej krízy, pričom v posledných rokoch sa opäť zvyšuje (graf E).

#### Graf D

##### Hrubé zahraničné záväzky v USD



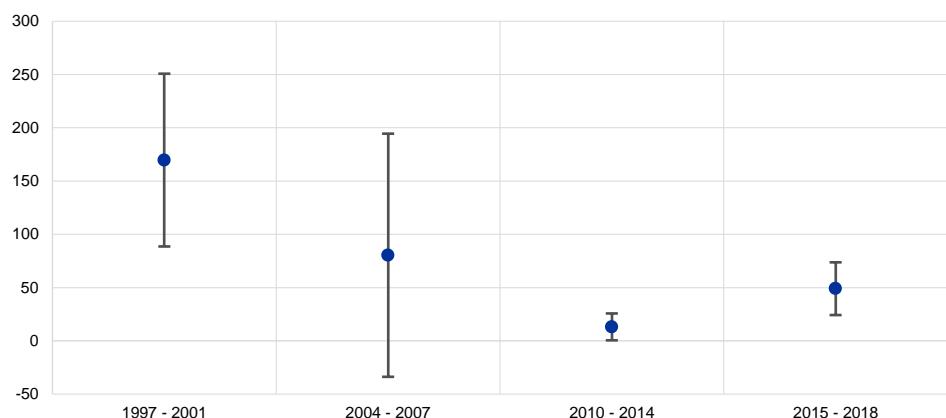
Zdroj: Bénétrix, Lane a Shambaugh (2015) a výpočty ECB.

<sup>10</sup> Bénétrix, A.S., Lane, P.R. a Shambaugh, J.C., „International Currency Exposures, Valuation Effects, and the Global Financial Crisis“, *Journal of International Economics*, Volume 96, Supplement 1, July 2015, pp. S98-S109.

## Graf E

Reakcia spreadov štátnych dlhopisov ekonomík rozvíjajúcich sa trhov na sprísňovanie podmienok financovania v Spojených štátoch

(v bázických bodoch)



Zdroj: Bloomberg, Haver Analytics a výpočty ECB.

Poznámka: Reakcia (pri bázických bodoch po 22 pracovných dňoch a 95 % intervale dôvery) vychádza z lokálnych projekcií využívajúcich panelovú regresiu fixných efektov globálnych spreadov štátnych dlhopisov v indexe JP Morgan Emerging Markets Bond Index (EMBI). Vysvetľujúcou premennou je index finančných podmienok Spojených štátov podľa Bloombergu. Krajiny v paneli sú Argentína, Brazília, Čína, Mexiko, Malajzia, Filipíny, Rusko, Turecko a Južná Afrika. Posledné údaje sú z 31. augusta 2018.

**Zároveň sa zdá, že sa v niektorých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov zväčšila vnútorná nerovnováha, na čo poukazuje nárast dlhu v miestnych menách a zmenšujúci sa politický priestor.** Hoci sa vonkajšia zraniteľnosť mohla znížiť, mohlo dôjsť k nárastu citlivosti iných faktorov, ako to dokladá napríklad emitovanie vyššieho dlhu v domácej mene, zvyšovanie ukazovateľa finančnej páky v súkromnom sektore a zhoršujúca sa fiškálna pozícia. Pomer dlhu k HDP v porovnaní s úrovňou spred dvadsiatich rokov výrazne stúpol. Dlh rásťol rýchlo najmä po globálnej recessii, čo súviselo s priaznivými globálnymi podmienkami financovania. Výraznú časť tohto nárastu možno pripisať čínskemu podnikovému sektoru. Pomer dlhu k HDP stúpol v Číne na úrovne, ktoré môžu predstavovať potenciálne riziko vo vzťahu k finančnej stabilite.<sup>11</sup> Okrem podnikového sektora ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov sa zadlženosť zvýšila aj v sektore domácností, keď sa oproti polovici deväťdesiatych rokov strojnásobila (graf F).<sup>12</sup> Okrem toho sa zmenšil priestor pre opatrenia fiškálnej a menovej politiky, keďže krajiny boli nútené využiť fiškálne a menovopolitické stimuly v čase veľkej recessie. Priestor pre fiškálne opatrenia v krajinách vývozcov komodít sa výrazne zhoršil po tom, ako v roku 2014 klesli ceny komodít. Možnosti menovej

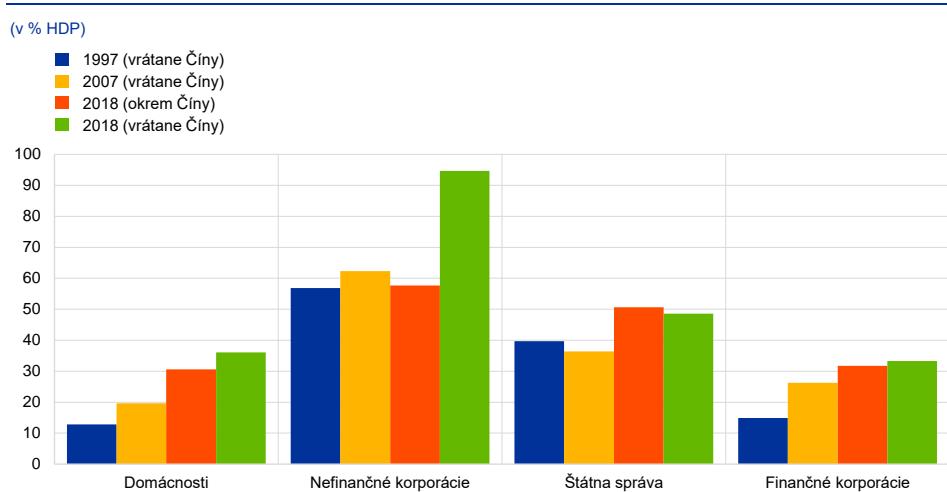
<sup>11</sup> Napríklad Aldasoro, I., Borio, C. a Drehmann, M., „Early warning indicators of banking crises: expanding the family“, *BIS Quarterly Review*, March 2018; a Dieppe, A., Gilhooly, R., Han, J., Korhonen, I. a Lodge, D. (eds.), „The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area“, *Occasional Paper Series*, No 206, ECB, January 2018.

<sup>12</sup> V prípade niektorých krajín možno argumentovať, že tento nárast čiastočne odráža rozvíjajúci sa finančný sektor. Hoci sa takýto pomer nemusí javiť problematický v prípade mnohých vyspelých ekonomík, krajiny rozvíjajúcich sa trhov zvyknú mať nižšiu toleranciu na dlh. Pozri napríklad „Fiscal policy, public debt and monetary policy in emerging market economies“, *BIS Papers*, No 67, October 2012; a Reinhart, C., Rogoff, K. a Savastano, M., „Debt Intolerance“, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, 2003, pp. 1-74.

politiky môžu byť ešte obmedzenejšie v tých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov, ktoré majú vysoký a nezabezpečený dlh v cudzích menách.<sup>13</sup>

### Graf F

#### Zadlženosť sektorov v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov



Zdroj: Institute of International Finance a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje sú z prvého štvrtroka príslušného roka. Súbor údajov ekonomík rozvíjajúcich sa trhov zahŕňa 30 krajín (EM-30): Argentínu, Brazíliu, Chile, Čínu, Kolumbiu, Českú republiku, Egypt, Ghany, Hongkong, Maďarsko, Indiu, Indonéziu, Izrael, Keňu, Libanon, Malajziu, Mexiko, Nigériu, Pakistan, Filipíny, Poľsko, Rusko, Saudskú Árabíu, Singapur, Južnú Afriku, Južnú Kóreu, Thajsko, Turecko, Ukrajinu a Spojené arabské emiráty.

**Na zhodnotenie toho, či sú ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov v súčasnosti menej náhylné na významné krízy, je potrebné vypočítať pravdepodobnosť výskytu krízy v roku 2018 a výsledok porovnať s pravdepodobnosťou krízy v roku 1997.** Pravdepodobnosť výskytu krízy zachytáva celkovú zraniteľnosť krajiny, pričom sumarizuje fundenty ekonomík rozvíjajúcich sa trhov do spoločného priestoru, v ktorom sú zhrnuté najrelevantnejšie makrofinančné slabé stránky, teda tie, ktoré pomáhajú predvídať ľažké systémové krízy v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov a súvisia s tradičnými rizikami platobnej bilancie a domácimi finančnými nerovnováhami. Konkrétnejšie, prísny model včasného varovania využíva najlepšie parametre predikujúce krízy, ktoré uvádzajú literatúra o modeloch včasného varovania, t. j. odložený rast HDP, infláciu, pomer bežného účtu k HDP, pomer súkromných úverov k HDP a pomer rezerv ku krátkodobému dlhu. Pravdepodobnosť krízy o jeden rok sa odhaduje pomocou binárneho logistického modelu, v ktorom závislou premenou je veľmi silná kríza (menová kríza, systémová banková kríza alebo kríza štátneho dlhu) definovaná podľa Laevena a Valencia (2012).<sup>14</sup> Z toho vyplýva, že modely včasného varovania majú svoje obmedzenia. Presnosť modelu závisí od

<sup>13</sup> Podrobnejšie údaje a empirické dôkazy, vrátane „Fischerovo pohľadu“ na optimálnu menovú politiku v dolarizovaných krajinách v čase krízy, sú napríklad v Chițu, L., „Was Unofficial Dollarisation/Euroisation an Amplifier of the 'Great Recession' of 2007-2009 in Emerging Economies?“, *Comparative Economic Studies*, Vol. 55, No 2, June 2013, pp. 233-265.

<sup>14</sup> V modeli sa využíva relatívne dlhý časový rad údajov za takmer polstoročie, definícia krízy zavedená v literatúre ako závislá premenná (Laeven, L. a Valencia, F., „*Systemic Banking Crises Database: An Update*“, *IMF Working Papers*, No 12/163, June 2012) a rozsiahla vzorka štátov zahrňajúca 50 systémovo významných krajín. Pravdepodobnosť výskytu krízy v roku 2018 vychádza z údajov za rok 2017. Pokrúzová asymetria sa riše vylúčením krízových rokov. Optimálna prahová hodnota, ktorá rozdeľuje odhadované pravdepodobnosti odvodené z logistického modelu medzi krízové a nekrízové pozorovania, vychádza z Youdenovho indexu (štatistiky). Tento model možno vzhľadom na hodnotu AUROC 0,8163 so štandardnou odchýlkou iba 0,048 výhodnotiť ako model s prediktívou schopnosťou.

potenciálnych spätných účinkov zmien v politikách a očakávaniach. Okrem toho, modely včasného varovania zahŕňajú iba ukazovatele, ktoré dobre predpovedali krízy v minulosti, no nezahŕňajú nové ukazovatele, ktoré by mohli dobre predpovedať krízy v budúcnosti. Jedným takýmto ukazovateľom by mohol byť ukazovateľ finančnej páky podnikového sektora ekonomík rozvíjajúcich sa trhov.

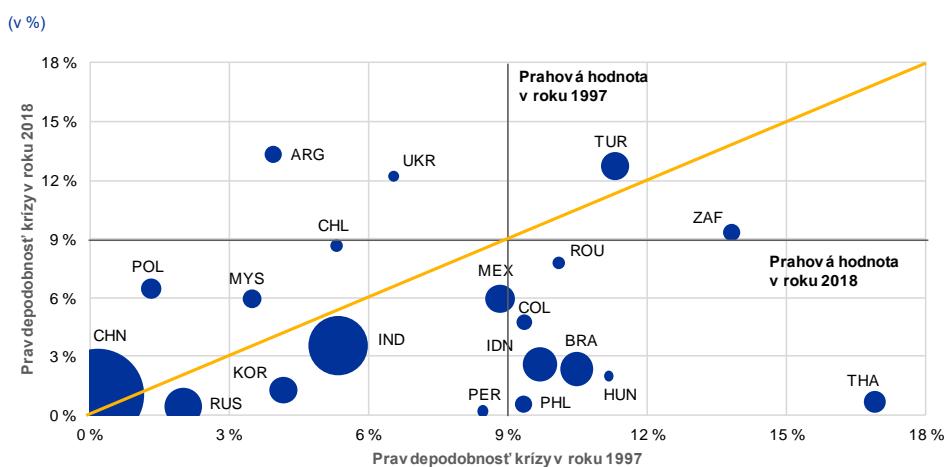
**Model celkovo naznačuje, že napriek rôznorodej situácii v jednotlivých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov sa ich fundamenty v porovnaní s polovicou deväťdesiatych rokov vo všeobecnosti zlepšili.** Je to dôležité, pretože tieto ekonomiky so zdravšími fundamentmi predstavujú veľký podiel svetového hospodárstva. Empirická skúsenosť naznačuje, že fundamenty väčšiny ekonomík rozvíjajúcich sa trhov sa v porovnaní s rokom 1997 do určitej miery zlepšili. Platí to najmä pre krajiny s rastúcim podielom na globálnej ekonomike (graf G). Celkovo možno povedať, že fundamenty ázijských ekonomík rozvíjajúcich sa trhov sa zlepšili najviac, čo znamená, že sa poučili z krízy v roku 1997.<sup>15</sup> Model však ako krajiny, ktoré sú v porovnaní s rokom 1997 zraniteľnejšie, identifikoval Argentínu a Turecko, ktoré nedávno zaznamenali napätie na finančných trhoch. Navyše, prípad Číny podčiarkuje nutnosť pristupovať k výsledkom modelu s obozretnosťou. Pravdepodobnosť krízy predpovedaná modelom na rok 2018 je tu relatívne nízka, pretože Čína v súčasnosti vykazuje mierny prebytok bežného účtu, nízku infláciu, silný rast, veľké devízové rezervy a nízku zahraničnú zadlženosť. V Číne zároveň za poslednú dekádu došlo k prudkému nárastu ukazovateľa finančnej páky; tento faktor však model nemusel dostatočne postihnúť.<sup>16</sup>

<sup>15</sup> Model včasného varovania nesignalizuje krízu v roku 1997 v Južnej Kórei a Malajzii, čo zrejme podporuje hypotézu neracionálnej/nefundamentovej nákazy týchto krajín v danom čase.

<sup>16</sup> Zraniteľnosť Číny sa zväčšuje, pretože rýchly rast úverov sprevádzza zväčšujúca sa komplikovanosť a rastúci pákový pomer vo finančnom sektore. Viac informácií je v Dieppe, A., Gilhooly, R., Han, J., Korhonen, I. a Lodge, D. (eds.), op. cit.

### Graf G

Pravdepodobnosť výskytu krízy v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov, porovnanie rokov 2018 a 1997



Zdroj: Odhad ECB.

Poznámka: Pravdepodobnosť výskytu krízy (menovitej, systémovej bankovej krízy alebo krízy štátneho dluhu) v roku 2018 alebo v roku 1997 sa odhaduje pomocou binárneho logistického modelu, v ktorom sa závislá premenná krízy definuje podľa Laevena a Valenciu (2012). Vzhľadom na chýbajúce historické údaje potrebné na odhad pravdepodobnosti krízy v roku 1997 v Číne a Južnej Kórei, graf zobrazuje pravdepodobnosť krízy v Číne v roku 1998 a v Kórei v roku 1999. Pokiaľ ide o Rusko, Brazíliu a Turecko, pravdepodobnosť minulých kríz je vyjadrená za roky 1998 a 2001, čo korešponduje s rokmi, v ktorých tieto krajinys zasiahla kríza. Optimálna prahová hodnota pre vydanie signálu o kríze je odvodnená z Youdenovho indexu. Veľkosť bublín jednotlivých krajín odráža podiel týchto krajín na globálnom HDP z hľadiska parity kúpnej sily v roku 2017.

**Hoci sa celkovo zdá, že ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov väčšinou majú oproti situácii pred dvadsiatimi rokmi zdravšie fundenty a lepšiu pozíciu, aby odolali šokom, riziká sú stále prítomné.** Aj keď sa v súčasnosti externá pozícia ekonomík rozvíjajúcich sa trhov zlepšila, zdá sa, že sa zvýšili domáce riziká, a to najmä po globálnej recesii. Kým v niektorých krajinách stále existujú tradičné problémy platobnej bilancie, v iných môže dôjsť k finančnej nestabilite z dôvodu nadmerne zadlženého domáceho finančného sektora a zmenšujúceho sa priestoru pre politické opatrenia.

## 2

# Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 1. augusta do 30. októbra 2018

M<sup>a</sup> Carmen Castillo Lozoya a Elvira Fioretto

**V tomto boxe sa opisujú operácie menovej politiky ECB počas piatej a šiestej períody udržiavania povinných minimálnych rezerv, ktoré trvali od 1. augusta do 18. septembra 2018 a od 19. septembra do 30. októbra 2018.** Počas tohto obdobia zostali úrokové sadzby hlavných refinančných operácií a jednodňových refinančných operácií nezmenené na úrovni 0,00 %, 0,25 % a -0,40 %. Eurosystém zároveň pokračoval v nákupe cenných papierov verejného sektora, krytých dlhopisov, cenných papierov krytých aktívami a cenných papierov podnikového sektora v rámci programu nákupu aktív (APP) s cieľom dosiahnuť nákupy v priemernej mesačnej výške 30 mld. € do konca septembra a 15 mld. € do konca októbra.

## Potreba likvidity

**Počas sledovaného obdobia sa priemerná denná potreba likvidity bankového systému definovaná ako suma čistých autonómnych faktorov a povinných minimálnych rezerv zvýšila v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím (čiže s tretou a štvrtou periódou udržiavania povinných minimálnych rezerv roka 2018) o 32,3 mld. € a dosiahla 1 459,8 mld. €.** Nárast potreby likvidity bol z veľkej časti výsledkom rastu čistých autonómnych faktorov, ktoré sa v sledovanom období zvýšili v priemere o 29,8 mld. € na úroveň 1 333,1 mld. €, pričom požiadavky na povinné minimálne rezervy vzrástli v priemere o 2,5 mld. € na 126,7 mld. €.

**Zvýšenie čistých autonómnych faktorov bolo spôsobený hlavne nárastom sterilizačných faktorov, ktorý bol čiastočne kompenzovaný vzrastom faktorov zvyšujúcich likviditu.** Medzi faktormi absorbujúcimi likviditu predstavovali najvýznamnejšie zmeny vládne vklady, ktoré v priemere stúpli o 20 mld. € na úroveň 259,4 mld., a bankovky v obehu, ktoré sa v priemere zvýšili o 16,6 mld. € na 1 193,1 mld. €. Tieto zvýšenia boli čiastočne kompenzované zvýšením faktorov zvyšujúcich likviditu, najmä čistých aktív denominovaných v eurách, ktoré vzrástli v priemere o 8,9 mld. € na 200,1 mld. €. Záväzky Eurosystému voči rezidentom nepatriacim do eurozóny v eurách sa v priemere znížili o 9,5 mld. €, čo bolo odrazom menej výrazných sezónnych zmien ako v predchádzajúcim sledovanom období<sup>17</sup> a pozitívne prispelo k priemerným čistým aktívam (zvyšujúcich likviditu) denominovaných v eurách.

<sup>17</sup> Záväzky v rámci Eurosystému voči rezidentom nepatriacim do eurozóny v eurách pozostávajú hlavne z vkladov denominovaných v eurách na účtoch centrálnych bank v Eurosystéme mimo eurozónu. Pre koniec štvrtrokov a v menšej miere aj pre koniec mesiacov je typický nárast týchto vkladov, keďže komerčné banky nie sú veľmi ochotné prijať hotovosť pred vykazovacími termínmi bilancí, či už na zabezpečenom alebo nezabezpečenom trhu. Záväzky voči nerezidentom eurozóny v eurách sa 30. septembra 2018 zvýšili na 301,7 mld. € v porovnaní s priemerom 264,7 mld. € počas šiestej udržiavacej periody. Išlo o menej výrazný účinok ako ten, ktorý bol zaznamenaný 30. júna 2018, keď tieto záväzky vzrástli na 348 mld. € v porovnaní s dosiahnutým priemerom 281,4 mld. € vo štvrtej udržiavacej periode.

**Denná volatilita autonómnych faktorov sa v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím celkovo nezmenila.** Denné výkyvy autonómnych faktorov pochádzali predovšetkým z vládnych vkladov a čistých aktív denominovaných v eurách, pričom vyššia volatilita bola zaznamenaná v septembri na konci štvrtroka 2018 a na konci jednotlivých mesiacov sledovaného obdobia.

**Tabuľka A**  
**Stav likvidity v Eurosystéme**

	Aktuálne sledované obdobie: od 1. augusta 2018 do 30. októbra 2018				Predchádzajúce sledované obdobie: od 3. mája 2018 do 31. júla 2018	
	Plata a šiesta udržiavacia periódna	Piata udržiavacia periódna: od 1. augusta do 18. septembra	Šiesta udržiavacia periódna: od 19. septembra do 30. októbra	Tretia a štvrtá udržiavacia periódna		
	2 164,8 (+40,9)	2 150,1 (-17,2)	2 181,9 (+31,7)	2 123,9 (+43,8)		
<b>Autonómne faktory likvidity</b>						
Bankovky v obehu	1 193,1 (+16,6)	1 192,2 (+8,6)	1 194,3 (+2,1)	1 176,5 (+22,5)		
Vklady verejnej správy	259,4 (+20,0)	239,1 (-24,7)	283,1 (+44,1)	239,4 (+11,9)		
Ďalšie autonómne faktory	712,2 (+4,3)	718,9 (-1,1)	704,4 (-14,5)	708,0 (+9,4)		
<b>Bežné účty</b>	<b>1 358,0 (+26,2)</b>	<b>1 348,7 (+42,0)</b>	<b>1 369,0 (+20,3)</b>	<b>1 331,9 (+27,3)</b>		
<b>Nástroje menovej politiky</b>	<b>779,7 (-0,4)</b>	<b>797,9 (+21,4)</b>	<b>758,5 (-39,4)</b>	<b>780,1 (-20,4)</b>		
Požiadavky na povinné minimálne rezervy <sup>1</sup>	126,7 (+2,5)	126,7 (+2,0)	126,7 (-0,0)	124,2 (+0,0)		
Jednodňové sterilizačné operácie	653,0 (-2,9)	671,2 (+19,4)	631,8 (-39,4)	655,9 (-20,4)		
Dolaďovacie operácie na stiahnutie likvidity	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)		

### Aktíva – ponuka likvidity (priemery; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: od 1. augusta 2018 do 30. októbra 2018				Predchádzajúce sledované obdobie: od 3. mája 2018 do 31. júla 2018	
	Piata a šiesta udržiavacia periódna	Piata udržiavacia periódna: od 1. augusta do 18. septembra	Šiesta udržiavacia periódna: od 19. septembra do 30. októbra	Tretia a štvrtá udržiavacia periódna		
<b>Autonómne faktory likvidity</b>	831,9 (+10,9)	837,4 (+15,9)	825,5 (-11,9)	821,0 (-20,6)		
Čisté zahraničné aktíva	631,8 (+1,9)	637,5 (+2,4)	625,2 (-12,3)	629,8 (+1,0)		
Čisté aktíva v eurách	200,1 (+8,9)	199,9 (+13,6)	200,3 (+0,4)	191,2 (-21,6)		
<b>Nástroje menovej politiky</b>	<b>3 344,1 (+53,0)</b>	<b>3 332,7 (+27,9)</b>	<b>3 357,6 (+24,9)</b>	<b>3 291,1 (+71,3)</b>		
Operácie na voľnom trhu	3 344,0 (+53,0)	3 332,6 (+27,9)	3 357,5 (+24,9)	3 291,0 (+71,3)		
Tendre	739,1 (-14,0)	742,9 (-3,3)	734,7 (-8,2)	753,1 (-8,7)		
Hlavné refinančné operácie	4,8 (+2,9)	3,0 (+1,0)	6,9 (+3,9)	1,9 (+0,2)		
3-mesačné dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO)	4,6 (-2,8)	5,4 (-1,9)	3,7 (-1,7)	7,4 (-0,3)		
Operácie TLTRO-I	5,5 (-5,6)	8,9 (-0,6)	1,5 (-7,4)	11,1 (-1,9)		
Operácie TLTRO-II	724,2 (-8,5)	725,6 (-1,8)	722,6 (-3,0)	732,7 (-6,6)		
Portfóliá priamych nákupov	2 604,9 (+67,0)	2 589,7 (+31,2)	2 622,8 (+33,1)	2 537,9 (+79,9)		
Prvý program nákupu krytých dlhopisov	4,5 (-0,2)	4,5 (-0,0)	4,5 (-0,0)	4,7 (-1,1)		
Druhý program nákupu krytých dlhopisov	4,0 (-0,2)	4,0 (-0,1)	4,0 (-0,0)	4,2 (-0,3)		
Tretí program nákupu krytých dlhopisov	258,4 (+3,8)	257,2 (+1,8)	259,9 (+2,7)	254,6 (+5,7)		
Program pre trhy s cennými papiermi	74,2 (-9,3)	74,3 (-8,0)	74,0 (-0,3)	83,5 (-1,5)		
Program nákupu cenných papierov krytých aktívami	27,3 (-0,2)	27,5 (-0,1)	27,1 (-0,4)	27,5 (+1,7)		
Program nákupu aktív verejného sektora	2 067,8 (+63,6)	2 055,7 (+34,3)	2 081,9 (+26,2)	2 004,2 (+61,9)		
Program nákupu aktív podnikového sektora	168,7 (+9,5)	166,4 (+3,3)	171,4 (+5,0)	159,3 (+13,5)		
Jednodňové refinančné operácie	0,1 (-0,0)	0,1 (+0,0)	0,1 (-0,0)	0,1 (+0,0)		

### Ostatné údaje o likvidite (priemer; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: od 1. augusta 2018 do 30. októbra 2018				Predchádzajúce sledované obdobie: od 3. mája 2018 do 31. júla 2018	
	Piata a šiesta udržiavacia periódna	Piata udržiavacia periódna: od 1. augusta do 18. septembra	Šiesta udržiavacia periódna: od 19. septembra do 30. októbra	Tretia a štvrtá udržiavacia periódna		
Celková spotreba likvidity	1 459,8 (+32,3)	1 439,5 (-31,4)	1 483,4 (+43,9)	1 427,5 (+64,5)		
<b>Autonómne faktory<sup>2</sup></b>	<b>1 333,1 (+29,8)</b>	<b>1 312,8 (-33,5)</b>	<b>1 356,7 (+43,9)</b>	<b>1 303,3 (+64,4)</b>		
Nadbytočná likvidita	1 884,3 (+20,8)	1 893,1 (+59,4)	1 874,0 (-19,0)	1 863,5 (+6,8)		

### Vývoj úrokových mier (priemer; v %)

	Aktuálne sledované obdobie: od 1. augusta 2018 do 30. októbra 2018				Predchádzajúce sledované obdobie: od 3. mája 2018 do 31. júla 2018	
	Piata a šiesta udržiavacia periódā	Piata udržiavacia periódā: od 1. augusta do 18. septembra	Šiesta udržiavacia periódā: od 19. septembra do 30. októbra	Tretia a štvrtá udržiavacia periódā		
Hlavné refinančné operácie	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)
Jednodňové refinančné operácie	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)
Jednodňové sterilizačné operácie	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)
EONIA	-0,363 (+0,00)	-0,359 (+0,00)	-0,366 (-0,01)	-0,363 (+0,00)	-0,363 (+0,00)	-0,363 (+0,00)

Zdroj: ECB.

Poznámka: Všetky hodnoty v tabuľke sú zaokruhlené na najbližších 0,1 mld. €. Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu oproti predchádzajúcej revizii alebo predchádzajúcej udržiavacej periode.

1) Požiadavky na povinné minimálne rezervy sú informatívnu položkou, ktorá sa nezohľadňuje v bilancii Eurosystému, a preto nevstupujú do výpočtu celkových záväzkov.

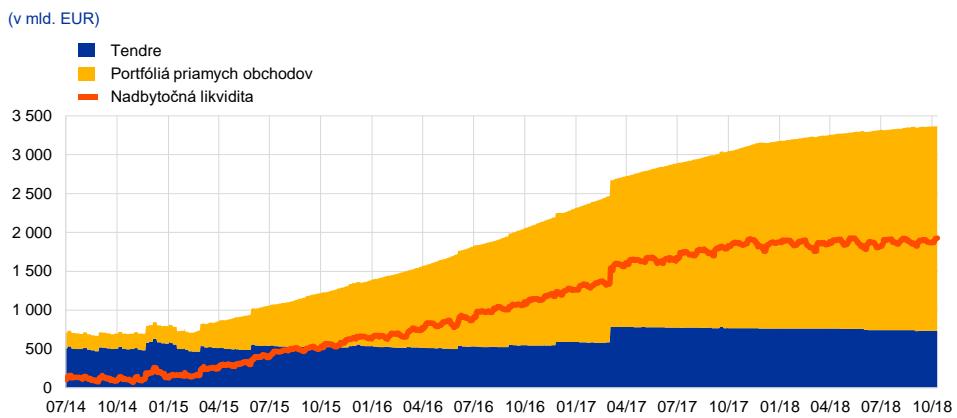
2) Celková hodnota autónomých faktorov zahŕňa aj „položky v procese zúčtovania“.

### Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

**Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom operácií na voľnom trhu – vrátane tendrov a nákupov v rámci programu APP – vzrástol o 53 mld. € na 3 344,1 mld. € (graf A).** Tento nárast možno v plnej miere pripísť programu APP, pričom dopyt v tendroch sa nepatrne znížil.

#### Graf A

##### Vývoj operácií na voľnom trhu a nadbytočná likvidita



Zdroj: ECB.

**Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom tendrov sa v sledovanom období mierne znížil o 14 mld. € a dosiahol hodnotu 739,1 mld. €.**

Tento pokles bol spôsobený výlučne nižším priemerným objemom cielených dlhodobejších refinančných operácií (TLTRO), ktoré sa znížili o 14,1 mld. €. Pokles objemu prostriedkov poskytnutých prostredníctvom TLTRO súvisel so zúčtovaním dobrovoľného splácania rôznych operácií TLTRO-I a prej operácie TLTRO-II v júni 2018, ktoré dosiahli celkovú sumu 12,6 miliárd €. Priemerná likvidita poskytovaná prostredníctvom HRO sa zvýšila o 2,9 mld. € na 4,8 mld. €, čo bolo takmer úplne

kompenzované poklesom likvidity poskytnutej prostredníctvom trojmesačných dlhodobejších refinančných operácií (LTRO), ktoré v priemere klesli o 2,8 mld. € na 4,6 mld. €.

**Priemerný objem likvidity poskytnutej z menovopolitických portfólií Eurosystému sa v dôsledku nákupov v rámci programu APP zvýšil o 67 mld. € na 2 604,9 mld. €.** Likvidita dodaná prostredníctvom programu nákupu aktív verejného sektora sa zvýšila o 63,6 mld. €, prostredníctvom tretieho programu nákupu krytých dlhopisov o 3,8 mld. € a prostredníctvom programu nákupu aktív podnikového sektora o 9,5 mld. €. Program nákupu cenných papierov krytých aktívami však mierne poklesol, v priemere o 0,2 mld. EUR, z dôvodu čistého splácania cenných papierov. Splatenie dlhopisov v rámci programu pre trhy s cennými papiermi a dvoch predchádzajúcich programov nákupu krytých dlhopisov dosiahlo celkovú výšku 9,7 mld. €.

### Nadbytočná likvidita

**V dôsledku uvedeného vývoja sa priemerný objem nadbytočnej likvidity v porovnaní s predchádzajúcim obdobím mierne zvýšil o 20,8 mld. € na 1 884,3 mld. € (graf A).** Nárast odzrkadluje likviditu poskytnutú prostredníctvom nákupov APP, ktoré boli len čiastočne absorbované vyššími čistými autonómnymi faktormi, najmä v šiestom udržiavacom období. Kým v piatej udržiavacej període stúpla nadmerná likvidita o 59,4 mld. €, v šiestej opäť klesla o 19 mld. €. Táto náhla zmena bola čiastočne spôsobená vývojom čistých autonómnych faktorov, ktoré klesli o 33,5 mld. € a potom sa opäť počas piateho a šiesteho udržiavacieho obdobia zvýšili o 43,9 mld. €. Vzhľadom na rozloženie nadmernej likvidity medzi bežné účty a jednodňové sterilizačné operácie stúpla priemerná držba na bežných účtoch o 26,2 mld. € na 1 358 mld. € a priemerné čerpanie prostriedkov z jednodňových sterilizačných operácií mierne pokleslo o ďalších 2,9 mld. € na 653 mld. €.

### Vývoj úrokových mier

**Jednodňové nezabezpečené a zabezpečené úrokové miery peňažného trhu zostali v blízkosti úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií ECB a v prípade určitých košov kolaterálov v zabezpečenom segmente boli mierne nižšie.** Na nezabezpečenom trhu ostal index EONIA (euro overnight index average) v priemere na úrovni -0,363 %, a teda sa v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím nezmenil. Index EONIA kolísal medzi najnižšou hodnotou -0,371 % zaznamenanou 12. septembra a 17. októbra a najvyššou hodnotou -0,342 % v posledný augustový deň roka 2018. Pokial ide o zabezpečený trh, rozpätie medzi priemernými jednodňovými repo sadzbami pre štandardné a rozšírené kolaterálové koše na trhu GC pooling<sup>18</sup> sa značne zúžilo v prostredí nízkych zobchodovaných objemov. V porovnaní s predchádzajúcim obdobím sa priemerná jednodňová repo

<sup>18</sup> Trh GC Pooling umožňuje obchodovanie dohôd o spätnom odkúpení na platforme Eurexu oproti štandardným košom kolaterálov.

sadzba pri štandardnom koši kolaterálov zvýšila o 22 bázických bodov na -0,419 %, zatiaľ čo v prípade rozšíreného koša klesla o 10 bázických bodov na -0,404 %.

**Pokles repo sadzieb kolaterálu bol vo väčšine krajín eurozóny na konci štvrtroka v septembri o niečo viditeľnejší ako na konci štvrtrokov v marci a v júni, ale stále relativne mierny v porovnaní s koncom štvrtrokov v roku 2017.** Zatiaľ čo na konci júna sa jednodňové GC repo sadzby znížili len o 2 bázické body pre francúzsky kolaterál a o 5 bázických bodov pre nemecký kolaterál, ku koncu septembra sa rovnaké repo sadzby pri francúzskom kolateráli znížili o 11 bázických bodov na -0,61 % a pri nemeckom o 15 bázických bodov na -0,65 %. Na druhej strane, GC repo sadzba pre taliansky kolaterál sa ku koncu septembra zvýšila o 6 bázických bodov na -0,33 %, v porovnaní so zvýšením o 3 bázické body ku koncu júna. Vo všetkých štátach eurozóny sa repo sadzby vrátili na svoju predchádzajúcu úroveň hned po skončení štvrtroka. Celkovo tento vývoj okrem toho signalizuje, že pôžičky cenných papierov v rámci programu nákupu aktív verejného sektora Eurosystému nadálej prispievali k plynulému fungovaniu trhu repo obchodov.

### 3

## Čo je za spomalením rastu v roku 2018

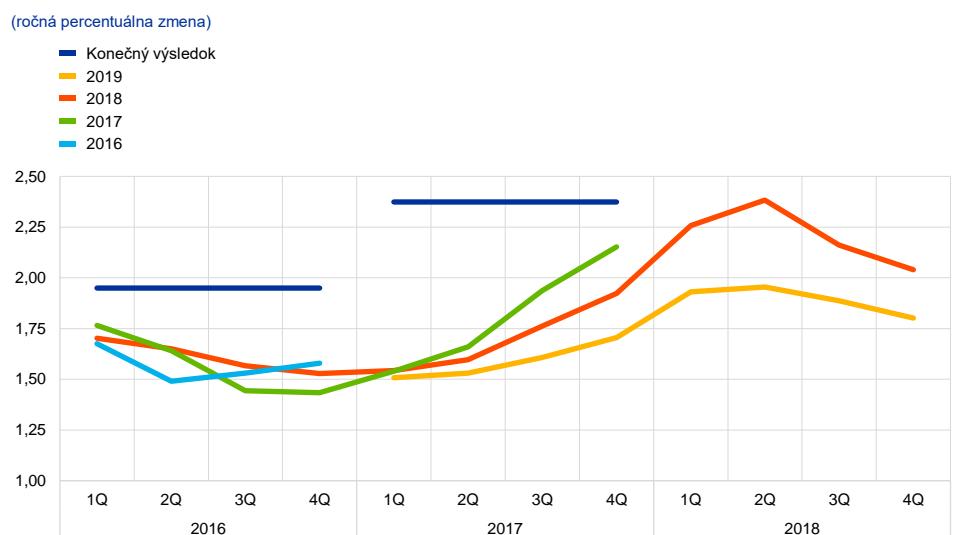
Maarten Dossche a Jaime Martinez-Martin

### Rast hospodárskej aktivity v eurozóne sa od konca roka 2017 výrazne spomaľuje.

Medzištvrťročný rast HDP v eurozóne klesol v treťom štvrtroku 2018 na 0,2 % z 0,7 % vo štvrtom štvrtroku 2017. V tomto boxe sa hodnotia faktory, ktoré prispievajú k tomuto spomaleniu, a uvažuje sa, či by sa malo považovať za prekvapenie. Konkrétnie sa uvažuje, či sú základné faktory dočasné alebo majú trvalejší charakter, či majú pôvod v eurozóne alebo vo vonkajšom prostredí a či toto spomalenie spôsobil nízky dopyt alebo sprísňovanie podmienok na strane ponuky.

#### Graf A

Očakávania rastu HDP z prieskumu Professional forecasters



Zdroj: Eurostat a ECB.

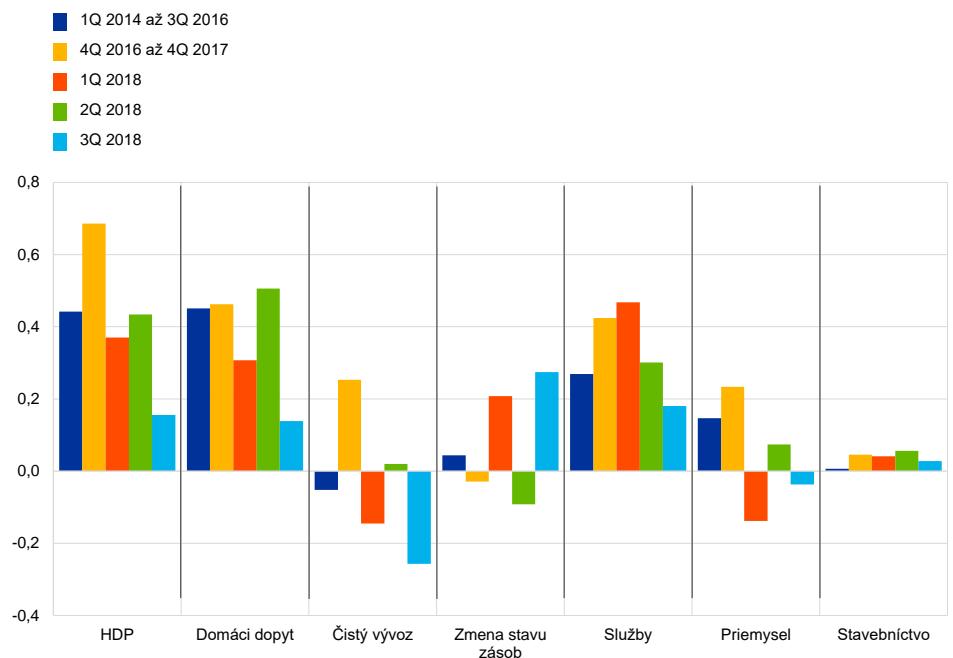
Poznámka: Tmavomodré čiary znázorňujú konečné odhady ročného rastu HDP. Všetky ostatné čiary predstavujú rastové projekcie na konkrétny rok v rôznych časových bodoch.

**Nedávny vývoj rastu produkcie je sklamaním v porovnaní s prognózami rastu z konca roka 2017, neplatí to však pri porovnaní s očakávaniami zo skoršieho obdobia.** Významné zrýchlenie rastu v roku 2017 predstavovalo priaznivý vývoj, ktorý bol pre väčšinu odborníkov na prognózy prekvapením (graf A). Tento silnejúci rast prebiehajúci súčasne s rastom svetového obchodu, ktorý dosiahol vrchol na hodnote 5,2 %, bol spôsobený najmä čistým vývozom. Naopak rast domáceho dopytu zostal na porovnatelných úrovniach, aké sa zaznamenali v prvej fáze hospodárskej expanzie od roku 2014 do roku 2016 (graf B). Od začiatku roku 2018 sa začali projekcie rastu na roky 2018 a 2019 postupne upravovať smerom nadol, stále sa však predpokladá, že ročná miera rastu HDP v roku 2018 by mala byť vyššia ako sa predpokladalo začiatkom roka 2017.

## Graf B

### Rast HDP: členenie nákladov a produkcie

(štvrtročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



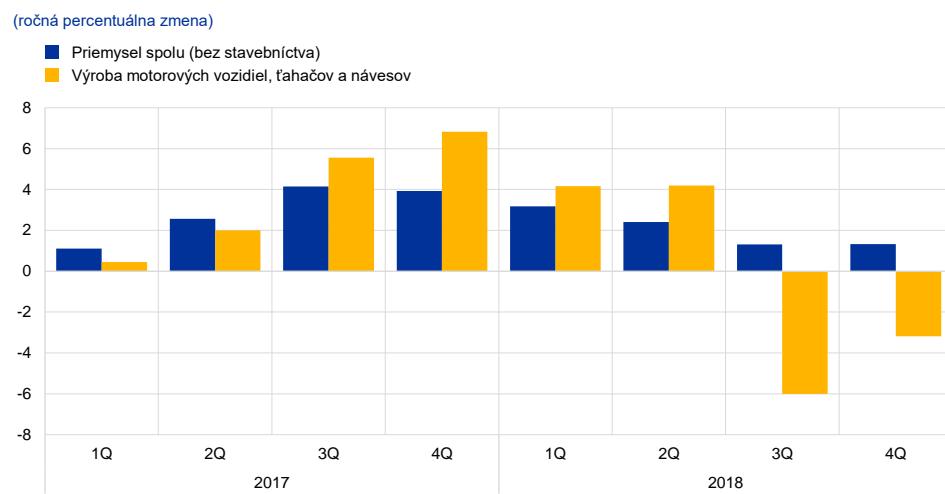
Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Hodnoty za obdobie od prvého štvrtroka 2014 do tretieho štvrtroka 2016 a za obdobie od štvrtého štvrtroka 2016 do štvrtého štvrtroka 2017 predstavujú priemery príslušných štvrtročných údajov.

**Spomalenie v roku 2018 spôsobili hlavne vonkajšie faktory, najmä nízky vonkajší dopyt.** Spomalenie rastu v roku 2018, rovnako ako jeho posilnenie v roku 2017, bolo spôsobené čistým vývozom (graf B). Dynamika obchodu sa normalizovala s návratom globálneho rastu na svoju potenciálnu úroveň. Poklesom čistého obchodu bol najviac zasiahnutý priemyselný sektor ako hlavný producent obchodovateľných tovarov. Rast domáceho dopytu bol celkovo v súlade s priemerným príspevkom, ktorý sa zaznamenal od začiatku hospodárskej expanzie. Hoci dočasné prerušenie výroby osobných automobilov v treťom štvrtroku 2018 záporne ovplyvnilo súkromnú spotrebu, masívnosť domáceho dopytu je prejavom pomyselného kruhu medzi zamestnanosťou, pracovnými príjmami a spotrebou. Dostupné údaje naznačujú, že nedávna strata rastovej dynamiky tento pomyselný kruh doposiaľ nenarušila.

## Graf C

### Priemyselná výroba



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje za štvrtý štvrtrok 2018 vychádzajú len z mesačných údajov za október 2018.

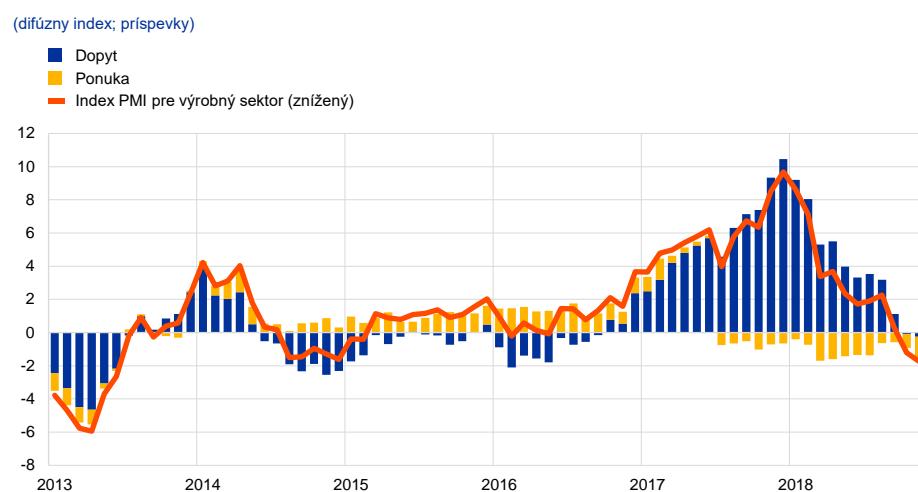
**Rastový profil ovplyvnilo aj niekoľko dočasných faktorov.** V prvom polroku 2018 tlmiли produkciu vo viacerých krajinách poveternostné podmienky, chorobnosť a protestné akcie.<sup>19</sup> V treťom štvrtroku došlo k výraznému prerušeniu výroby automobilov v dôsledku zavedenia nových noriem pre emisie vozidiel od 1. septembra (graf C). Výroba sa znížila, pretože výrobcovia automobilov sa snažili vyhnúť sa akumulácii zásob netestovaných vozidiel, čo výrazne zaťažilo hospodárstvo krajín s veľkým sektorm výroby automobilov (ako je napríklad Nemecko). Nemecké hospodárstvo naznamenalo v treťom štvrtroku spomalenie, čím sa znížil štvrtročný rast eurozóny najmenej o 0,1 percentuálneho bodu. Očakáva sa však, že tento účinok bude len dočasný. Keď sa sklz v dôsledku testovania dobehne, výroba automobilov by sa mala vo štvrtom štvrtroku postupne vrátiť do normálu a tento účinok na produkciu by sa mal stratiť. Najnovšie údaje naznačujú, že výroba automobilov sa už začala normalizovať.<sup>20</sup>

<sup>19</sup> Viac v boxe s názvom [Za nedávnym spomalením rastu produkcie eurozóny sú cyklické aj dočasné faktory](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2018.

<sup>20</sup> Podľa údajov Združenia nemeckého automobilového priemyslu do novembra 2018.

## Graf D

### Štruktúra indexu PMI pre výrobný sektor



Zdroj: Markit a výpočty ECB.

Poznámka: Historická štruktúra indexu PMI pre výrobný sektor eurozóny pomocou štrukturálneho vektorovo-autoregresného modelu (SVAR) so znamienkovou reštrikciou s produkciou a využitím kapacít z indexu PMI pre výrobný sektor. Tento model využíva znamienkovú reštrikciu na identifikáciu dopytových a ponukových šokov, pričom dopytové šoky sú definované ako šoky posúvajúce index PMI pre výrobný sektor a využívanie kapacít rovnakým smerom, zatiaľ čo ponukové šoky sú definované ako šoky posúvajúce index PMI pre výrobný sektor a využívanie kapacít opačným smerom.

**Súčasná vysoká úroveň využitia kapacít napriek slabnúcemu dopytu naznačuje, že podmienky na strane ponuky vo výrobnom sektore sú nadalej prísne.** Štruktúra indexu PMI pre výrobný sektor založená na modeli naznačuje, že nedávne spomalenie aktivity súvisí najmä s nízkym dopytom (graf D).<sup>21</sup> Zároveň však od polovice roku 2017 začali byť obmedzenia ponuky postupne záväznejšie. Využívanie kapacít sa mierne spomalilo, keďže sa spomalil rast produkcie. Takýto vývoj možno zreteľne pozorovať v sektore výroby, najmä v Nemecku a v menšej miere aj vo Francúzsku.

**Celkovo teda nedávne spomalenie rastu zatiaľ nespochybňuje základy súčasnej hospodárskej expanzie.** Toto zmiernenie nasleduje po neočakávané vysokom vonkajšom dopyte v roku 2017 a podieľa sa na ňom viaceré dočasné faktorov. Postupné spomalenie rastu sa v štádiu vrcholenia expanzie dokonca môže považovať za normálne. Neistota v súvislosti s vonkajším vývojom zreteľne zvýšila riziká pre hospodársky výhľad eurozóny. Preto je potrebné pozorne sledovať ich možný vplyv na domáci dopyt a základy expanzie.

<sup>21</sup> V rámci toho sa nedávne dočasné prerušenie výroby automobilov tiež považuje za pokles dopytu.

## 4

# Štrukturálne zmeny ovplyvňujúce rast zamestnanosti v eurozóne v období hospodárskeho oživenia

Katalin Bodnár

**V treťom štvrtroku 2018 bolo v eurozóne celkovo zamestnaných o 9,6 milióna viac osôb než v druhom štvrtroku 2013 (ked' tento ukazovateľ počas krízy dosiahol najnižšiu hodnotu).** Nárast zamestnanosti v období hospodárskeho oživenia viac než vykompenzoval pokles zaznamenaný počas krízy. Výsledkom je historicky najvyššia miera zamestnanosti v eurozóne, ktorá v súčasnosti predstavuje 158,3 milióna osôb.<sup>22</sup> Tento box analyzuje čistý rast zamestnanosti v eurozóne počas hospodárskeho oživenia a porovnáva ho s obdobím od prvého štvrtroka 1999 do prvého štvrtroka 2008 (t. j. od zavedenia eura po začiatok finančnej krízy), ktoré tiež charakterizoval sústavný rast zamestnanosti v eurozóne ako celku.

**V porovnaní s predkrízovým obdobím sa príspevky jednotlivých krajín k rastu zamestnanosti v aktuálne prebiehajúcej fáze oživenia do určitej miery zmenili.** Súčasný nárast počtu zamestnaných osôb o 9,6 milióna je porovnatelný s vývojom v päťročnom období pred vypuknutím finančnej krízy, kedy sa počet osôb so zamestnaním zvýšil o 10 miliónov.<sup>23</sup> Najvýraznejšie rozdiely boli zaznamenané v prípade Nemecka, ktoré sa v súčasnosti podieľa na raste zamestnanosti výrazne vyššou mierou než v predkrízovom období, zatiaľ čo v iných väčších krajinách eurozóny, najmä v Španielsku, príspevok k rastu naopak klesol (graf A). Odráža to najmä relatívnu stabilitu hospodárskeho rastu týchto krajín v oboch pozorovaných obdobiach. V tejto veci je taktiež vhodné spomenúť, že zatiaľ čo pred krízou bolo hlavnou cieľovou krajinou pre imigrantov prichádzajúcich do eurozóny Španielsko, v období oživenia prúdi najvyšší počet imigrantov do Nemecka. K rastu zamestnanosti v eurozóne v súčasnom období hospodárskeho oživenia väčšou mierou prispeli aj Litva, Rakúsko, Portugalsko a Slovensko.

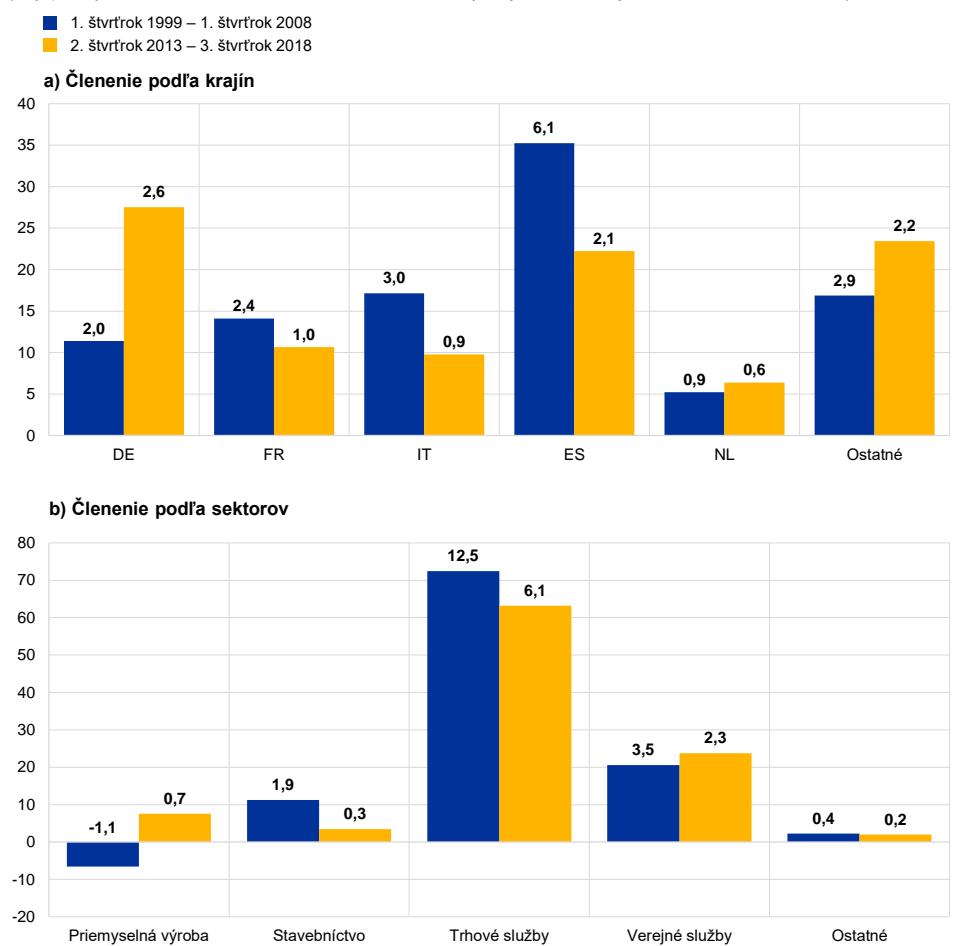
<sup>22</sup> Uvedené údaje vychádzajú z národných účtov, ktoré umožňujú hodnotiť vývoj zamestnanosti v eurozóne z hľadiska krajín a sektorov. Pomocou údajov z Prieskumu pracovnej sily EÚ (Labour Force Survey – LFS) možno zamestnanosť podrobne rozčleniť podľa charakteristik osôb a druhov pracovného pomeru. Aj keď oba štatistické súbory vykazujú podobnú dynamiku, výsledné miery zamestnanosti a kumulačívne miery jej rastu sú z metodologických dôvodov mierne odlišné. Údaje z LFS sú napríklad založené na národnom koncepte, nezahŕňajú niektoré časti populácie a údaje o zamestnanosti sa týkajú vekových skupín 15 – 64 alebo 15 – 74 rokov. Naopak, údaje z národných účtov sú založené na domácom koncepte, ich súčasťou je odhad zamestnanosti v šedej ekonomike a údaje o zamestnanosti zahŕňajú osoby všetkých vekových skupín. Podrobnej vysvetlenie nájdete v [tomto dokumente](#). Podľa údajov z LFS sa počet zamestnaných osôb zvýšil v období od prvého štvrtroka 2013 (najnižšia zaznamenaná hodnota daného súboru údajov) do druhého štvrtroka 2018 (najnovšie dostupné údaje za tento súbor) o 8,9 milióna.

<sup>23</sup> [The outlook for the euro area economy](#), speech by Mario Draghi, President of the ECB, at the Frankfurt European Banking Congress, Frankfurt am Main, 16 November 2018.

## Graf A

Členenie kumulatívneho rastu zamestnanosti podľa krajín a sektorov v predkrízovom období a počas obdobia oživenia

(os y: podiel na kumulatívnom raste zamestnanosti v %; menovky údajov: kumulatívny rast zamestnanosti v mil. osôb)



Zdroj: Eurostat a národné účty.

**Ťahúňom rastu zamestnanosti boli v oboch sledovaných obdobiach trhové služby, hoci ich podiel na celkovom raste zamestnanosti v súčasnom období oživenia je nižší.** Rast zamestnanosti bol v oboch obdobiach zaznamenaný najmä v oblasti profesionálnych a administratívnych služieb a v sektore obchodu a dopravy. Príspevok stavebníctva je pri súčasnom oživení nižší než v rokoch pred krízou. Naopak, po rokoch poklesu v predkrízovom období zaznamenal výrobný sektor v druhom štvrtroku 2013 malý kladný príspevok k rastu zamestnanosti. Verejný sektor sa na kumulatívnom raste zamestnanosti v súčasnom období oživenia podieľa približne jednou päťinou, teda podobne ako v období pred krízou.

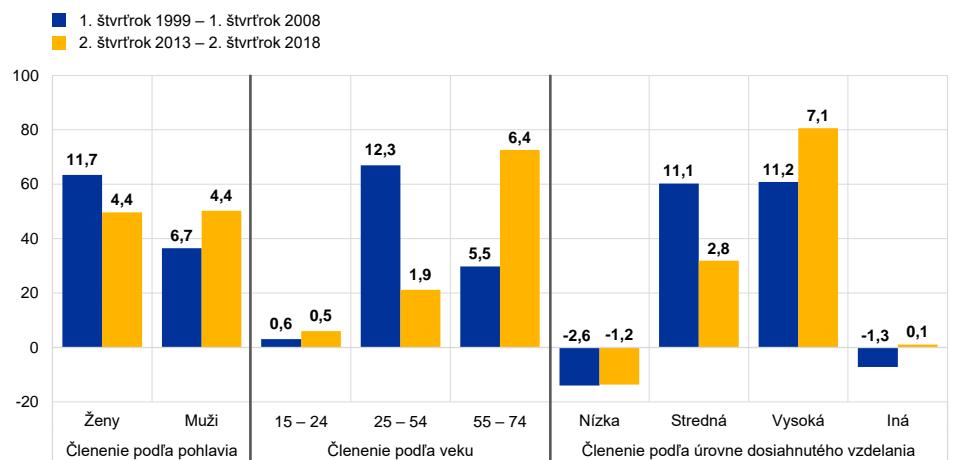
**V súčasnom období hospodárskeho oživenia sa zamestnanosť zvyšuje približne rovnakým tempom u mužov aj u žien (graf B).** Spolu s mierou participácie sa v období pred krízou veľmi rýchlo zvyšovala aj zamestnanosť žien, čo odrážalo rast úrovne ich vzdelania, reformy na trhu práce a zvyšujúcu sa dôležitosť služieb v hospodárstve. Tieto faktory sa však v poslednom čase začali stabilizovať, čo prispelo k utlmeniu tempa rastu miery participácie u žien a nepriaznivo ovplyvnilo ich

príspevok k rastu zamestnanosti. Zamestnanosť u mužov sa počas krízy prepadla a i napriek pokračujúcemu oživeniu naďalej zaostáva za hodnotami zaznamenanými v predkrízovom období. Podiel žien na celkovom počte zamestnaných osôb sa preto v poslednom čase ustálil na úrovni 46,3 % (v porovnaní s 42,6 % v prvom štvrtroku 1999 a 45,9 % v druhom štvrtroku 2013).

### Graf B

#### Členenie kumulatívneho rastu zamestnanosti podľa charakteristík osôb v predkrízovom období a počas obdobia oživenia

(os y: podiely na kumulatívnom raste zamestnanosti %; menovky údajov: kumulatívny rast zamestnanosti v mil. osôb)



Zdroj: Eurostat a LFS.

Poznámka: Pokiaľ ide o úroveň dosiahnutého vzdelania, „nízka“ znamená predprimárne, primárne a nižšie sekundárne vzdelanie, „stredná“ znamená vyšše sekundárne a postsekundárne/nevysoškoškolské vzdelanie, „vysoká“ znamená terciárne vzdelanie a „iná“ označuje nedostupný údaj. Záporná hodnota v kategórii „iná“ v predkrízovom období zrejmé odráža nárast počtu prijatých odpovedí v tomto období.

**V prípade členenia kumulatívnej zamestnanosti podľa veku nastala v súčasnom období oživenia zmena, v rámci ktorej sa výrazne zvýšil príspevok starších pracovníkov k jej rastu (graf B).** V predkrízovom období sa obyvateľstvo v strednom veku (t. j. osoby vo veku od 25 do 54 rokov) podieľalo na raste zamestnanosti viac ako dvoma tretinami, v súčasnom období oživenia však príspevok tejto vekovej skupiny k rastu zamestnanosti predstavuje iba približne jednu päťtinu. Naopak, osoby vo veku od 55 do 74 rokov sa v období oživenia zaslúžili o tri štvrtiny z kumulatívneho rastu zamestnanosti, v porovnaní s necelou jednou tretinou v období pred krízou. Príspevok mladých (t. j. osoby vo veku od 15 do 24 rokov) bol v súčasnom období oživenia, podobne ako v rokoch pred krízou, iba obmedzený.

**Pod zmeny vo vekovej štruktúre rastu zamestnanosti sa najvýraznejšie zrejme podpísali demografické faktory a dôchodkové reformy.** Zaznamenaný vývoj odráža predovšetkým zmeny v ponuke pracovnej sily. Počet starších pracovníkov sa zvyšuje s prechodom silných povojnových ročníkov do vekovej kategórie 55- až 74-ročných, zatiaľ čo počet osôb mladších ako 55 rokov klesá.<sup>24</sup> Okrem toho došlo v rovnakom čase aj k výraznému rastu miery participácie u starších ľudí.<sup>25</sup>

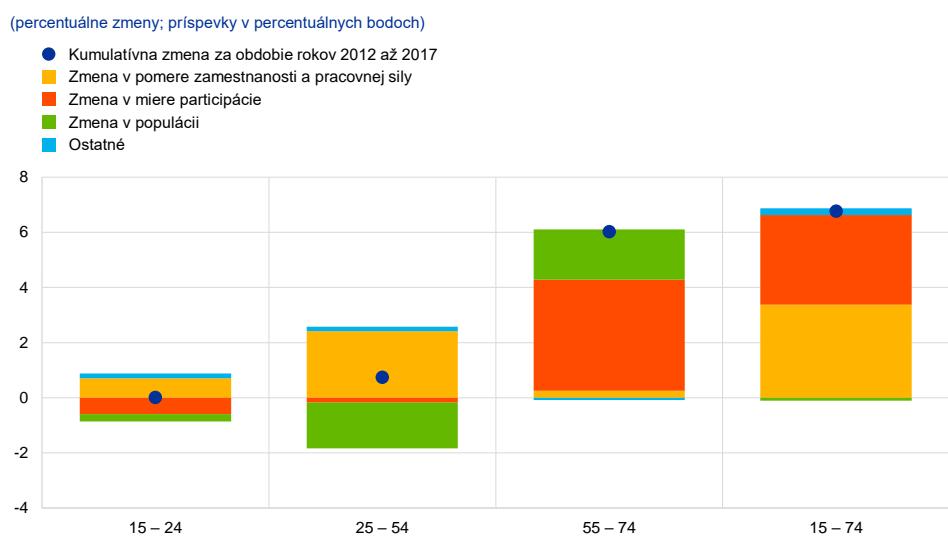
<sup>24</sup> Viac v boxe s názvom [Najnovší vývoj v oblasti ponuky pracovnej sily v eurozóne](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2017.

<sup>25</sup> Miera participácie tejto vekovej skupiny vykazuje rastúci trend; z 22,4 % v prvom štvrtroku 1999 sa zvýšila na 33,6 % v druhom štvrtroku 2013 a v druhom štvrtroku 2018 predstavovala už 39 %. Viac v článku [Labour supply and employment growth](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2018.

V súčasnom období hospodárskeho oživenia sa rast zamestnanosti u osôb vo veku od 55 do 74 rokov zvýšil z jednej tretiny kvôli ich zvyšujúcemu sa počtu a z dvoch tretín v dôsledku nárastu miery ich participácie (graf C). Jedným z dôvodov rastúcej miery participácie vo vekovej skupine 55 – 74 rokov je zvyšujúca sa úroveň vzdelania, ktorá s mierou participácie pozitívne koreluje. Na celkovom raste miery participácie má však tento faktor iba malý podiel. Hlavným dôvodom rastu miery participácie bude zrejme skutočnosť, že naprieč eurozónou dochádzalo k posunu zákonného i skutočného veku odchodu do dôchodku.<sup>26</sup>

### Graf C

#### Členenie kumulatívneho rastu zamestnanosti podľa vekových skupín v období hospodárskeho oživenia



Zdroj: Eurostat, LFS a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje vychádzajú z ročných štatistik.

**Pod rast zamestnanosti sa v súčasnom období hospodárskeho oživenia podpísali najmä osoby s terciárnym vzdelaním.** Osobám s dosiahnutým terciárnym vzdelaním možno v čase hospodárskeho oživenia pripísť až 80 % celkového rastu zamestnanosti (60 % v predkrízovom období). Príspevok osôb so strednou úrovňou dosiahnutého vzdelania, naopak, významne klesol. Zamestnanosť ľudí s nízkou úrovňou vzdelania sa v súčasnej fáze expanzie, podobne ako v rokoch pred krízou, znižuje. Tento vývoj súvisí aj so zmenami v populácii, keďže počet osôb s nízkou úrovňou dosiahnutého vzdelania klesá a počet terciárne vzdelaných ľudí rastie.

**Zamestnanosť v eurozóne sa v súčasnom období hospodárskeho oživenia zvyšuje vďaka pracovným pomerom na plný úväzok, z ktorých väčšina bola na dobu neurčitú. Až 80 % z celkového rastu možno pripísat zamestnanosti na plný úväzok.** Aj napriek tomu zostáva zamestnanosť na plný úväzok pod úrovňou z predkrízového obdobia, a to v dôsledku prudkého prepadu počas krízy. Zamestnanosť na čiastočný úväzok sa počas krízy, ale aj neskôr v čase

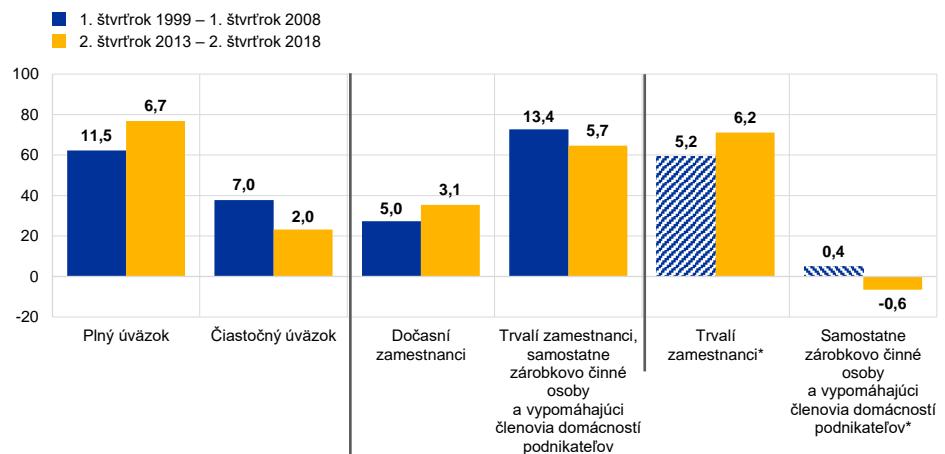
<sup>26</sup> Jednoduchá shift-share analýza naznačuje, že miera participácie by sa výrazne zvýšila aj bez zmeny členenia podľa úrovne dosiahnutého vzdelania.

hospodárskeho oživenia zvyšovala, jej príspevok k rastu zamestnanosti však v poslednom čase klesá a prestal sa zvyšovať aj jej podiel na celkovej zamestnanosti. Odráža to najmä pokles počtu podzamestnaných pracovníkov na čiastočný úvazok (t. j. osôb, ktoré by chceli pracovať viac hodín), zatiaľ čo príspevok pracovníkov, ktorí nie sú podzamestnaní (t. j. osôb zamestnaných na čiastočný úvazok spokojných s počtom hodín, ktoré odpracujú), k rastu zamestnanosti dosahuje podobné hodnoty ako v období pred krízou.<sup>27</sup> K rastu zamestnanosti dochádza najmä v prípade trvalých pracovných pomerov, v súčasnosti však rastie aj percentuálny podiel dočasného zamestnávania, zatiaľ čo podiel samostatne zárobkovej činnosti sa, naopak, znižuje (graf D).

#### Graf D

##### Členenie kumulatívneho rastu zamestnanosti podľa druhu pracovného pomeru v predkrízovom období a počas obdobia oživenia

(os y: podiele na kumulatívnom raste zamestnanosti v %; menovky údajov: kumulatívny rast zamestnanosti v mil. osôb)



Zdroj: Eurostat, LFS a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje boli odborníkmi ECB upravené o zmeny v úrovni.

\* Samostatné údaje o trvalých pracovných pomeroch a samostatne zárobkovo činných osobách a vypomáhajúcich členoch domácností podnikateľov sú dostupné iba od roku 2005.

<sup>27</sup> Viac v boxe s názvom [Najnovší vývoj v oblasti zamestnanosti na čiastočný úvazok](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB, 2018.

## 5

# Aktuálny vývoj mzdového posunu v eurozóne

Gerrit Koester a Justine Guillochon

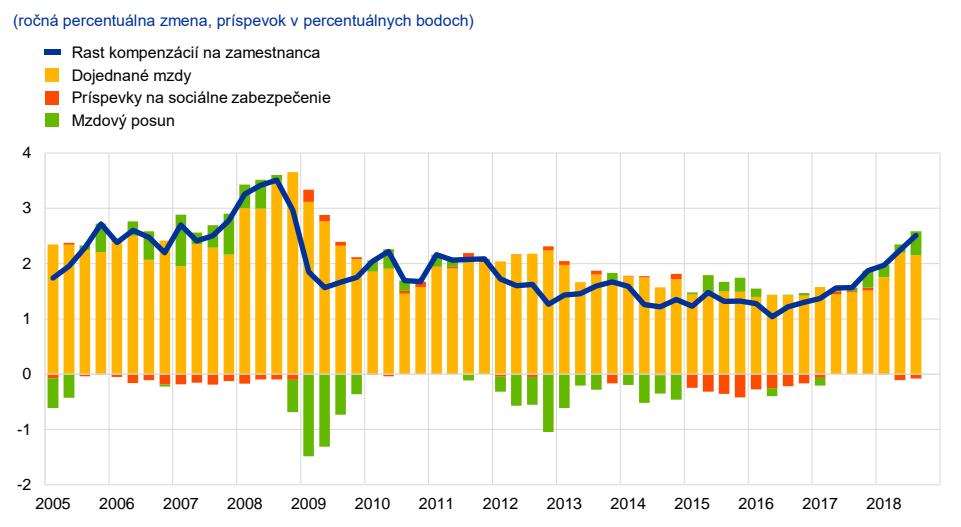
**Mzdový posun meria odchýlky medzi vývojom skutočných miezd a vývojom dojednaných miezd.** Je dôležitým prvkom makroekonomickej analýzy kompenzácií zamestnancov, pretože by mal byť úzko spojený s cyklickým vývojom na trhu práce. V podmienkach znižovania kapacít na trhu práce môžu byť zamestnávatelia nútení ponúkať vyššie platové triedy, než aké boli dojednané podľa kolektívnych zmlúv, aby podporovali platový posun zamestnancov do vyšších platových pásiem v rámci kolektívne dojednaných platových tried, alebo aby jednoducho vyplatili bonusy nad rámec dohodnutých miezd ako spôsob odmeňovania a udržania si zamestnancov. Vzhľadom na nedávny pretrvávajúci pokles nezamestnanosti a narastajúce znaky nedostatku pracovnej sily tento box hodnotí úlohu mzdového posunu v nedávnom vývoji kompenzácií zamestnancov.

**Agregovaný mzdový posun nie je možné pozorovať a je tu odvodený ako rozdiel medzi mierami rastu hrubých miezd a platov na zamestnanca a mierami rastu dojednaných miezd.** To znamená, že celkový rast miezd meraný kompenzáciami na zamestnanca možno rozdeliť na rast dojednaných miezd, mzdový posun a vplyv zmien v príspevkoch na sociálne zabezpečenie, kde je mzdový posun definovaný ako rozdiel medzi ročnou mierou rastu kompenzácií na zamestnanca a ročnou mierou rastu hrubých miezd a platov na zamestnanca. Takto vypočítaný mzdový posun taktiež nevyhnutne zachytáva posuny v štruktúre zamestnanosti v ekonomike, a to v rozsahu, v akom sú spoločnosti viazané kolektívnymi zmluvami, a v priemernom počte odpracovaných hodín na osobu. Na mzdové prémie má teda vplyv viaceré faktorov ako len vývoj na trhu práce.

**Mzdový posun bol hlavnou hybnou silou rastu miezd v počiatocnej fáze posilňovania rastu miezd, podporujú ho však teraz aj dojednané mzdy.** Od druhého štvrtroka 2016 do štvrtého štvrtroka roku 2017 došlo k zmene mzdového posunu o 0,4 percentuálneho bodu, čo zároveň najviac prispelo k zvýšeniu rastu kompenzácií na zamestnanca z 1,0 % na 1,8 % (graf A). V danom období bol rast dojednaných miezd prevažne plochý a začal sa zvyšovať len v roku 2018, keď sa zvýšil z 1,5 % v poslednom štvrtroku 2017 na 2,1 % v treťom štvrtroku 2018. Nedávny nárast kompenzácií na zamestnanca z 1,9 % vo štvrtom štvrtroku 2017 na 2,5 % v treťom štvrtroku 2018 bol preto silne podporený aj rastom dojednaných miezd.

## Graf A

### Rozloženie rastu kompenzácií na zamestnanca



Zdroj: Eurostat, ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z tretieho štvrtroka 2018.

#### Pre nedávny vývoj mzdového posunu neboli rozhodujúce zmeny v počte odpracovaných hodín.

Za predpokladu, že vo väčšine prípadov sa rast dojednaných miezd nepriamo vzťahuje na hodinovú mzdu, tu vypočítaný mzdový posun môže byť ovplyvnený zmenami v priemernom počte odpracovaných hodín na zamestnanca vyplývajúcich napríklad z nadčasov alebo prechodu z plného na čiastočný pracovný úvazok.<sup>28</sup> Porovnanie zmien v príspevku počtu odpracovaných hodín na zamestnanca k rastu kompenzácií na zamestnanca s mzdovým posunom ukazuje, že výrazné zníženie počtu odpracovaných hodín na zamestnanca v rokoch 2008 až 2009 a 2012 až 2013 sa, podľa očakávania, odrazilo v silne záporných príspevkoch mzdového posunu k celkovému rastu miezd. Od roku 2014 však zmeny v počte odpracovaných hodín na zamestnanca len voľne súviseli so zmenami v mzdovom posune v jednotlivých štvrtrokoch, čo naznačuje, že zmeny v počte odpracovaných hodín zohrávajú vo vývoji agregovaného mzdového posunu iba obmedzenú úlohu.

<sup>28</sup> Hodnotenie mzdového posunu podlieha viacerým výhradám. Napríklad údaje o dojednaných mzdách v eurozóne, ktoré sú potrebné na výpočet mzdového posunu, sa vypočítajú na základe neharmonizovaných údajov za jednotlivé krajinu. To by tiež mohlo mať vplyv na spoľahlivosť vypočítaného mzdového posunu. Okrem toho, mzdový posun sa vypočíta ako rozdiel medzi ročnou mierou rastu hrubých miezd a platov a ročnou mierou rastu dojednaných miezd, a nie ako príspevok dojednaných miezd k celkovému rastu miezd. To vyplýva zo skutočnosti, že úroveň dojednaných miezd – na rozdiel od údajov o kompenzáciách – zvyčajne nie sú k dispozícii.

### Graf B

Mzdový posun a príspevok počtu odpracovaných hodín k rastu kompenzácií na zamestnanca

(príspevky v percentuálnych bodech)

- Mzdový posun
- Príspevok počtu odpracovaných hodín k rastu kompenzácií na zamestnanca



Zdroj: Eurostat, ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z tretieho štvrtroka 2018.

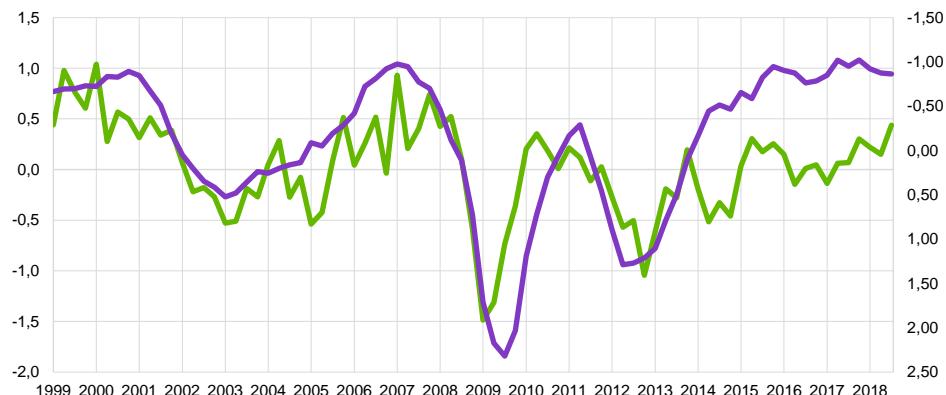
**Mzdový posun má tendenciu relativne rýchlo reagovať na zmeny cyklických podmienok na trhu práce.** Zvyčajne je len malé oneskorenie reakcie mzdového posunu na zmeny cyklických podmienok na trhu práce merané zmenou v miere nezamestnanosti (graf C). Priama reakcia mzdového posunu na cyklus je v súlade s využívaním bonusov a mimoriadnych odmién v obdobiah hospodárskeho cyklu so zvýšenou produktivitou a ziskovošou. Typické vzťahy medzi mzdovým posunom a cyklickým vývojom na trhu práce však boli oveľa menej viditeľné v období tlmeného rastu miezd v rokoch 2013 až 2016. Zdá sa, že počas tohto obdobia sa obmedzovanie miezd uplatňovalo aj na flexibilné časti mzdy, ako sú bonusy.

### Chart C

Mzdový posun v priebehu cyklu

(ľavá os: príspevok v percentuálnych bodech; pravá os: percentuálne body)

- Mzdový posun (ľavá os)
- Miera nezamestnanosti (pravá os)



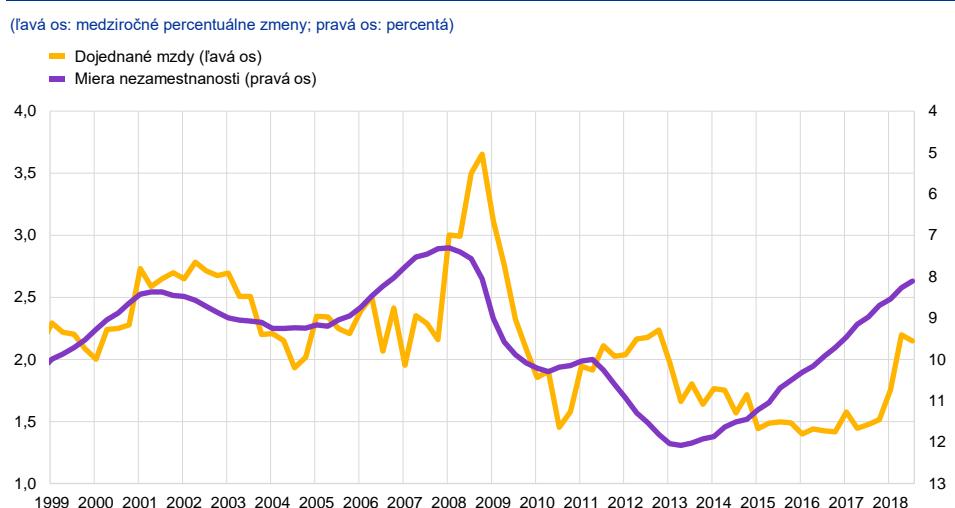
Zdroj: Eurostat, ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za tretí štvrtrok 2018. Série údajov miery nezamestnanosti odrážajú medziročné zmeny v miere nezamestnanosti. Pravá os je obrátená.

**Rast dojednaných miezd pretrváva zvyčajne dlhšie ako mzdový posun.** Ako taký reaguje menej priamo na zmeny v miere nezamestnanosti, zato však viac závisí od úrovne tejto miery (graf D). V súlade so signálom, ktorý dáva nezamestnanosť v súvislosti so situáciou na trhu práce, a tým pre vyjednávanie miezd, dojednané mzdy očividne reagujú len na kumulatívne zmeny v miere nezamestnanosti jedným smerom, a preto reagujú na cyklický vývoj na trhu práce s dlhším oneskorením. Takéto časové oneskorenie a dlhšie pretrvávanie rastu dojednaných miezd je v súlade s procesmi vyjednávania vo veľkých krajinách eurozóny, ktoré často fixujú mzdy na obdobie dlhšie ako jeden rok. Prekrývajúce sa kalendáre pri vyjednávaniach sektorových miezd naznačujú, že nie všetky zmluvy sa uzatvárajú v tom istom roku, a preto môže určitý čas trvať, kým sa cyklický vývoj úplne odrazí v agregovanom raste dojednaných miezd.

#### Graf D

#### Vývoj rastu dojednaných miezd a miera nezamestnanosti



Zdroj: Eurostat, ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z tretieho štvrtroka 2018. Pravá os je obrátená.

**Dlhšie pretrvávajúci rast dojednaných miezd upevňuje dôveru, že nedávne zvýšenie rastu miezd bude pokračovať.** Rast dojednaných miezd odzrkadľuje fixáciu vývoja miezd na určitý čas dopredu a tvorí teda základ pre skutočný vývoj miezd. Prispieva k dôveryhodnejšiemu výhľadu pre rast miezd, než keby bol nárast vyvolaný len mzdovým posunom, ktorý rýchlejšie reaguje na zmeny na trhu práce. Zatiaľ čo vo všeobecnosti nie je nemožné, aby by boli mzdové posuny dokonca záporné, v prípade, že by sa prejavil neočakávaný nepriaznivý makroekonomický vývoj, jeho vplyv by musel byť neobvykle rozsiahly na to, aby vyrovnal pozitívny vplyv nedávneho vyššieho rastu dojednaných miezd. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, nedávne dohody o mzdách a rozšírenie rastu miezd naprieč krajinami a sektormi podporujú očakávanie, že mzdy budú aj naďalej rásť.

## Hodnotenie návrhov rozpočtových plánov na rok 2019

Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier a Nadine Leiner-Killinger

**Európska komisia 21. novembra 2018 zverejnila svoje stanoviská k návrhom rozpočtových plánov jednotlivých krajín eurozóny na rok 2019, ako aj analýzu rozpočtovej situácie v eurozóne ako celku.** Súčasťou každého stanoviska je hodnotenie súladu príslušného plánu s Paktom stability a rastu. Toto hodnotenie je dôležité, keďže sa v ňom posudzuje, či krajiny do svojich plánov začlenili aj odporúčania pre jednotlivé krajiny týkajúce sa rozpočtových politík, ktoré boli prijaté Radou pre hospodárske a finančné záležitosti 13. júla 2018, a krajinám adresované v rámci európskeho semestra v roku 2018.<sup>29</sup> V týchto odporúčaniach sa okrem iného navrhuje, aby sa krajiny s vysokým pomerom dlhu verejnej správy k HDP usilovali o dostatočne rýchle zníženie zadlženosťi. V prípade budúceho hospodárskeho poklesu by tak boli odolnejšie.<sup>30</sup>

**Komisia vo svojich stanoviskách naznačuje veľmi heterogénny fiškálny vývoj v krajinách eurozóny.** Na jednej strane Komisia na základe svojej prognózy z jesene 2018 dospela k názoru, že desať návrhov rozpočtových plánov je v súlade s Paktom stability a rastu, čo je bezprecedentný počet.<sup>31</sup> Sú to plány Nemecka, Írska, Grécka, Cypru, Litvy, Luxemburska, Malty, Holandska, Rakúska a Fínska (všetky v rámci preventívnej časti; graf A). Očakáva sa, že tieto krajiny zaznamenajú v roku 2019 zdravé fiškálne pozície odrážajúce ich strednodobé rozpočtové ciele.<sup>32</sup> Návrhy rozpočtových plánov ďalších troch krajín sú podľa Komisie vo všeobecnosti v súlade s požiadavkami paktu.<sup>33</sup> Sú to plány Estónska, Lotyšska a Slovenska. Na druhej strane návrhy rozpočtových plánov tých krajín, ktoré sa najviac vzdialujú od zdravých fiškálnych pozícií, predstavujú najväčšie riziko nesúladu s Paktom stability a rastu. Podľa hospodárskej prognózy Komisie štrukturálne úsilie týchto krajín výrazne klesne pod rámec záväzkov Paktu stability a rastu (graf B). Platí to najmä pre väčšinu krajín, ktoré by podľa prognózy mali v roku 2019 zaznamenať vysoké pomery dlhu verejnej správy, na úrovni vyššej ako 90 % HDP (graf A).<sup>34</sup> Konkrétnie návrhy rozpočtových

<sup>29</sup> Viac informácií v [odporúčaniach pre rozpočtovú politiku jednotlivých krajín v rámci Európskeho semestra 2018](#) a v boxe s názvom Odporúčania pre rozpočtovú politiku jednotlivých krajín v rámci európskeho semestra 2018, *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, jún 2018.

<sup>30</sup> Preskúmanie návrhov rozpočtových plánov zahŕňalo aj Grécko, ktoré bolo prvýkrát hodnotené odvtedy, ako v auguste ukončilo program finančných úprav.

<sup>31</sup> To je o štyri viac ako počet krajín, ktorých plány boli v minulom roku plne v súlade.

<sup>32</sup> Grécko ešte nemá strednodobý cieľ, ale jeho prebytok podľa Komisie prekračuje nový cieľ, ktorý má byť stanovený. Podľa publikácie Komisie s názvom *Vade Mecum on the Stability and Growth Pact* (Vademécum o Pakte stability a rastu), krajiny so štrukturálnym saldom v rozpätí tolerancie strednodobého cieľa 0,25 % HDP sa považujú za krajiny, ktoré splnili svoj strednodobý cieľ.

<sup>33</sup> Návrhy rozpočtových plánov krajín podliehajúcich preventívnej časti Paktu stability a rastu sú vo všeobecnosti v súlade, ak by podľa prognózy Komisie plán alebo úpravy na jeho dosiahnutie mohli viesť k určitému odchýlkom od strednodobého cieľa, no nedostatočné plnenie príslušnej požiadavky by nepredstavovalo významnú odchýlku. Odchýlky od fiškálnych cieľov v rámci preventívnej časti paktu sa hodnotia ako významné, ak prekročia 0,5 % HDP v jednom roku alebo v priemere 0,25 % HDP v dvoch po sebe nasledujúcich rokoch.

<sup>34</sup> S výnimkou Slovinska sa neočakáva, že by tieto krajiny v roku 2019 znížili dlh verejných financí pod referenčnú hodnotu 60 % HDP v súlade s dlhovým pravidlom Paktu stability a rastu.

plánov piatich krajín predstavujú riziko nesúladu s paktom.<sup>35</sup> Ide o plán Španielska, ktoré v súčasnosti podlieha nápravnej časti Paktu stability a rastu a na ktoré sa vzťahuje postup pri nadmernom deficite s termínom korekcie v roku 2018. Z krajín, ktoré podliehajú preventívnej časti, ide o plány Belgicka, Francúzska, Portugalska a Slovinska. Slovinsko predložilo svoj plán na základe nezmenenej politiky, keďže má novozvolenú vládu. Euroskupina vyzýva príslušné krajiny, aby „včas zvážili potrebné dodatočné opatrenia na podchytenie rizík, ktoré zistila Komisia, a aby zabezpečili súlad svojich rozpočtov na rok 2019 s ustanoveniami Paktu stability a rastu“.

**V prípade Talianska vydala Európska komisia po prvýkrát stanovisko, ktorým sa potvrzuje osobitne závažný nesúlad rozpočtového plánu s požiadavkami Paktu stability a rastu.**<sup>36</sup> V prípade zistenia rizika osobitne závažného nesúladu s ustanoveniami Paktu stability a rastu – čiže ak sa v pláne počíta so štrukturálnym úsilím, ktoré zjavne nezodpovedá požiadavkám – môže Komisia požiadať príslušný členský štát o predloženie prepracovaného rozpočtového plánu. Takáto žiadosť bola zaslaná Taliansku 23. októbra. V prepracovanom rozpočtovom pláne, ktorý predložili talianske orgány 13. novembra, boli cieľové hodnoty deficitu ponechané na nezmenenej úrovni, na základe čoho Komisia 21. novembra znova potvrdila svoje hodnotenie osobitne závažného nesúladu. Komisia zároveň usúdila, že fiškálne plány Talianska na rok 2019 predstavujú podstatnú zmenu v relevantných faktoroch, ako to analyzovala vo svojej správe podľa článku 126 ods. 3 Zmluvy o fungovaní Európskej únie (ZFEÚ), ktorú uverejnila v máji 2018. V dôsledku toho Komisia 21. novembra vydala novú správu podľa článku 126 ods. 3 ZFEÚ na základe údajov vykázaných za rok 2017. V tejto správe dospela k záveru, že dlhé kritérium by sa malo považovať za nedodržané, čím pre Taliansko vydláždila cestu k otvoreniu postupu pri nadmernom deficite na základe dlhu. Euroskupina vo svojom vyhlásení z 3. decembra podporila hodnotenie Komisie a odporučila Taliansku, aby prijalo potrebné opatrenia na dosiahnutie súladu s Paktom stability a rastu. Komisia zaslala 19. decembra list talianskym orgánom, ktorým vzala na vedomie nové rozpočtové opatrenia predložené talianskou vládou, a uviedla, že ak by ich taliansky parlament prijal do konca roka, „Európska komisia by tak v tomto štádiu nemusela odporučiť začatie postupu pri nadmernom deficite“.<sup>37</sup>

**Pretrvávajúca neschopnosť vytvárať rozpočtové rezervy v krajinách s vysokým dlhom verejných financí vyvoláva obavy, pretože sa tak zvyšuje riziko, že tieto krajinu budú nútené sprísniť rozpočtové politiky v prípade budúceho hospodárskeho poklesu.** Jedným z hlavných ponaučení z poslednej krízy je, že zdravé fiškálne pozície poskytujú krajinám rozpočtový priestor, ktorý môžu potrebovať, aby boli schopné čeliť nepredvídateľným šokom. Vzhľadom na nedostatočné uplatňovanie odporúčaní z minulého roka Euroskupina opakuje, že „pomalé tempo znižovania dlhu z vysokých úrovní vo viacerých členských štátoch

<sup>35</sup> V prípade krajín podliehajúcich preventívnej časti Paktu stability a rastu sa Komisia domnieva, že návrh rozpočtového plánu predstavuje riziko nesúladu s paktom, ak predpokladá výraznú odchýlku od strednodobého rozpočtového cieľa alebo od potrebných úprav na jeho dosiahnutie v roku 2019 a/alebo v prípade relevantnosti neplnenie referenčnej hodnoty pre zniženie dlhu.

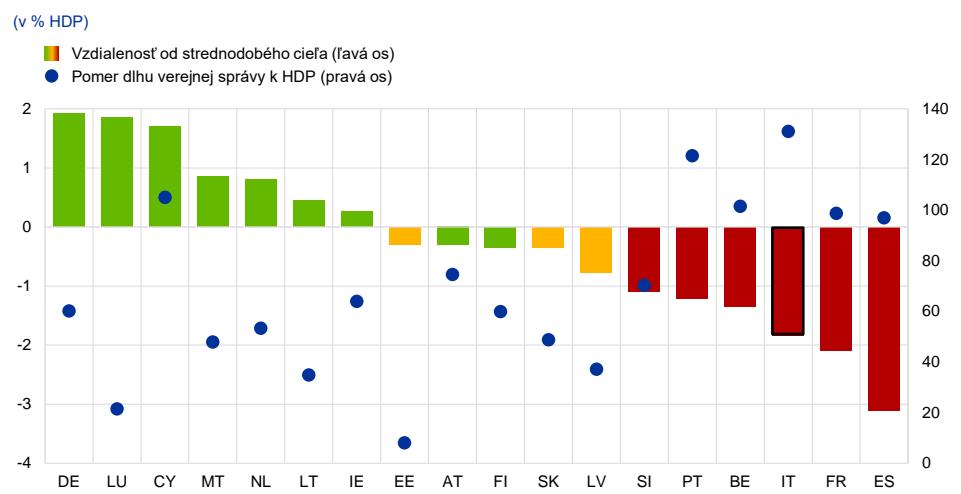
<sup>36</sup> Vrábane prípadov, keď zlepšenie štrukturálneho salda týchto krajín s cieľom priblížiť sa k ich strednodobému rozpočtovému cieľu má podľa prognózy výrazne zaostávať za požiadavkou, t. j. byť nižšie o viac ako 0,5 percentuálneho bodu HDP. Táto hodnota predstavuje hraničnú úroveň na zavedenie postupu nápravy významnej odchýlky v rámci preventívnej časti Paktu stability a rastu.

<sup>37</sup> Viac informácií v tlačovej správe Európskej komisie.

zostáva zdrojom obáv a malo by sa rozhodne riešiť.“ Zdôraznila zároveň, že „súčasné ekonomicke podmienky si vyžadujú naliehavú potrebu doplniť rozpočtové rezervy, najmä v členských štátach, ktoré nedosiahli svoje strednodobé rozpočtové ciele.“

### Graf A

#### Dlh verejnej správy a rozdiely medzi štrukturálnymi saldami a strednodobými rozpočtovými cieľmi v roku 2018



Zdroj: Hospodárska prognóza Európskej komisie z jesene 2018, výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje odchýlku v štrukturálnych saldach krajín v roku 2018 a ich strednodobé ciele. Zelené (oranžové) stĺpce označujú krajiny, ktorých návrhy rozpočtového plánu na rok 2019 sú podľa Európskej komisie (vo všeobecnosti) v súlade s Paktom stability a rastu. Červené stĺpce označujú krajiny, ktorých návrhy rozpočtového plánu na rok 2019 sa podľa Európskej komisie spájajú s rizikom nesúladu s Paktom stability a rastu. Čiernom orámovaný červený stĺpok v prípade Talianska odzrkadľuje názor Komisie, že návrh rozpočtového plánu predstavuje osobitne závažné riziko nesúladu s Paktom stability a rastu. Grécko nie je zahrnuté v tomto grafe, keďže v súčasnosti nemá strednodobý cieľ. Jeho návrh rozpočtového plánu je podľa Komisie v súlade s Paktom stability a rastu.

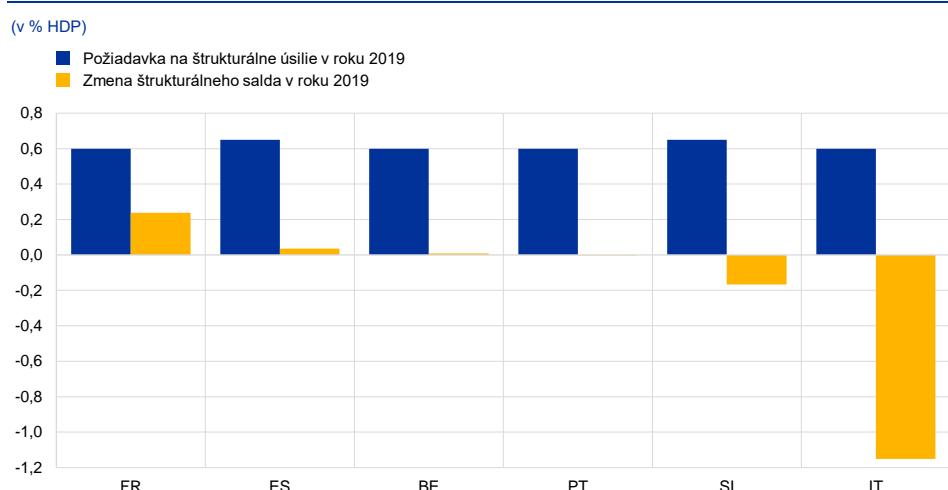
**Treba sa zaoberať dôvodmi, prečo niektoré krajiny nedosiahnu dostatočný pokrok smerom k zdravým rozpočtovým pozíciam.** Po prvé, podľa nápravnej časti Paktu stability a rastu si to vyžaduje preskúmanie základných stratégií. Podľa nich sa krajinám, ktoré podliehajú postupu pri nadmernom deficitu, pri plnení ich nominálnych cieľov celkového deficitu nepodarí splniť vlastné požiadavky na štrukturálne úsilie. V mnohých krajinách tak po ukončení postupu pri nadmernom deficitu po kríze zostali stále veľké štrukturálne deficitu, ktoré ich v období hospodárskeho poklesu robia zraniteľnými. Po druhé, v rámci preventívnej časti Paktu stability a rastu je potrebné riešiť uplatňovanie flexibility.<sup>38</sup> Podľa spoločnej pozície o flexibilite, ktorú prijala Rada ECOFIN na začiatku roka 2016, požiadavky na rozpočtovú úpravu v priebehu hospodárskeho cyklu sa môžu modulovať podľa matice, ktorá stanovuje, že väčšie (menšie) fiškálne úsilie sa vyžaduje v členských štátach v ekonomicky dobrých (zlých) časoch a/alebo s vysokou (nízkou) úrovňou dluhu verejných financií. Umožňuje tiež znížiť štrukturálne úsilie výmenou za dodatočné štrukturálne reformy a investície. V osobitnej správe Európskeho dvora audítorov (ECA) z roku 2018 o preventívnej časti Paktu stability a rastu, ako aj vo výročnej správe Európskej fiškálnej rady (EFB) z roku 2018 sa zdôrazňuje, že v dôsledku kumulatívnych účinkov rôznych foriem

<sup>38</sup> V máji 2018 Komisia uverejnila hodnotenie flexibility v rámci Paktu stability a rastu, ktoré zaviedla v roku 2015. Analýza, ktorá sa zameriava skôr na navrhovanie než na implementáciu pravidiel, predpokladá, že modulácia fiškálneho úsilia podľa matice požiadaviek neznížuje štandardné tempo potrebnej fiškálnej úpravy, a preto podporuje dosiahnutie zdravej rozpočtovéj pozície v strednodobom horizonte, a teda neoslabuje proces znížovania dluhu. Naznačuje však aj to, že skutočné fiškálne úsilie členských štátov zaostáva za požadovaným úsilím.

flexibility sa nezabezpečí, aby sa členské štáty, najmä tie s vysokou úrovňou dlhu, priblížili k svojim strednodobým rozpočtovým cieľom v primeranom časovom rámci. V prípade, že nastane ďalšia recesia, sa tak môžu ocitnúť v neistej pozícii.

#### Graf B

Odporúčané a predpokladané úpravy štrukturálnych sáld v roku 2019 – návrhy rozpočtových plánov spojených s rizikom nesúladu s Paktom stability a rastu a osobitne závažné riziká nesúladu



Zdroj: Hospodárska prognóza Európskej komisie z jesene 2018 a odporúčania pre rozpočtovú politiku jednotlivých krajín schválené Radou pre hospodárske a finančné záležitosti 13. júla 2018.

**Na ďalšie prehĺbenie hospodárskej a menovej únie bude do budúcnia nevyhnutný plne funkčný fiškálny rámec EÚ.** Nadchádzajúce preskúmanie nariadení šestbalíka a nariadení dvojbalíka, ktoré boli implementované na posilnenie pravidiel v rokoch 2011 a 2013, je príležitosťou na identifikovanie a nápravu nedostatkov súčasného súboru pravidiel.

# Štatistika

# Štatistika

## Obsah

1 Vonkajšie prostredie	S 2
2 Finančný vývoj	S 3
3 Hospodárska aktivita	S 8
4 Ceny a náklady	S 14
5 Peňažné a úverové agregáty	S 18
6 Fiškálny vývoj	S 23

## Ďalšie informácie

Štatistika ECB s možnosťou sťahovania údajov je dostupná v databáze Statistical Data Warehouse (SDW):	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/">http://sdw.ecb.europa.eu/</a>
Údaje zo štatistickej časti Ekonomického bulletinu sú dostupné v databáze SDW:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813</a>
V databáze SDW sa nachádza aj podrobnejší Štatistický bulletin ECB:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045</a>
Vysvetlenie metodologických postupov je v časti Všeobecné poznámky Štatistického bulletinu ECB:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023</a>
Informácie o výpočtoch sú v časti Technické poznámky Štatistického bulletinu ECB:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022</a>
Vysvetlenie jednotlivých pojmov a skratiek je v štatistickom glosári ECB:	<a href="http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html">http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html</a>

## 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 <sup>1)</sup> (percentuálna zmena medzi obdobiami)						CPI (ročná percentuálna zmena)						
	G20 <sup>3)</sup>	Spojené štáty	Spojené kráľovstvo	Japonsko	Čína	Informatívna položka: eurozóna	Krajiny OECD		Spojené štáty	Spojené kráľovstvo (HICP)	Japonsko	Čína	Informatívna položka: eurozóna <sup>2)</sup> (HICP)
							Spolu	bez potravín a energií					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	3,5	2,9	2,3	1,2	6,9	2,1	0,7	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,2	1,6	1,8	0,6	6,7	1,9	1,6	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,7	2,2	1,7	1,9	6,9	2,4	2,3	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2017 Q4	0,9	0,6	0,4	0,4	1,5	0,7	2,3	1,9	2,1	3,0	0,6	1,8	1,4
2018 Q1	0,9	0,5	0,1	-0,3	1,5	0,4	2,2	1,9	2,2	2,7	1,3	2,2	1,3
Q2	1,0	1,0	0,4	0,7	1,7	0,4	2,5	2,0	2,7	2,4	0,7	1,8	1,7
Q3	-	0,9	0,6	-0,6	1,6	0,2	2,9	2,2	2,6	-	1,1	2,3	2,1
2018 Jún	-	-	-	-	-	-	2,8	2,0	2,9	2,4	0,7	1,9	2,0
Júl	-	-	-	-	-	-	2,9	2,1	2,9	2,5	0,9	2,1	2,1
Aug.	-	-	-	-	-	-	2,9	2,1	2,7	2,7	1,3	2,3	2,0
Sep.	-	-	-	-	-	-	2,9	2,3	2,3	2,4	1,2	2,5	2,1
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	2,5	2,4	1,4	2,5	2,2
Nov. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,0

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

1) Štvrtročné údaje sú sezónne očistené; ročné údaje sezónne neočistené.

2) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

3) Čísla za eurozónu sú odhadnuté na základe predbežných národných údajov, ako aj na základe prvých informácií o cenách energií.

## 1.2 Hlavní obchodní partneri, index nákupných manažerov a svetový obchod

	Prieskum nákupných manažerov (difúzne indexy; s. o.)										Merchanting – dovoz tovaru <sup>1)</sup>		
	Kompozitný index nákupných manažerov						Globálny index nákupných manažerov <sup>2)</sup>				Merchanting – dovoz tovaru <sup>1)</sup>		
	Globál <sup>2)</sup>	Spojené štáty	Spojené kráľovstvo	Japonsko	Čína	Informatívna položka: eurozóna	Priemyselná výroba	Služby	Nové objednávky na export	Globál	Vyspelé ekonomiky	Rozvíjajúce sa trhové ekonomiky	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2015	53,1	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,1	3,6	-0,6	
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	52,0	50,2	1,1	1,2	1,1	
2017	53,3	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,9	53,8	52,8	5,6	3,1	7,3	
2017 Q4	53,4	54,6	55,2	52,6	51,9	57,2	53,5	53,4	52,2	1,6	1,5	1,7	
2018 Q1	53,6	54,6	53,4	52,1	53,0	57,0	53,8	53,5	52,4	1,2	0,6	1,6	
Q2	53,9	55,9	54,3	52,3	52,5	54,7	53,2	54,2	50,3	-0,2	-0,9	0,2	
Q3	53,1	54,8	53,9	51,5	52,1	54,3	52,6	53,2	49,8	2,0	0,7	2,8	
2018 Jún	54,1	56,2	55,2	52,1	53,0	54,9	53,0	54,5	50,0	-0,2	-0,9	0,2	
Júl	53,6	55,7	53,5	51,8	52,3	54,3	52,7	53,9	49,9	1,2	-0,5	2,2	
Aug.	53,2	54,7	54,2	52,0	52,0	54,5	53,0	53,3	49,9	1,7	0,1	2,7	
Sep.	52,5	53,9	54,1	50,7	52,1	54,1	52,3	52,5	49,6	2,0	0,7	2,8	
Okt.	53,0	54,9	52,1	52,5	50,5	53,1	51,9	53,4	50,0	-	-	-	
Nov.	53,3	54,7	50,7	52,4	51,9	52,7	52,1	53,7	49,9	-	-	-	

Zdroj: Markit (stĺpce 1 – 9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis a výpočty ECB (stĺpce 10 – 12)

1) V položkách globál a vyspelé ekonomiky nie je zahrnutá eurozóna. Ročné a štvrtročné údaje sú percentá medzi obdobiami; mesačné údaje sú percentá medzi trojmesačnými obdobiami. Všetky údaje sú sezónne očistené.

2) Bez eurozóny.

## 2 Finančný vývoj

### 2.1 Úrokové miery peňažného trhu

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

	Eurozóna <sup>1)</sup>					Spojené štáty	Japonsko
	Jednodňové vklady (EONIA)	1-mesačné vklady (EURIBOR)	3-mesačné vklady (EURIBOR)	6-mesačné vklady (EURIBOR)	12-mesačné vklady (EURIBOR)		
1	2	3	4	5	6	7	
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2017	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018 Máj	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,34	-0,03
Jún	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,18	2,33	-0,04
Júl	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,18	2,34	-0,04
Aug.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,32	-0,04
Sep.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,35	-0,04
Okt.	-0,37	-0,37	-0,32	-0,26	-0,15	2,46	-0,08
Nov.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,26	-0,15	2,65	-0,10

Zdroj: ECB.

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

### 2.2 Výnosové krivky

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

	Spotová sadzba					Spread			Okamžitá forwardová sadzba				
	Eurozóna <sup>1),2)</sup>					Eurozóna <sup>1),2)</sup>	Spojené štáty	Spojené kráľovstvo	Eurozóna <sup>1),2)</sup>				
	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	
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98	
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35	
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56	
2018 Máj	-0,63	-0,72	-0,69	-0,25	0,40	1,12	0,63	0,73	-0,76	-0,52	0,57	1,34	
Jún	-0,62	-0,71	-0,68	-0,26	0,38	1,09	0,54	0,60	-0,75	-0,52	0,53	1,31	
Júl	-0,62	-0,65	-0,59	-0,16	0,46	1,11	0,54	0,60	-0,64	-0,39	0,61	1,36	
Aug.	-0,63	-0,67	-0,63	-0,23	0,37	1,04	0,41	0,71	-0,68	-0,46	0,50	1,28	
Sep.	-0,62	-0,63	-0,55	-0,09	0,51	1,14	0,49	0,77	-0,59	-0,31	0,68	1,36	
Okt.	-0,75	-0,73	-0,63	-0,17	0,43	1,17	0,48	0,67	-0,66	-0,37	0,60	1,31	
Nov.	-0,67	-0,70	-0,64	-0,23	0,37	1,06	0,30	0,57	-0,68	-0,45	0,50	1,28	

Zdroj: ECB.

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

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

### 2.3 Indexy akciového trhu

(hodnota indexu v bodoch; priemer za obdobie)

	Dow Jones EURO STOXX indices												Spojené štáty	Japonsko	
	Benchmark		Hlavné sektory ekonomiky												
	Široký index	50	Základný materiál	Služby zákazníkom	Spotrebny tovar	Ropa a plyn	Finančný sektor	Priemysel	Technologie	Sieťové odvetvia	Telekomunikácie	Zdravotníctvo	Standard & Poor's 500	Nikkei 225	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2015	356,2	3 444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2 061,1	19 203,8	
2016	321,6	3 003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2 094,7	16 920,5	
2017	376,9	3 491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2 449,1	20 209,0	
2018 Máj	392,3	3 537,1	806,4	272,3	735,3	351,0	182,5	653,1	527,3	287,9	302,6	819,1	2 701,5	22 590,1	
Jún	383,4	3 442,8	797,5	273,1	719,5	346,7	169,0	647,2	543,6	279,9	290,9	828,1	2 754,4	22 562,9	
Júl	383,8	3 460,9	793,5	273,8	711,4	353,1	169,4	647,6	536,6	287,9	291,0	838,8	2 793,6	22 309,1	
Aug.	382,5	3 436,8	785,2	273,0	711,6	357,5	167,9	653,3	529,4	282,1	288,7	834,2	2 857,8	22 494,1	
Sep.	376,4	3 365,2	779,9	265,1	692,5	356,4	168,0	649,7	511,7	278,1	274,6	807,2	2 901,5	23 159,3	
Okt.	359,0	3 244,5	733,7	253,2	657,3	349,6	160,1	607,6	483,0	269,0	277,7	783,7	2 785,5	22 690,8	
Nov.	351,3	3 186,4	692,3	258,1	649,3	328,6	157,2	589,4	459,6	277,1	293,9	757,5	2 723,2	21 967,9	

Zdroj: ECB.

## 2 Finančný vývoj

### 2.4 Úrokové miery PFI z úverov domácnostiam a z vkladov domácností (nové obchody)<sup>1), 2)</sup> (v % p. a.; priemer za obdobie, ak nie je uvedené inak)

	Vklady				Revol-	Po-	Spotrebiteľské úvery		Úvery	Úvery na bývanie					Kom-				
	splatné na po-	splatné na požiadanie do 3 mesiacov	s dohodnutou splatnosťou:				vingové úvery a prečerpania	skyt-nuté úvery z kreditných kariet	RPM <sup>3)</sup>	podľa jedným vlastníkom a partnerstvám nezapísaným v obchodnom registri				začiatocného obdobia fixácie sadzby		RPM <sup>3)</sup>	pozičný indikátor nákladov na požičiavanie		
			do 2 rokov	nad 2 roky						pohyblivá sadzba do 1 roka	nad 1 rok	10	11	12	13	14			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9			10	11	12	13	14	15	16	
2017 Nov.	0,04	0,44	0,33	0,75	6,21	16,83	4,73	5,69	6,14	2,38	1,67	1,92	1,95	1,94	2,16	1,87			
Dec.	0,04	0,44	0,34	0,73	6,09	16,86	4,47	5,39	5,80	2,31	1,68	1,86	1,92	1,87	2,15	1,83			
2018 Jan.	0,04	0,44	0,36	0,69	6,16	16,92	5,02	5,83	6,28	2,30	1,67	1,87	1,91	1,90	2,14	1,84			
Feb.	0,04	0,44	0,34	0,69	6,19	16,88	4,72	5,70	6,19	2,37	1,64	1,88	1,93	1,91	2,14	1,84			
Mar.	0,04	0,45	0,35	0,67	6,14	16,89	4,71	5,57	6,05	2,34	1,63	1,84	1,95	1,91	2,14	1,84			
Apr.	0,04	0,45	0,34	0,61	6,12	16,87	4,95	5,67	6,15	2,36	1,62	1,85	1,96	1,90	2,13	1,83			
Máj	0,04	0,46	0,34	0,57	6,10	16,89	4,83	5,88	6,39	2,39	1,58	1,85	1,97	1,90	2,13	1,83			
Jún	0,03	0,46	0,33	0,63	6,04	16,84	4,47	5,64	6,10	2,31	1,60	1,81	1,97	1,88	2,12	1,82			
Júl	0,03	0,45	0,33	0,63	6,01	16,80	4,85	5,75	6,22	2,40	1,63	1,83	1,93	1,85	2,12	1,81			
Aug.	0,03	0,45	0,30	0,63	6,02	16,78	5,44	5,88	6,41	2,39	1,63	1,83	1,92	1,85	2,12	1,81			
Sep.	0,03	0,45	0,30	0,69	6,05	16,71	5,30	5,74	6,27	2,37	1,60	1,82	1,91	1,85	2,09	1,79			
Okt. <sup>(p)</sup>	0,03	0,45	0,29	0,73	5,98	16,74	5,04	5,72	6,19	2,44	1,59	1,80	1,91	1,87	2,09	1,80			

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

2) Vráthane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

3) Ročná percentuálna miera poplatku (RPM).

### 2.5 Úrokové miery PFI z úverov nefinančným korporáciám a z vkladov nefinančných korporácií (nové obchody)<sup>1), 2)</sup>

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

	Vklady			Revol-	Ostatné úvery podľa veľkosti a začiatocného obdobia fixácie sadzby								Kompozitný indikátor nákladov na požičiavanie		
	splatné na požiadanie	s dohodnutou splatnosťou:			vingové úvery a prečerpania	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 1 rok	pohyblivá sadzba do 3 mesiacov	nad 1 rok	nad 1 rok		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2017 Nov.	0,04	0,08	0,30	2,36	2,43	2,61	2,37	1,71	1,62	1,72	1,23	1,33	1,57	1,71	
Dec.	0,04	0,06	0,32	2,35	2,40	2,46	2,31	1,70	1,67	1,71	1,34	1,28	1,53	1,71	
2018 Jan.	0,04	0,05	0,39	2,35	2,39	2,52	2,33	1,65	1,61	1,72	1,12	1,37	1,60	1,67	
Feb.	0,04	0,09	0,43	2,37	2,37	2,48	2,33	1,66	1,62	1,74	1,18	1,34	1,64	1,70	
Mar.	0,04	0,08	0,40	2,33	2,39	2,53	2,34	1,67	1,61	1,70	1,26	1,39	1,66	1,73	
Apr.	0,04	0,06	0,31	2,32	2,36	2,42	2,33	1,67	1,61	1,74	1,23	1,29	1,65	1,70	
Máj	0,03	0,08	0,43	2,28	2,31	2,47	2,37	1,65	1,61	1,74	1,08	1,22	1,65	1,62	
Jún	0,04	0,07	0,74	2,29	2,27	2,44	2,31	1,64	1,56	1,70	1,21	1,33	1,70	1,68	
Júl	0,03	0,08	0,38	2,27	2,16	2,41	2,28	1,67	1,59	1,68	1,14	1,30	1,66	1,63	
Aug.	0,03	0,08	0,60	2,25	2,21	2,42	2,35	1,66	1,63	1,74	1,10	1,27	1,69	1,64	
Sep.	0,03	0,09	0,44	2,22	2,21	2,34	2,32	1,65	1,55	1,69	1,12	1,40	1,68	1,65	
Okt. <sup>(p)</sup>	0,03	0,08	0,52	2,22	2,14	2,42	2,33	1,65	1,62	1,71	1,23	1,10	1,66	1,64	

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.

## 2 Finančný vývoj

### 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)

Spolu	PFI (vrátane Eurosystému)	Stav						Hrubé emisie <sup>1)</sup>						
		Korporácie iné ako PFI			Verejná správa			Spolu	PFI (vrátane Eurosystému)	Korporácie iné ako PFI			Verejná správa	
		Finančné korporácie iné ako PFI	FVC	Nefinančné korporácie	Ústredná štátnej správy	Ostatná verejná správa	iné ako PFI		FVC	Nefinančné korporácie	Ústredná štátnej správy	Ostatná verejná správa		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Krátkodobé														
2015	1 269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1 241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1 241	519	156	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2018 Máj	1 318	539	170	.	99	445	66	387	182	42	.	44	79	41
Jún	1 307	523	177	.	90	457	59	388	157	71	.	43	82	36
Júl	1 310	526	175	.	96	453	60	434	191	75	.	48	79	42
Aug.	1 306	525	174	.	95	447	65	405	201	58	.	31	82	33
Sep.	1 282	531	166	.	89	444	52	364	156	66	.	42	72	28
Okt.	1 271	524	163	.	92	439	53	402	175	66	.	47	77	38
Dlhodobé														
2015	15 250	3 786	3 244	.	1 102	6 481	637	215	68	45	.	14	80	9
2016	15 393	3 695	3 217	.	1 197	6 643	641	220	62	53	.	19	78	8
2017	15 362	3 560	3 081	.	1 258	6 821	642	247	66	74	.	17	83	7
2018 Máj	15 534	3 586	3 127	.	1 273	6 927	621	202	49	53	.	17	80	3
Jún	15 540	3 572	3 137	.	1 266	6 944	620	229	64	71	.	14	72	7
Júl	15 555	3 570	3 133	.	1 275	6 956	621	220	54	55	.	17	87	8
Aug.	15 563	3 578	3 141	.	1 258	6 964	622	131	50	38	.	2	38	3
Sep.	15 688	3 616	3 159	.	1 283	7 007	623	253	79	56	.	31	82	4
Okt.	15 741	3 673	3 178	.	1 282	6 980	628	210	60	57	.	14	69	9

Zdroj: ECB.

1) Z dôvodu porovnatelnosti ročné údaje odkazujú na priemerné mesačné hodnoty počas roka.

### 2.7 Miera rastu a stav dlhových cenných papierov a kótovaných akcií (v mld. EUR; percentuálna zmena)

Spolu	PFI (vrátane Eurosystému)	Dlhové cenné papiere						Kótované akcie							
		Korporácie iné ako PFI				Verejná správa		Spolu	PFI	Finančné korporácie iné ako PFI	Nefinančné korporácie	Spolu	PFI	Finančné korporácie iné ako PFI	Nefinančné korporácie
		Finančné korporácie iné ako PFI	FVC	Nefinančné korporácie	Ústredná štátnej správy	Ostatná verejná správa									
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
Stav															
2015	16 518,8	4 303,2	3 390,4	.	1 163,8	6 958,9	702,4	6 814,4	584,3	968,3	5 261,9				
2016	16 633,9	4 213,3	3 353,0	.	1 255,9	7 108,1	703,5	7 089,5	537,6	1 080,2	5 471,6				
2017	16 603,0	4 079,8	3 236,7	.	1 327,9	7 258,9	699,8	7 954,8	612,5	1 249,5	6 092,8				
2018 Máj	16 852,5	4 125,8	3 296,4	.	1 371,9	7 371,5	686,8	8 028,1	531,2	1 289,8	6 207,1				
Jún	16 846,6	4 095,3	3 313,6	.	1 356,4	7 401,4	679,8	7 959,8	543,5	1 267,0	6 149,3				
Júl	16 865,3	4 096,0	3 308,3	.	1 370,9	7 409,1	681,0	8 168,6	576,1	1 293,7	6 298,8				
Aug.	16 869,4	4 102,6	3 315,0	.	1 353,3	7 411,0	687,5	8 020,0	521,1	1 282,6	6 216,3				
Sep.	16 969,9	4 147,0	3 324,9	.	1 372,3	7 451,0	674,8	7 955,8	543,5	1 294,0	6 118,3				
Okt.	17 011,9	4 197,0	3 340,7	.	1 373,6	7 419,1	681,5	7 548,9	515,4	1 202,0	5 831,6				
Miera rastu															
2015	0,2	-7,0	5,5	.	4,9	1,8	0,6	1,1	4,2	1,8	0,6				
2016	0,4	-3,0	-1,1	.	6,5	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4				
2017	1,3	-0,5	-0,1	.	6,2	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3				
2018 Máj	1,1	-0,1	0,4	.	5,9	1,6	-1,9	1,4	1,6	5,4	0,5				
Jún	1,2	-0,6	1,9	.	5,2	1,8	-4,0	1,3	1,6	5,0	0,5				
Júl	1,2	-0,8	0,6	.	4,4	2,4	-2,5	1,2	0,4	4,8	0,6				
Aug.	1,3	-0,2	0,9	.	3,8	2,2	-2,6	1,2	0,5	4,7	0,5				
Sep.	1,7	0,9	0,9	.	4,9	2,4	-3,7	1,1	0,5	3,9	0,5				
Okt.	1,8	0,9	1,6	.	4,5	2,4	-3,1	1,0	0,5	3,1	0,6				

Zdroj: ECB.

## 2 Finančný vývoj

### 2.8 Efektívne výmenné kurzy<sup>1)</sup>

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

	EER-19						EER-38		
	Nominálny 1	Reálny CPI 2	Reálny PPI 3	Reálny deflátor HDP 4	Reálny ULCM <sup>3)</sup> 5	Reálny ULCT 6	Nominálny 7	Reálny CPI 8	
2015	91,7	87,6	88,6	82,9	81,6	88,4	105,7	87,0	
2016	94,4	89,5	90,9	85,0	79,8	89,3	109,7	88,9	
2017	96,6	91,4	92,0	85,9	79,7	90,0	112,0	90,0	
2017 Q4	98,6	93,2	93,6	87,5	80,3	91,4	115,0	92,0	
2018 Q1	99,6	94,0	94,4	88,1	81,3	91,9	117,0	93,4	
Q2	98,4	93,1	93,2	87,2	80,4	91,0	117,0	93,4	
Q3	99,2	93,7	93,4	-	-	-	119,2	94,8	
2018 Jún	97,9	92,6	92,4	-	-	-	116,7	93,0	
Júl	99,2	93,8	93,5	-	-	-	118,2	94,2	
Aug.	99,0	93,4	93,2	-	-	-	119,0	94,6	
Sep.	99,5	94,0	93,6	-	-	-	120,4	95,6	
Okt.	98,9	93,4	92,9	-	-	-	119,0	94,4	
Nov.	98,3	92,9	92,3	-	-	-	117,9	93,5	
Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu mesiacu									
2018 Nov.	-0,6	-0,6	-0,7	-	-	-	-0,9	-1,0	
Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu roku									
2018 Nov.	-0,2	-0,2	-1,2	-	-	-	2,6	1,6	

Zdroj: ECB.

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

2) Časové rady deflované ULCM sú k dispozícii len za skupinu obchodných partnerov EER-18.

### 2.9 Bilaterálne výmenné kurzy

(priemer za obdobie; jednotka národnnej meny voči euro)

	Čínske renminbi 1	Chorvátska kuna 2	Česká koruna 3	Dánska koruna 4	Maďarský forint 5	Japonský jen 6	Poľský zlatý 7	Libra šterlingov 8	Rumunský lei 9	Švédska koruna 10	Švajčiarsky frank 11	Americký dolár 12
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2017 Q4	7,789	7,533	25,650	7,443	311,597	132,897	4,232	0,887	4,6189	9,793	1,162	1,177
2018 Q1	7,815	7,438	25,402	7,447	311,027	133,166	4,179	0,883	4,6553	9,971	1,165	1,229
Q2	7,602	7,398	25,599	7,448	317,199	130,045	4,262	0,876	4,6532	10,330	1,174	1,191
Q3	7,915	7,417	25,718	7,455	324,107	129,606	4,303	0,892	4,6471	10,405	1,144	1,163
2018 Jún	7,551	7,382	25,778	7,449	322,697	128,529	4,304	0,879	4,6623	10,279	1,156	1,168
Júl	7,850	7,397	25,850	7,452	324,597	130,232	4,324	0,887	4,6504	10,308	1,162	1,169
Aug.	7,909	7,426	25,681	7,456	323,021	128,200	4,286	0,897	4,6439	10,467	1,141	1,155
Sep.	7,993	7,429	25,614	7,458	324,818	130,535	4,301	0,893	4,6471	10,443	1,129	1,166
Okt.	7,948	7,425	25,819	7,460	323,843	129,617	4,305	0,883	4,6658	10,384	1,141	1,148
Nov.	7,888	7,428	25,935	7,461	322,330	128,789	4,302	0,881	4,6610	10,292	1,138	1,137
Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu mesiacu												
2018 Nov.	-0,8	0,0	0,4	0,0	-0,5	-0,6	-0,1	-0,2	-0,1	-0,9	-0,3	-1,0
Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu roku												
2018 Nov.	1,5	-1,6	1,6	0,3	3,3	-2,7	1,8	-0,8	0,6	4,5	-2,3	-3,2

Zdroj: ECB.

## 2 Finančný vývoj

### 2.10 Platobná bilancia eurozóny, finančný účet

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

	Spolu <sup>1)</sup>			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	10	11
<i>Stav (medzinárodná investičná pozícia)</i>												
2017 Q3	24 839,7	25 633,3	-793,6	10 775,6	8 756,8	8 386,5	10 955,4	-62,2	5 065,0	5 921,1	674,8	14 129,9
Q4	24 835,5	25 544,2	-708,7	10 671,6	8 769,0	8 550,7	10 950,1	-55,6	4 999,1	5 825,1	669,7	13 898,7
2018 Q1	24 850,9	25 602,9	-752,0	10 593,7	8 682,3	8 529,5	10 919,5	-77,1	5 131,4	6 001,1	673,4	14 118,9
Q2	25 408,4	25 943,9	-535,5	10 732,7	8 687,8	8 742,0	10 994,5	-84,8	5 328,5	6 261,6	690,0	14 295,2
<i>Stav v % HDP</i>												
2018 Q2	222,8	227,5	-4,7	94,1	76,2	76,7	96,4	-0,7	46,7	54,9	6,1	125,4
<i>Transakcie</i>												
2017 Q4	81,9	-37,3	119,3	33,9	45,5	86,2	18,8	4,5	-44,4	-101,7	1,9	-
2018 Q1	453,5	328,1	125,4	63,0	-60,4	194,7	176,7	-4,5	188,9	211,8	11,4	-
Q2	98,7	14,8	83,8	-59,6	-122,8	-1,9	-42,4	40,5	113,0	180,0	6,6	-
Q3	89,2	-17,2	106,4	-19,4	5,7	45,2	-55,4	21,2	41,0	32,5	1,2	-
2018 Apr.	104,8	113,2	-8,4	21,9	-21,2	8,3	-22,5	12,1	66,2	156,9	-3,6	-
Máj	133,1	103,3	29,8	-23,6	-16,4	-2,9	-53,1	15,5	141,6	172,7	2,3	-
Jún	-139,2	-201,7	62,5	-57,9	-85,2	-7,3	33,1	12,9	-94,8	-149,6	7,9	-
Júl	104,3	95,9	8,4	-1,0	16,9	42,9	8,5	5,7	61,1	70,5	-4,3	-
Aug.	19,8	-10,3	30,1	10,3	7,5	20,7	-53,4	7,8	-22,3	35,7	3,3	-
Sep.	-34,9	-102,8	67,9	-28,7	-18,6	-18,5	-10,5	7,7	2,2	-73,6	2,3	-
<i>12-mesačné kumulované transakcie</i>												
2018 Sep.	723,3	288,4	434,9	17,9	-131,9	324,2	97,7	61,7	298,5	322,6	21,0	-
<i>12-mesačné kumulované transakcie v % HDP</i>												
2018 Sep.	6,3	2,5	3,8	0,2	-1,1	2,8	0,9	0,5	2,6	2,8	0,2	-

Zdroj: ECB.

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

### 3 Hospodárska aktivita

#### 3.1 HDP z hľadiska použitia

(štvrtročné sezónne očistené údaje; neočistené ročné údaje)

Spolu	HDP										Zahraničná bilancia <sup>1)</sup>		
	Domáci dopyt		Tvorba hrubého fixného kapitálu						Zmeny zásob <sup>2)</sup>				
	Spolu	Súkromná spotreba	Spotreba verejnej správy	5	Stavebnictvo spolu	Strojárstvo spolu	Produkty duševného vlastníctva	9		Spolu	Export <sup>1)</sup>	Import <sup>1)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Bežné ceny (v mld. EUR)													
2015	10 534,2	10 060,1	5 743,1	2 172,5	2 110,8	1 014,6	640,4	449,7	33,6	474,1	4 865,1	4 391,1	
2016	10 827,5	10 349,6	5 877,4	2 223,3	2 210,9	1 053,2	679,3	472,3	38,1	477,9	4 941,4	4 463,5	
2017	11 205,8	10 683,0	6 058,2	2 279,5	2 302,9	1 121,6	716,3	459,2	42,4	522,8	5 293,6	4 770,8	
2017 Q4	2 844,2	2 703,4	1 531,0	576,1	588,3	287,3	185,4	114,2	7,9	140,8	1 361,4	1 220,6	
2018 Q1	2 865,1	2 725,0	1 543,6	578,1	592,1	291,4	184,2	115,0	11,2	140,0	1 356,6	1 216,6	
Q2	2 889,6	2 757,0	1 553,2	585,2	603,8	297,8	188,7	115,9	14,8	132,6	1 378,0	1 245,3	
Q3	2 905,1	2 784,5	1 561,7	587,6	610,2	300,5	191,2	117,1	24,9	120,7	1 387,6	1 266,9	
v % HDP													
2017	100,0	95,3	54,1	20,3	20,6	10,0	6,4	4,1	0,4	4,7	-	-	
Retázové indexy (ceny predchádzajúceho roka)													
medzištvrtročná percentuálna zmena													
2017 Q4	0,7	0,3	0,2	0,2	1,2	0,1	2,6	1,8	-	-	2,2	1,6	
2018 Q1	0,4	0,5	0,5	0,0	0,1	0,6	-0,7	0,2	-	-	-0,7	-0,5	
Q2	0,4	0,4	0,2	0,4	1,5	1,3	2,5	0,5	-	-	1,0	1,1	
Q3	0,2	0,4	0,1	0,2	0,2	0,0	0,5	0,2	-	-	-0,1	0,5	
ročná percentuálna zmena													
2015	2,1	2,4	1,8	1,3	4,9	0,4	5,6	15,6	-	-	6,5	7,6	
2016	1,9	2,4	2,0	1,8	4,0	2,7	5,8	4,3	-	-	3,0	4,2	
2017	2,4	1,7	1,6	1,2	2,6	3,9	5,0	-3,6	-	-	5,2	3,9	
2017 Q4	2,7	1,3	1,6	1,2	2,5	3,9	6,9	-6,8	-	-	6,4	3,7	
2018 Q1	2,4	1,9	1,7	1,0	3,5	3,4	5,5	0,4	-	-	3,8	2,7	
Q2	2,2	1,6	1,4	1,1	3,0	4,1	6,4	-4,7	-	-	3,8	2,7	
Q3	1,6	1,7	1,0	0,9	3,1	2,0	4,9	2,9	-	-	2,4	2,8	
príspevky k medzištvrtročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodech													
2017 Q4	0,7	0,3	0,1	0,0	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,1	0,4	-	-	
2018 Q1	0,4	0,5	0,3	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	-	-	
Q2	0,4	0,4	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,0	-	-	
Q3	0,2	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,3	-	-	
príspevky k ročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodech													
2015	2,1	2,3	1,0	0,3	1,0	0,0	0,3	0,6	0,0	-0,2	-	-	
2016	1,9	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,1	-0,4	-	-	
2017	2,4	1,6	0,9	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,2	0,0	0,8	-	-	
2017 Q4	2,7	1,3	0,8	0,2	0,5	0,4	0,4	-0,3	-0,3	1,4	-	-	
2018 Q1	2,4	1,8	0,9	0,2	0,7	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,6	-	-	
Q2	2,2	1,5	0,8	0,2	0,6	0,4	0,4	-0,2	-0,1	0,7	-	-	
Q3	1,6	1,7	0,6	0,2	0,6	0,2	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-	

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

1) Export a import zahrňa tovary a služby a týka sa cezhraničného obchodu v rámci eurozóny.

2) Vráthane akvizícií po odpočítaní poskytnutých cenností.

### 3 Hospodárska aktivita

#### 3.2 Pridaná hodnota podľa odvetví ekonomickej činnosti (štvrtročné sezónne očistené údaje; neočistené ročné údaje)

	Spolu	Hrubá pridaná hodnota (základné ceny)										Dane mínus dotácie produktov
		Poľnoho- podárstvo, lesníctvo a rybolov	Priemysel- ná výroba, energetika a sieťové odvetvia	Staveb- níctvo	Obchod, doprava, ubytovacie a stravova- cie služby	Informácie a komuni- kácia	Finančníctvo a poisťov- níctvo	Nehnuteľnosti	Odborné, obchodné a podpor- né služby	Verejná správa, vzdelávanie, zdravotníctvo a sociál- na práca	Umenie, zábava a ostatné služby	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bežné ceny (v mld. EUR)												
2015	9 461,6	159,5	1 901,3	468,0	1 784,9	433,5	470,2	1 078,0	1 031,0	1 805,1	330,2	1 072,6
2016	9 715,8	158,6	1 962,6	486,8	1 836,0	452,7	464,1	1 098,7	1 069,3	1 849,8	337,2	1 111,7
2017	10 048,5	171,3	2 032,8	512,8	1 916,8	469,4	455,8	1 129,7	1 118,5	1 897,1	344,2	1 157,3
2017 Q4	2 551,4	43,7	520,0	131,5	486,3	119,0	114,0	285,3	284,8	479,7	86,9	292,8
2018 Q1	2 568,5	43,1	518,5	134,3	489,9	120,9	114,4	287,5	289,1	483,1	87,6	296,6
Q2	2 589,5	42,9	521,1	137,1	494,2	122,4	114,2	289,5	292,0	488,3	87,7	300,1
Q3	2 603,6	43,7	523,1	139,4	496,4	123,5	114,5	291,3	293,3	490,5	88,0	301,5
<i>v % pridanej hodnoty</i>												
2017	100,0	1,7	20,2	5,1	19,1	4,7	4,5	11,2	11,1	18,9	3,4	-
Reťazové indexy (ceny predchádzajúceho roka)												
<i>medzištvrtročná percentuálna zmena</i>												
2017 Q4	0,7	0,8	1,2	1,2	0,7	0,3	0,3	0,3	0,8	0,3	0,2	0,6
2018 Q1	0,4	0,7	-0,7	0,8	0,8	1,7	-0,4	0,6	1,0	0,3	0,1	0,3
Q2	0,4	-0,5	0,4	1,1	0,5	1,4	0,6	0,0	0,7	0,2	-0,1	0,6
Q3	0,2	-0,3	-0,2	0,6	0,2	0,9	0,3	0,4	0,0	0,2	0,0	0,1
<i>ročná percentuálna zmena</i>												
2015	1,9	-0,2	3,6	0,8	2,2	3,6	0,0	0,7	3,0	0,8	1,2	3,5
2016	1,9	-1,4	3,4	1,5	1,7	3,9	0,6	0,3	2,5	1,3	0,9	2,7
2017	2,4	0,8	3,1	3,2	3,1	4,3	-0,6	1,1	4,0	1,1	0,9	2,4
2017 Q4	2,8	2,5	3,9	4,3	3,4	3,7	0,0	1,3	4,4	1,2	1,0	2,1
2018 Q1	2,5	1,8	3,1	3,8	2,9	4,8	0,0	1,5	3,4	1,4	1,2	1,6
Q2	2,2	1,3	2,4	3,7	2,6	5,1	0,5	1,2	3,2	1,2	0,6	1,8
Q3	1,6	0,7	0,8	3,7	2,2	4,4	0,9	1,3	2,5	1,0	0,3	1,6
<i>príspevky k medzištvrtročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch</i>												
2017 Q4	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2018 Q1	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
Q2	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2015	1,9	0,0	0,7	0,0	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,9	0,0	0,7	0,1	0,3	0,2	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	-
2017	2,4	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
2017 Q4	2,8	0,0	0,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,5	0,2	0,0	-
2018 Q1	2,5	0,0	0,6	0,2	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	-
Q2	2,2	0,0	0,5	0,2	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
Q3	1,6	0,0	0,2	0,2	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

### 3 Hospodárska aktivita

#### 3.3 Zamestnanosť<sup>1)</sup>

(štvrtročné sezónne očistené údaje; neočistené ročné údaje)

Spolu	Podľa postavenia v zamestnaní			Podľa odvetvia ekonomickej činnosti									
	Zamestnanci	Samostatne zárobkovo činné osoby	Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov	Priemyselná výroba, energetika a sieťové odvetvia	Stavebnictvo	Obchod, doprava, ubytovacie a stravovacie služby	Informácie a komunikácia	Finančnéctvo a poisťovníctvo	Nehnutelnosti	Odborné, obchodné a podporné služby	Verejná správa, 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													
v % z celkového počtu zamestnaných osôb													
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,9	2,7	2,6	1,0	13,3	24,3	7,0
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	6,0	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,2	7,0
2017	100,0	85,8	14,2	3,2	14,7	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,7	24,2	7,0
ročná percentuálna zmena													
2015	1,0	1,3	-0,3	-1,1	0,1	0,1	1,4	1,5	-0,4	1,1	2,8	1,1	0,6
2016	1,4	1,7	-0,3	-0,4	0,8	0,4	1,7	3,0	-0,2	1,9	2,7	1,4	0,7
2017	1,6	2,0	-0,5	-0,6	1,2	1,8	1,7	3,1	-1,2	1,5	3,1	1,3	1,4
2017 Q4	1,6	2,0	-0,7	-1,3	1,4	2,5	1,5	3,0	-1,6	1,7	3,4	1,3	1,1
2018 Q1	1,5	1,9	-0,8	-0,9	1,6	2,1	1,5	2,6	-1,0	1,6	3,1	1,2	0,5
Q2	1,5	1,8	-0,4	-0,5	1,6	2,6	1,3	2,6	-0,9	1,6	3,0	1,2	0,8
Q3	1,3	1,6	-0,3	0,2	1,2	2,5	1,4	3,2	-1,2	1,0	2,5	1,1	-0,8
Počet odpracovaných hodín													
v % z celkového počtu odpracovaných hodín													
2015	100,0	80,3	19,7	4,4	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,0	21,9	6,2
2016	100,0	80,6	19,4	4,3	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,2	21,9	6,2
2017	100,0	81,0	19,0	4,2	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,4	21,8	6,2
ročná percentuálna zmena													
2015	1,2	1,4	0,1	-0,4	0,5	0,6	1,1	2,7	-0,2	1,4	3,0	1,2	1,1
2016	1,5	1,9	-0,3	-0,3	0,9	0,7	1,7	2,8	0,2	2,3	2,9	1,4	0,8
2017	1,4	1,9	-0,8	-1,0	1,2	1,9	1,4	3,0	-1,7	2,1	3,0	1,1	0,8
2017 Q4	1,8	2,4	-0,6	-0,7	2,0	3,6	1,5	3,1	-1,8	3,6	3,7	1,4	0,7
2018 Q1	1,4	2,0	-0,9	-1,1	1,7	2,4	1,2	2,3	-1,0	3,0	3,2	1,2	0,2
Q2	1,7	2,2	-0,5	0,3	1,8	2,7	1,1	3,0	-0,5	1,5	3,6	1,4	0,7
Q3	1,6	2,1	-0,2	0,4	1,7	3,3	1,3	3,6	-0,9	1,3	3,1	1,2	0,2
Počet odpracovaných hodín na zamestnanú osobu													
ročná percentuálna zmena													
2015	0,1	0,2	0,4	0,7	0,4	0,5	-0,3	1,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,5
2016	0,1	0,2	0,0	0,2	0,1	0,3	0,0	-0,1	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1
2017	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	0,0	0,1	-0,3	-0,1	-0,5	0,6	-0,1	-0,2	-0,6
2017 Q4	0,2	0,4	0,1	0,6	0,7	1,1	0,0	0,0	-0,3	1,9	0,2	0,1	-0,5
2018 Q1	-0,1	0,1	-0,2	-0,2	0,1	0,3	-0,3	-0,2	0,0	1,3	0,1	-0,1	-0,3
Q2	0,2	0,4	-0,1	0,7	0,3	0,1	-0,2	0,4	0,4	-0,1	0,6	0,2	-0,1
Q3	0,3	0,5	0,1	0,1	0,4	0,8	0,0	0,4	0,3	0,3	0,6	0,1	1,0

Zdroj: Eurostat, výpočty ECB.

1) Údaje o zamestnanosti sú založené na ESA 2010.

### 3 Hospodárska aktivita

#### 3.4 Pracovná sila, nezamestnanosť a voľné pracovné miesta (sezónne očistené, ak nie je uvedené inak)

Pracovná sila, v miliónoch <sup>1)</sup>	Nezamestnanosť, v % z pracovnej sily <sup>1)</sup>	Nezamestnanosť												Miera voľných pracovných miest <sup>(2)</sup>	
		Spolu		Dlhodobá nezamestnanosť v % z pracovnej sily <sup>1)</sup>	Podľa veku				Podľa pohlavia						
		v miliónoch	v % z pracovnej sily		Dospelí	Mladí			Muži	Ženy					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
v % z úhrnu za r. 2016		100,0			81,7		18,3		52,2		47,8				
2015	160,730	4,6	17,470	10,9	5,6	14,305	9,8	3,165	22,3	9,262	10,7	8,208	11,1	1,5	
2016	162,029	4,3	16,252	10,0	5,0	13,289	9,0	2,963	20,9	8,482	9,7	7,770	10,4	1,7	
2017	162,659	4,1	14,763	9,1	4,4	12,095	8,1	2,668	18,8	7,637	8,7	7,126	9,5	1,9	
2017 Q4	163,133	3,9	14,184	8,7	4,2	11,637	7,8	2,547	17,9	7,318	8,3	6,866	9,1	2,0	
2018 Q1	162,591	4,0	13,932	8,5	4,2	11,429	7,7	2,503	17,6	7,190	8,2	6,742	8,9	2,1	
Q2	163,179	3,9	13,506	8,3	3,9	11,062	7,4	2,444	17,1	6,966	7,9	6,540	8,7	2,1	
Q3	.	.	13,198	8,1	.	10,752	7,2	2,446	17,0	6,819	7,8	6,378	8,5	.	
2018 Máj	-	-	13,443	8,2	-	11,014	7,4	2,429	17,0	6,930	7,9	6,513	8,6	-	
Jún	-	-	13,408	8,2	-	10,970	7,4	2,438	17,1	6,912	7,9	6,496	8,6	-	
Júl	-	-	13,269	8,1	-	10,846	7,3	2,423	17,0	6,851	7,8	6,417	8,5	-	
Aug.	-	-	13,164	8,1	-	10,722	7,2	2,443	17,0	6,800	7,8	6,364	8,4	-	
Sep.	-	-	13,160	8,1	-	10,689	7,2	2,471	17,1	6,806	7,8	6,354	8,4	-	
Okt.	-	-	13,172	8,1	-	10,669	7,2	2,503	17,3	6,796	7,7	6,375	8,4	-	

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

1) Sezónne neočistené.

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

#### 3.5 Krátkodobá podniková štatistiká

v % z úhrnu za r. 2015	Priemyselná produkcia						Produkcia v stavebnictve	Indikátor nových priemyselných objednávok ECB	Maloobchodný predaj				Registrácie nových osobných automobilov				
	Spolu (bez stavebnictva)		Hlavné priemyselné skupiny						Spolu	Potraviny nápoje, tabakové výrobky	Ostatné tovary bez potravín	Palivá					
	Priemyselná výroba	Medzispotreba	Kapitálový tovar	Spotrebny tovar	Energie	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0				
	ročná percentuálna zmena																
2015	2,6	2,9	1,4	7,0	2,3	0,5	-0,6	3,4	2,9	1,6	4,0	2,7	8,8				
2016	1,6	1,8	1,8	1,9	1,7	0,5	3,1	0,5	1,6	1,0	2,1	1,4	7,2				
2017	2,9	3,2	3,7	3,9	1,5	1,1	2,9	7,9	2,3	1,4	3,3	0,9	5,6				
2017 Q4	4,2	4,8	5,3	6,1	2,1	-0,3	2,9	9,5	2,0	0,8	3,0	0,1	6,3				
2018 Q1	3,1	3,4	3,1	4,3	2,4	0,6	2,6	6,5	1,6	1,6	1,9	0,2	5,3				
Q2	2,4	2,8	1,9	4,5	2,1	-1,9	2,7	3,8	1,7	1,2	2,3	0,9	3,2				
Q3	0,8	0,9	-0,2	2,0	1,3	-1,0	3,5	1,9	1,2	1,0	1,4	0,2	3,4				
2018 Máj	2,9	3,2	2,7	4,2	3,1	-1,5	2,2	4,5	1,6	2,1	1,5	0,4	2,8				
Jún	2,5	3,1	2,0	4,9	2,1	-2,7	3,4	3,0	1,6	1,9	1,5	1,2	3,9				
Júl	0,5	0,6	0,1	1,8	-0,3	-1,2	2,2	2,1	1,0	1,0	1,0	-0,3	7,7				
Aug.	1,2	1,5	-0,2	1,9	3,5	-0,7	2,2	2,4	2,2	1,8	2,7	-0,1	30,9				
Sep.	0,8	0,9	-0,4	2,2	0,9	-1,0	4,6	1,2	0,3	0,2	0,4	1,2	-21,2				
Okt.	1,2	1,5	-0,4	3,7	1,0	-3,1	.	.	1,7	2,3	1,7	1,5	-11,8				
	medzimesačná percentuálna zmena (s. o.)																
2018 Máj	1,3	1,3	1,3	0,7	2,5	-0,1	0,4	1,8	0,3	1,4	-0,8	0,4	1,9				
Jún	-0,7	-0,7	-0,4	-2,1	-1,0	0,5	0,7	-1,8	0,4	0,4	0,1	1,1	-0,2				
Júl	-0,6	-0,7	-0,8	1,3	-1,2	0,7	0,0	-1,0	-0,6	-1,0	-0,1	-1,2	2,1				
Aug.	1,2	1,2	0,5	2,0	1,9	1,7	-0,6	2,7	0,4	0,4	0,6	-0,7	21,5				
Sep.	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3	-1,0	-1,9	2,0	-0,5	-0,5	-0,2	-0,7	0,8	-37,2				
Okt.	0,2	0,2	0,2	1,0	-0,2	-1,7	.	0,3	0,6	-0,1	1,0	9,1					

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

### 3 Hospodárska aktivita

#### 3.6 Prieskumy (sezónne očistené)

Indikátor ekonomického sentimentu (dlhodobý priemer = 100)	Prieskum Európskej komisie medzi podnikateľmi a spotrebiteľmi (percentuálne saldo, ak nie je uvedené inak)								Prieskum nákupných manažérov (difúzne indexy)			
	Indikátor dôvery v prie-mysle	Využitie kapacít (v %)	Indikátor spotrebitelskej dôvery	Indikátor dôvery v stavebnictve	Indikátor dôvery v maloobchode	Služby		Index nákupných manažérov (PMI) v prie-myselnej výrobe	Output v prie-mysle	Obchodná aktivita v službách	Kompozitný output	
						Indikátor dôvery v službách	Využitie kapacít (v %)					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-14	99,8	-5,8	80,7	-12,7	-14,5	-9,5	6,9	-	51,1	52,4	52,9	52,7
2015	103,8	-2,8	81,3	-6,2	-22,4	1,0	8,7	88,5	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,2	-2,6	81,8	-7,7	-16,4	0,3	10,6	89,0	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,8	5,0	83,3	-2,5	-4,0	2,1	14,1	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2017 Q4	114,3	8,9	84,2	-0,2	1,7	3,9	16,1	90,1	59,7	60,7	56,0	57,2
2018 Q1	114,0	8,5	84,4	0,5	4,7	2,8	16,3	90,3	58,2	58,9	56,4	57,0
Q2	112,5	7,0	84,2	0,0	5,8	0,3	14,5	90,4	55,6	55,1	54,5	54,7
Q3	111,5	5,4	84,0	-1,8	6,7	1,5	14,8	90,4	54,3	54,0	54,4	54,3
2018 Jún	112,3	6,9	-	-0,6	5,6	0,7	14,4	-	54,9	54,2	55,2	54,9
Júl	112,1	5,8	84,2	-0,5	5,4	0,3	15,3	90,6	55,1	54,4	54,2	54,3
Aug.	111,6	5,6	-	-1,9	6,4	1,9	14,4	-	54,6	54,7	54,4	54,5
Sep.	110,9	4,7	-	-2,9	8,3	2,4	14,7	-	53,2	52,7	54,7	54,1
Okt.	109,7	3,0	83,9	-2,7	7,9	-0,8	13,3	90,1	52,0	51,3	53,7	53,1
Nov.	109,5	3,4	-	-3,9	7,9	-0,6	13,3	-	51,8	50,7	53,4	52,7

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

#### 3.7 Sumárne účty domácností a nefinančných korporácií (v bežných cenách, ak nie je uvedené inak; sezónne neočistené)

v % hrubého disponibilného príjmu (upravené)	Domácnosti							Nefinančné korporácie					
	Miera úspor (hrubá) <sup>1)</sup>	Miera dluhu	Reálny hrubý disponibilný príjem	Finančné investície	Nefinančné investície (hrubé)	Čistá hodnota <sup>2)</sup>	Bohatstvo domácností	Podiel na zisku <sup>3)</sup>	Miera úspor (čistá)	Pomer dluhu <sup>4)</sup>	Finančné investície	Nefinančné investície (hrubé)	Financovanie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	2015	12,5	93,9	1,7	2,1	1,2	3,0	1,8	33,9	6,2	138,4	5,1	7,7
2016	12,4	94,1	1,8	2,1	6,2	3,4	2,7	34,3	6,8	139,0	4,8	6,1	3,0
2017	11,9	93,9	1,3	1,9	7,0	4,3	4,6	34,8	8,4	136,7	3,5	5,3	1,8
2017 Q3	11,9	93,9	1,5	1,9	7,1	4,1	3,9	34,4	7,3	136,9	4,0	3,0	2,3
Q4	11,9	93,9	1,5	1,9	7,1	4,3	4,6	34,8	8,4	136,7	3,5	1,0	1,8
2018 Q1	11,9	93,6	1,7	1,9	5,8	4,0	5,1	35,0	8,5	136,2	3,0	-1,3	1,4
Q2	12,0	93,7	1,8	1,9	8,1	4,0	4,9	35,2	8,5	136,5	3,2	1,3	1,5

Zdroj: ECB a Eurostat.

1) Založené na kumulovaných súťocho za štyri štvrtroky 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 hľavne bohatstvo domácností (rezidenčné stavby a pozemky). Patria tam aj nefinančné aktíva podnikov nezapisaných 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.

### 3 Hospodárska aktivita

#### 3.8 Platobná bilancia eurozóny, bežný a kapitálový účet

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

	Bežný účet											Kapitálový účet <sup>1)</sup>	
	Spolu			Tovary		Služby		Primárne výnosy		Sekundárne výnosy			
	Inkasá 1	Platby 2	Saldo 3	Inkasá 4	Platby 5	Inkasá 6	Platby 7	Inkasá 8	Platby 9	Inkasá 10	Platby 11	Inkasá 12	Platby 13
2017 Q4	1 001,8	905,8	96,0	583,3	494,3	218,8	187,8	170,5	160,7	29,3	63,1	12,1	10,5
2018 Q1	994,7	888,8	105,8	577,4	491,6	216,9	187,4	172,3	150,9	28,1	58,9	9,0	6,4
Q2	1 019,4	925,4	94,0	583,9	505,1	218,1	189,8	190,1	166,5	27,2	63,9	8,0	6,6
Q3	997,5	936,6	60,9	583,0	526,1	219,6	191,7	166,8	150,2	28,0	68,6	7,6	5,5
2018 Apr.	337,9	302,7	35,2	192,0	165,7	72,5	63,3	64,2	52,5	9,1	21,2	2,4	2,3
Máj	334,8	304,0	30,7	193,0	168,0	72,5	63,2	60,2	52,8	9,2	20,0	2,6	2,3
Jún	346,7	318,7	28,0	198,9	171,4	73,1	63,3	65,8	61,3	8,9	22,7	3,1	2,1
Júl	329,0	309,4	19,6	192,2	173,4	73,2	62,9	54,6	50,2	9,0	23,0	2,7	1,7
Aug.	333,8	309,6	24,3	195,8	174,0	72,9	64,1	55,7	48,8	9,4	22,7	2,7	1,7
Sep.	334,6	317,6	17,0	195,0	178,6	73,4	64,8	56,5	51,3	9,6	22,9	2,2	2,2
12-mesačné kumulované transakcie													
2018 Sep.	4 013,3	3 656,7	356,7	2 327,5	2 017,1	873,4	756,7	699,7	628,3	112,6	254,5	36,7	29,1
12-mesačné kumulované transakcie v % HDP													
2018 Sep.	34,9	31,8	3,1	20,2	17,5	7,6	6,6	6,1	5,5	1,0	2,2	0,3	0,3

Zdroj: ECB a Eurostat.

1) Kapitálový účet nie je sezónne očistený

#### 3.9 Zahraničný obchod eurozóny,<sup>1)</sup> hodnota a objem podľa skupiny produktov<sup>2)</sup>

(sezónne očistené, ak nie je uvedené inak)

Vývoz	Dovoz	Spolu (s. n.)			Vývoz (f. o. b.)			Informatívna položka: Priemyselná výroba 7	Dovoz (c. i. f.)			Informatívna položka: Priemyselná výroba 12		
		Spolu			Spolu				Spolu					
		1	2	3	4	5	6		8	9	10	11	12	
Hodnota (mld. EUR; ročná percentuálna zmena pre stĺpce 1 a 2)														
2017 Q4	6,2	8,1	562,0	268,4	116,1	166,8	471,7	502,3	286,1	81,8	125,6	363,0	58,8	
2018 Q1	2,0	2,3	560,7	270,3	113,7	167,7	469,5	504,5	291,5	81,6	123,6	358,1	65,1	
Q2	4,3	5,8	565,6	270,9	117,2	166,5	473,3	514,8	300,7	79,4	126,6	363,3	65,6	
Q3	4,6	9,6	572,2	.	.	.	475,7	529,6	.	.	.	368,9	.	
2018 Apr.	8,1	8,5	187,2	88,9	39,4	55,2	156,5	169,5	98,3	26,0	42,5	119,8	21,1	
Máj	-0,9	0,7	187,6	90,3	38,2	54,7	157,3	171,0	99,2	26,7	42,0	122,1	21,4	
Jún	6,0	8,8	190,8	91,7	39,7	56,5	159,5	174,3	103,2	26,7	42,1	121,4	23,0	
Júl	9,3	13,8	189,2	91,6	38,6	55,2	155,9	176,8	103,4	28,5	42,1	124,0	22,7	
Aug.	5,7	8,7	193,0	93,6	38,7	56,6	161,4	176,2	103,1	28,1	42,0	122,9	23,0	
Sep.	-0,9	6,4	190,0	.	.	.	158,4	176,6	.	.	.	122,0	.	
Objemové indexy (2000 = 100; ročná percentuálna zmena pre stĺpce 1 a 2)														
2017 Q4	4,6	4,6	126,6	125,8	125,6	130,4	127,0	115,0	115,0	114,3	115,8	119,3	105,9	
2018 Q1	2,2	2,5	125,8	125,5	123,2	131,4	126,1	114,5	114,8	113,8	115,2	117,7	110,2	
Q2	3,0	2,5	125,6	124,2	126,4	129,3	126,2	115,1	115,3	111,4	118,0	119,0	101,6	
2018 Mar.	-2,7	-0,8	125,8	123,4	123,8	133,5	126,2	115,0	114,6	116,2	117,1	118,5	106,3	
Apr.	8,0	7,9	125,6	123,3	127,6	129,7	125,7	115,0	115,5	109,1	119,0	118,1	104,4	
Máj	-2,0	-1,8	124,9	124,5	123,6	126,7	125,8	115,5	114,8	113,6	118,2	120,9	99,1	
Jún	3,5	1,9	126,3	124,9	128,0	131,4	127,1	114,8	115,6	111,6	116,8	118,1	101,4	
Júl	6,3	6,5	124,7	124,5	124,1	127,3	123,7	115,9	115,4	118,3	115,7	120,1	100,0	
Aug.	1,9	0,0	126,9	126,9	123,8	130,1	127,7	115,0	115,0	115,7	114,1	118,4	102,3	

Zdroj: ECB a Eurostat.

1) 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.

2) Skupiny produktov podľa klasifikácie v Broad Economic Categories.

## 4 Ceny a náklady

### 4.1 Harmonizovaný index spotrebiteľských cien<sup>1)</sup>

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

Index: 2005 =100	Spolu			Spolu (s. o.; percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu obdobiu) <sup>2)</sup>								Informatívne položky: regulované ceny	
	Spolu	Tovary	Služby	Spolu	Spracované potraviny	Nespracované potra- viny	Priemyselné tovary bez energií	Energie (s. n.)	Služby	HICP spolu bez regu- lovaných cien	Regulované ceny		
										1	2	3	4
V % z úhrnu za r. 2018	100,0	100,0	70,7	55,6	44,4	100,0	12,1	7,5	26,3	9,7	44,4	86,6	13,4

2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	1,0
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,7	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2017 Q4	102,4	1,4	0,9	1,6	1,2	0,5	0,6	1,1	0,1	2,6	0,1	1,5	1,2
2018 Q1	102,3	1,3	1,0	1,2	1,3	0,5	0,7	0,1	0,1	1,9	0,5	1,2	1,9
Q2	103,7	1,7	0,9	2,0	1,3	0,5	0,8	0,8	0,1	1,9	0,4	1,7	1,6
Q3	103,9	2,1	1,0	2,7	1,3	0,6	0,3	0,8	0,1	2,7	0,3	2,0	2,4
2018 Jún	104,0	2,0	0,9	2,5	1,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,9	0,0	2,0	1,6
Júl	103,6	2,1	1,1	2,8	1,4	0,2	0,1	0,0	0,1	0,7	0,2	2,1	2,4
Aug.	103,8	2,0	0,9	2,6	1,3	0,1	0,1	0,4	0,0	0,5	0,0	2,0	2,3
Sep.	104,3	2,1	0,9	2,7	1,3	0,2	0,0	0,8	0,0	1,2	0,1	2,0	2,4
Okt.	104,5	2,2	1,1	2,8	1,5	0,2	0,1	-0,3	0,1	1,8	0,1	2,1	2,8
Nov. <sup>3)</sup>	104,3	2,0	1,0	.	1,3	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	.	.

	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	22	23	24	25		
V % z úhrnu za r. 2018	19,6	12,1	7,5	36,0	26,3	9,7	10,6	6,4	7,3	3,2	15,3	8,1	.

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

1) Údaje sa týkajú meniacich sa zloženia eurozóny.

2) V máji 2016 ECB začala zverejňovať optimalizované časové rady HICP za eurozónu očistené od sezónnych vplyvov. Vychádzala pri tom z revízie prístupu sezónného očistovania opísanej v boxe 1 Ekonomickeho bulletingu ECB, č. 3/2016 (len v anglickom jazyku) (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201603.en.pdf>).

3) Čísla za eurozónu sú odhadnuté na základe predbežných národných údajov, ako aj na základe prvých informácií o cenách energií.

## 4 Ceny a náklady

### 4.2 Ceny v priemysle, stavebníctve a ceny nehnuteľností (ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

V % z úhrnu za r. 2015	Ceny priemyselných výrobcov okrem stavebníctva <sup>1)</sup>											Stavebníctvo	Ceny nehnuteľností na bývanie <sup>2)</sup>	Experimentálny indikátor cien komerčných nehnuteľností <sup>2)</sup>			
	Spolu (index: 2010 = 100)	Spolu		Priemysel okrem stavebníctva a energetiky					Energie								
		Priemyselná výroba	Spolu	Medzi-spotreba	Kapitálové tovary	Spotrebne tovary											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13				
	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9							
2015	100,0	-2,6	-2,3	-0,5	-1,2	0,6	-0,6	-1,0	0,2	-8,6	0,3	1,7	2,3				
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,5	3,4	5,0				
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,8	0,2	5,7	2,1	3,7	5,1				
2017 Q4	101,7	2,5	2,5	2,0	3,2	1,0	1,5	2,0	0,3	3,6	2,4	3,9	6,6				
2018 Q1	102,4	1,7	1,6	1,5	2,4	0,9	0,8	1,0	0,5	2,0	2,3	4,3	4,5				
Q2	103,1	2,8	2,6	1,4	2,5	1,0	0,3	0,1	0,6	6,7	2,3	4,2	2,3				
Q3	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,4	.	.	.				
2018 Máj	103,3	3,0	2,8	1,4	2,5	1,0	0,3	0,1	0,7	7,5	-	-	-				
Jún	103,7	3,6	3,3	1,5	3,1	1,0	0,2	-0,2	0,6	9,3	-	-	-				
Júl	104,4	4,2	3,3	1,6	3,2	1,0	0,1	-0,2	0,7	12,0	-	-	-				
Aug.	104,8	4,3	3,3	1,6	3,3	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,3	-	-	-				
Sep.	105,4	4,6	3,0	1,5	2,8	1,1	0,0	-0,4	0,7	12,9	-	-	-				
Okt.	106,2	4,9	3,2	1,5	2,6	1,2	0,2	-0,3	0,8	14,6	-	-	-				

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

1) Len domáci obrat.

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

### 4.3 Ceny komodít a deflátorov hrubého domáceho produktu (ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

podiel v %	Deflátor HDP							Ceny ropy (EUR za barel)	Ceny neenergetických komodít (EUR)						
	Spolu (s. o.; index: 2010 = 100)	Spolu	Domáci dopyt				Vývoz <sup>1)</sup>	Dovoz <sup>1)</sup>	Vážené podľa dovozu <sup>2)</sup>			Vážené podľa použitia <sup>2)</sup>			
			Spolu	Súkromná spotreba	Spotreba verejnej správy	Tvorba hrubého fixného kapitálu			Spolu	Potraviny	Iné ako potraviny	Spolu	Potraviny	Iné ako potraviny	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2015	106,0	1,4	0,4	0,3	0,5	0,7	0,4	-1,9	47,1	-0,3	3,7	-4,5	-0,3	1,7	-2,9
2016	106,9	0,8	0,5	0,4	0,5	0,7	-1,4	-2,5	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	108,0	1,1	1,5	1,4	1,4	1,5	1,9	2,9	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2017 Q4	108,5	1,3	1,5	1,4	1,6	1,6	1,2	1,8	52,2	-3,5	-11,4	4,9	-1,8	-8,7	6,8
2018 Q1	108,9	1,4	1,4	1,2	1,5	1,7	0,4	0,3	54,6	-8,9	-14,6	-3,2	-7,6	-12,9	-1,4
Q2	109,4	1,4	1,8	1,4	1,9	1,9	1,1	2,0	62,6	2,1	-6,0	10,3	1,9	-6,3	11,7
Q3	109,8	1,4	2,2	1,8	1,9	2,2	2,3	4,0	64,8	2,0	-3,4	7,1	3,1	-2,2	8,8
2018 Jún	-	-	-	-	-	-	-	-	64,4	6,1	-4,7	17,4	5,7	-5,0	18,7
Júl	-	-	-	-	-	-	-	-	63,7	2,1	-6,3	10,5	2,4	-5,9	12,2
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,3	3,1	-0,8	6,7	4,6	0,7	8,7
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	67,6	0,8	-3,0	4,2	2,3	-1,0	5,7
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	70,1	2,6	-0,9	5,7	2,9	-0,4	6,4
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	57,4	1,8	-0,8	4,1	1,7	-1,1	4,8

Zdroj: Eurostat, výpočty ECB a Bloomberg (stĺpec 9).

1) Deflátor exportu a importu sa týkajú tovarov a služieb a zahrňajú cezhraničný obchod v rámci eurozóny.

2) Vážené podľa dovozu: vážené podľa priemernej štruktúry dovozu v r. 2009 až 2011; vážené podľa použitia: vážené podľa priemernej štruktúry domáceho dopytu v r. 2009 až 2011.

## 4 Ceny a náklady

### 4.4 Cenové prieskumy (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	
1999-14	4,4	-	-	-3,1	33,5	57,2	56,5	-	49,8	
2015	-3,1	3,1	2,3	-13,2	-0,2	48,9	53,5	49,6	50,2	
2016	-1,0	2,2	4,1	-7,2	0,2	49,8	53,9	49,3	49,0	
2017	8,7	5,0	6,7	2,6	12,3	64,6	56,3	55,1	50,2	
2017 Q4	10,9	7,1	8,2	8,2	13,8	67,9	56,9	56,3	50,8	
2018 Q1	12,5	6,7	8,9	10,9	17,4	68,4	57,2	57,9	51,4	
Q2	9,8	6,7	9,0	12,2	18,5	65,6	57,6	56,5	50,6	
Q3	10,6	7,3	8,9	12,5	21,0	65,2	58,4	55,5	50,0	
2018 Jún	10,1	6,8	9,0	12,5	21,1	67,6	58,6	55,7	51,1	
Júl	9,6	6,8	9,0	12,3	20,7	66,6	57,9	55,6	50,3	
Aug.	10,5	7,8	9,3	13,2	19,6	65,3	58,1	55,1	50,3	
Sep.	11,6	7,3	8,3	12,0	22,6	63,6	59,1	55,7	49,5	
Okt.	9,7	8,9	8,5	12,9	24,4	65,1	58,5	54,8	49,5	
Nov.	11,3	7,2	9,7	12,3	23,8	63,6	58,9	54,7	49,4	

Zdroj: Európska komisia (DG ekonomických a finančných záležitostí) a Markit.

### 4.5 Ukazovatele nákladov práce (ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	Spolu (index: 2012 = 100)	Spolu	Podľa zložiek				Za vybrané ekonomicke činnosti		Informatívna položka: indikátor dojednaných miezid <sup>1)</sup>
			Platy a mzdy		Sociálne príspevky zamestnávateľa		Výrobné odvetvia	Prevažne nevýrobné odvetvia	
			1	2	3	4	5	6	
V % z úhrnu za r. 2012	100,0		100,0	74,6	25,4	69,3	69,3	30,7	
2015	104,1	1,6	1,9	0,7	1,5	1,5	1,6	1,6	1,5
2016	105,5	1,4	1,4	1,1	1,3	1,3	1,6	1,6	1,4
2017	107,4	1,8	1,8	1,7	1,9	1,9	1,5	1,5	1,5
2017 Q4	114,0	1,5	1,6	1,4	1,8	1,8	1,0	1,0	1,5
2018 Q1	102,6	2,1	1,8	2,8	2,3	2,3	1,5	1,5	1,8
Q2	113,7	2,2	1,9	2,9	2,5	2,5	1,6	1,6	2,2
Q3									2,1

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

1) Experimentálne údaje vychádzajú z neharmonizovaných zdrojov (podrobnejšie na [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html)).

## 4 Ceny a náklady

### 4.6 Jednotkové náklady práce, kompenzácie na jednotku spotreby práce a produktivita práce (ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak; štvrtročné sezónne očistené údaje; ročné neočistené údaje)

Spolu (index: 2010 = 100)	Spolu	Podľa odvetví ekonomickej činnosti										
		Poľnohoz- podárstvo, lesníctvo a rybolov	Priemyselná výroba, energetika a sietové odvetvia	Stavebnictvo	Obchod, doprava, ubytovacie a stravovacie služby	Informácie a komuni- kácia	Finančníctvo a poistov- níctvo	Nehnutel- nosti	Odborné, obchodné a podporné služby	Verejná správa, vzdelenie, zdravotníctvo a sociálna práca	Umenie, zábava a ostatné služby	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Jednotkové náklady práce												
2015	104,6	0,4	0,4	-1,5	0,6	0,4	0,7	0,5	2,4	1,3	1,4	1,2
2016	105,3	0,6	1,3	-1,3	0,6	1,3	-0,7	1,4	3,8	0,6	1,4	1,5
2017	106,1	0,8	0,2	-0,4	-0,1	0,3	0,8	-0,5	4,4	2,2	1,6	1,8
2017 Q4	106,5	0,8	-1,4	-0,6	-0,1	-0,1	1,6	-1,4	4,4	2,3	1,7	1,7
2018 Q1	107,0	1,1	0,2	0,0	-0,4	0,6	0,6	0,8	3,3	2,4	1,7	1,6
Q2	107,6	1,6	0,8	1,3	0,4	0,8	0,2	0,6	3,1	2,8	2,1	2,5
Q3	108,4	2,2	1,3	2,8	0,8	1,5	1,0	0,5	3,4	3,2	2,4	2,7
Kompenzácie na zamestnanca												
2015	108,0	1,4	1,3	2,0	1,2	1,3	2,7	0,8	2,0	1,6	1,1	1,8
2016	109,3	1,2	0,2	1,3	1,8	1,3	0,2	2,2	2,2	0,4	1,3	1,7
2017	111,1	1,6	1,6	1,5	1,2	1,6	1,9	0,0	4,0	3,1	1,5	1,3
2017 Q4	112,1	1,9	2,3	1,9	1,6	1,8	2,3	0,1	4,1	3,3	1,6	1,6
2018 Q1	112,6	2,0	3,0	1,6	1,2	2,0	2,8	1,8	3,2	2,7	1,9	2,2
Q2	113,3	2,2	2,6	2,1	1,5	2,1	2,7	1,9	2,6	3,0	2,2	2,4
Q3	114,1	2,5	1,8	2,3	2,0	2,3	2,1	2,7	3,7	3,2	2,3	3,8
Produktivita práce na jednu zamestnanú osobu												
2015	103,3	1,0	0,9	3,5	0,7	0,9	2,0	0,3	-0,4	0,2	-0,3	0,6
2016	103,9	0,6	-1,0	2,6	1,1	0,0	0,9	0,7	-1,5	-0,2	-0,1	0,3
2017	104,7	0,8	1,3	1,9	1,3	1,4	1,1	0,6	-0,4	0,8	-0,2	-0,5
2017 Q4	105,3	1,1	3,8	2,5	1,7	1,9	0,7	1,6	-0,3	1,0	-0,1	-0,1
2018 Q1	105,3	0,9	2,8	1,5	1,6	1,4	2,2	1,0	-0,1	0,3	0,2	0,7
Q2	105,3	0,6	1,7	0,8	1,1	1,3	2,5	1,3	-0,4	0,2	0,0	-0,1
Q3	105,3	0,3	0,5	-0,5	1,2	0,8	1,1	2,1	0,2	0,0	-0,1	1,1
Kompenzácie na odpracovanú hodinu												
2015	109,7	1,2	1,4	1,6	0,7	1,3	1,5	0,7	1,4	1,1	1,2	1,5
2016	110,8	1,0	-0,4	1,2	1,7	0,9	0,2	1,8	1,9	0,0	1,3	1,5
2017	112,6	1,7	1,3	1,5	1,0	1,9	1,8	0,5	3,3	2,8	1,6	1,7
2017 Q4	113,2	1,5	1,5	1,1	0,6	1,6	2,1	0,3	2,0	2,8	1,4	1,8
2018 Q1	113,8	1,9	2,9	1,4	0,3	2,2	2,9	1,9	1,9	2,3	1,9	2,0
Q2	114,3	1,9	1,0	1,9	0,9	2,0	2,0	1,5	2,1	2,3	1,9	1,9
Q3	114,8	2,0	1,9	1,7	1,2	2,2	1,8	2,4	2,5	2,5	2,1	2,0
Hodinová produktivita práce												
2015	105,2	0,9	0,2	3,1	0,2	1,1	0,9	0,2	-0,7	0,0	-0,4	0,1
2016	105,7	0,5	-1,2	2,5	0,8	0,0	1,0	0,3	-2,0	-0,4	-0,2	0,2
2017	106,8	1,0	1,7	1,9	1,2	1,7	1,2	1,1	-0,9	0,9	0,0	0,1
2017 Q4	107,1	0,9	3,2	1,9	0,7	1,9	0,7	1,9	-2,1	0,7	-0,2	0,4
2018 Q1	107,2	0,9	3,0	1,4	1,3	1,7	2,4	1,0	-1,4	0,2	0,3	1,0
Q2	107,0	0,5	1,0	0,6	1,0	1,5	2,0	0,9	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1
Q3	106,7	0,0	0,4	-0,9	0,4	0,9	0,8	1,8	0,0	-0,6	-0,2	0,1

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

## 5 Peňažné a úverové agregáty

### 5.1 Menové aggregáty<sup>1)</sup>

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

	M3														
	M2						M3-M2								
	M1		M2-M1				Repo obchody	Akcie a podielov peňažného trhu	Dlhové cenné papiere so splatošťou do 2 rokov	7	8	9	10	11	12
	Obeživo	Vklady splatné na požiadanie	Vklady s dohodnutou splatošťou do 2 rokov	Vklady s výpovednou lehotosťou do 3 mesiacov	5	6									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2015	1 037,3	5 574,7	6 612,0	1 445,6	2 159,4	3 605,0	10 217,0	73,7	486,7	74,7	635,1	10 852,1			
2016	1 075,3	6 082,8	7 158,1	1 329,3	2 221,0	3 550,3	10 708,4	69,6	524,4	91,9	685,9	11 394,3			
2017	1 111,6	6 637,2	7 748,8	1 196,9	2 260,8	3 457,7	11 206,5	74,7	510,6	75,9	661,2	11 867,8			
2017 Q4	1 111,6	6 637,2	7 748,8	1 196,9	2 260,8	3 457,7	11 206,5	74,7	510,6	75,9	661,2	11 867,8			
2018 Q1	1 116,9	6 744,0	7 860,9	1 170,3	2 259,8	3 430,1	11 291,1	71,4	509,4	65,7	646,5	11 937,5			
Q2	1 133,6	6 892,4	8 025,9	1 178,1	2 270,8	3 448,8	11 474,8	73,7	507,4	70,8	652,0	12 126,7			
Q3	1 150,5	7 010,1	8 160,6	1 126,6	2 285,0	3 411,6	11 572,2	71,4	495,4	65,0	631,9	12 204,1			
2018 Máj	1 128,6	6 844,3	7 972,9	1 164,7	2 266,4	3 431,1	11 404,0	71,9	506,0	66,7	644,5	12 048,5			
Jún	1 133,6	6 892,4	8 025,9	1 178,1	2 270,8	3 448,8	11 474,8	73,7	507,4	70,8	652,0	12 126,7			
Júl	1 137,3	6 916,3	8 053,5	1 155,9	2 277,2	3 433,0	11 486,5	68,5	508,4	65,5	642,5	12 129,0			
Aug.	1 143,8	6 951,5	8 095,3	1 140,1	2 281,1	3 421,2	11 516,5	71,8	501,7	69,2	642,7	12 159,2			
Sep.	1 150,5	7 010,1	8 160,6	1 126,6	2 285,0	3 411,6	11 572,2	71,4	495,4	65,0	631,9	12 204,1			
Okt. <sup>(p)</sup>	1 154,4	7 047,2	8 201,6	1 143,7	2 285,3	3 429,0	11 630,6	72,0	501,8	67,3	641,2	12 271,8			
Transakcie															
2015	66,5	565,9	632,4	-132,2	12,3	-119,9	512,5	-47,2	49,6	-27,0	-24,5	488,0			
2016	38,1	541,7	579,8	-107,3	16,1	-91,2	488,5	-4,3	37,5	18,1	51,4	539,9			
2017	36,4	590,8	627,1	-109,3	36,2	-73,1	554,0	6,6	-13,8	-19,1	-26,3	527,7			
2017 Q4	7,7	119,4	127,0	-18,8	9,5	-9,3	117,8	7,6	-19,1	-8,3	-19,9	97,9			
2018 Q1	5,3	103,6	108,9	-25,0	7,6	-17,3	91,5	-3,1	-1,1	-9,2	-13,4	78,2			
Q2	16,6	137,8	154,4	4,5	10,2	14,7	169,1	-0,9	-1,6	3,3	0,8	169,9			
Q3	16,0	115,9	131,9	-51,7	14,2	-37,6	94,3	-2,4	-12,2	-5,4	-19,9	74,4			
2018 Máj	5,7	66,0	71,7	-1,6	2,0	0,4	72,0	-5,0	-4,9	-7,2	-17,1	54,9			
Jún	4,9	47,3	52,3	13,7	3,9	17,6	69,9	1,9	1,7	3,9	7,5	77,4			
Júl	2,7	24,8	27,5	-21,2	6,4	-14,8	12,7	-5,1	0,8	-5,1	-9,4	3,2			
Aug.	6,5	33,7	40,3	-16,4	3,9	-12,5	27,7	3,2	-6,7	3,4	-0,1	27,7			
Sep.	6,8	57,4	64,2	-14,1	3,9	-10,2	53,9	-0,5	-6,2	-3,8	-10,5	43,5			
Okt. <sup>(p)</sup>	3,9	33,8	37,7	12,3	3,1	15,4	53,1	0,4	6,4	1,1	7,8	60,9			
Miera rastu															
2015	6,9	11,3	10,6	-8,4	0,6	-3,2	5,3	-39,0	11,3	-25,6	-3,7	4,7			
2016	3,7	9,7	8,8	-7,5	0,7	-2,5	4,8	-5,8	7,7	24,1	8,1	5,0			
2017	3,4	9,7	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,6	-20,9	-3,8	4,6			
2017 Q4	3,4	9,7	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,6	-20,9	-3,8	4,6			
2018 Q1	2,5	8,4	7,5	-8,8	1,7	-2,2	4,4	-1,6	-4,7	-25,7	-7,0	3,7			
Q2	3,5	8,1	7,4	-5,6	1,7	-0,9	4,7	5,3	-1,1	-13,6	-2,0	4,4			
Q3	4,1	7,3	6,8	-7,5	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,4	-23,3	-7,7	3,6			
2018 Máj	3,3	8,2	7,5	-7,5	1,7	-1,6	4,6	-3,4	-3,0	-21,2	-5,3	4,0			
Jún	3,5	8,1	7,4	-5,6	1,7	-0,9	4,7	5,3	-1,1	-13,6	-2,0	4,4			
Júl	3,6	7,6	7,0	-6,5	1,9	-1,1	4,4	-1,8	-1,3	-19,3	-3,6	4,0			
Aug.	3,9	7,0	6,5	-7,6	1,8	-1,5	4,0	-2,5	-3,3	-10,6	-4,1	3,5			
Sep.	4,1	7,3	6,8	-7,5	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,4	-23,3	-7,7	3,6			
Okt. <sup>(p)</sup>	4,1	7,3	6,8	-6,0	1,7	-1,0	4,4	-0,6	-4,3	-12,0	-4,8	3,9			

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

## 5 Peňažné a úverové agregáty

### 5.2 Vklady zahrnuté v M3<sup>1)</sup>

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

	Nefinančné korporácie <sup>2)</sup>					Domácnosti <sup>3)</sup>					Finančné korporácie iné ako PFI a PKPF <sup>2)</sup>	Poistovacie korporácie a penzijné fondy (PKPF)	Ostatná verejná správa <sup>4)</sup>
	Spolu	Vklady splatné na požiadanie	Vklady s dohodnutou splatnosťou do 2 rokov	Vklady s výpovednou lehotou do 3 mesiacov	Repo obchody	Spolu	Jednodňové 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
<b>Stav</b>													
2015	1 960,9	1 512,5	323,5	116,9	8,1	5 753,0	3 061,3	695,3	1 993,5	2,9	946,9	226,7	365,9
2016	2 093,3	1 630,4	295,1	159,6	8,2	6 055,5	3 402,3	644,9	2 006,3	2,1	970,6	199,5	383,8
2017	2 255,6	1 801,7	285,8	159,1	9,1	6 304,9	3 698,7	561,9	2 043,6	0,7	993,9	204,0	411,1
2017 Q4	2 255,6	1 801,7	285,8	159,1	9,1	6 304,9	3 698,7	561,9	2 043,6	0,7	993,9	204,0	411,1
2018 Q1	2 260,5	1 821,6	274,0	157,2	7,6	6 376,4	3 787,5	543,5	2 043,8	1,6	983,2	210,4	415,1
Q2	2 296,8	1 855,2	277,8	156,7	7,0	6 462,3	3 870,1	535,2	2 055,9	1,1	1 010,5	219,8	425,6
Q3	2 323,7	1 891,5	268,0	157,4	6,8	6 538,7	3 945,4	524,6	2 067,6	1,1	982,2	211,8	436,8
2018 Máj	2 293,2	1 858,0	271,7	156,6	6,9	6 435,0	3 844,6	537,1	2 052,0	1,3	984,9	214,6	419,6
Jún	2 296,8	1 855,2	277,8	156,7	7,0	6 462,3	3 870,1	535,2	2 055,9	1,1	1 010,5	219,8	425,6
Júl	2 296,6	1 860,7	272,0	156,6	7,4	6 490,0	3 894,7	532,0	2 061,5	1,8	989,9	216,0	425,2
Aug.	2 305,8	1 872,8	268,8	157,5	6,7	6 515,4	3 921,6	528,2	2 063,8	1,8	974,8	214,3	434,2
Sep.	2 323,7	1 891,5	268,0	157,4	6,8	6 538,7	3 945,4	524,6	2 067,6	1,1	982,2	211,8	436,8
Okt. <sup>(p)</sup>	2 316,7	1 892,0	274,7	144,0	5,9	6 587,1	3 984,0	521,6	2 080,4	1,1	992,6	208,3	443,6
<b>Transakcie</b>													
2015	90,3	127,8	-31,4	4,9	-11,1	196,1	304,7	-109,6	1,4	-0,4	83,4	-1,1	30,1
2016	131,8	156,6	-25,2	0,3	0,1	300,4	333,9	-46,5	13,9	-0,9	23,3	-28,4	19,1
2017	179,1	181,3	-3,1	-0,1	1,0	254,8	304,4	-81,6	33,4	-1,3	56,3	6,4	27,6
2017 Q4	37,6	32,5	0,4	0,9	3,8	53,0	67,4	-20,4	7,2	-1,2	29,0	2,8	-4,7
2018 Q1	7,8	22,1	-10,9	-2,0	-1,4	73,7	81,9	-18,1	9,0	0,9	-8,8	6,7	3,8
Q2	28,8	29,0	1,0	-0,7	-0,7	83,6	81,7	-9,1	11,6	-0,5	20,1	9,0	10,0
Q3	26,4	36,0	-10,0	0,6	-0,2	76,3	75,4	-10,7	11,6	0,0	-29,8	-8,1	11,1
2018 Máj	17,7	19,5	-1,5	0,6	-0,8	26,4	28,5	-3,8	2,0	-0,3	12,8	3,3	1,0
Jún	2,8	-3,4	6,1	0,0	0,1	27,3	25,5	-1,5	3,6	-0,2	25,6	5,3	5,8
Júl	0,9	6,2	-5,5	-0,1	0,4	28,1	24,8	-3,1	5,6	0,8	-20,2	-3,7	-0,3
Aug.	8,4	11,6	-3,5	0,9	-0,7	25,0	26,7	-3,9	2,3	0,0	-16,2	-1,8	9,0
Sep.	17,2	18,2	-1,0	-0,1	0,1	23,2	23,9	-3,7	3,8	-0,8	6,5	-2,6	2,4
Okt. <sup>(p)</sup>	3,2	1,3	4,3	-1,4	-0,9	38,3	37,2	-4,0	5,0	0,1	6,2	-3,8	5,7
<b>Miera rastu</b>													
2015	4,8	9,2	-8,8	4,4	-58,0	3,5	11,1	-13,6	0,1	-12,2	9,7	-0,5	9,0
2016	6,8	10,4	-7,9	0,3	1,4	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,3	2,4	-12,5	5,2
2017	8,6	11,2	-1,1	-0,1	12,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,5	5,9	3,2	7,2
2017 Q4	8,6	11,2	-1,1	-0,1	12,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,5	5,9	3,2	7,2
2018 Q1	5,3	8,0	-7,8	-0,2	19,2	4,0	8,3	-12,5	1,7	-42,0	4,4	10,4	5,5
Q2	4,8	7,1	-5,5	-1,2	7,0	4,4	8,6	-10,9	1,8	-53,9	5,8	12,8	5,8
Q3	4,5	6,8	-6,8	-0,7	27,4	4,6	8,4	-10,0	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,9
2018 Máj	5,6	8,5	-7,7	-0,9	7,7	4,2	8,5	-11,6	1,7	-48,4	3,8	10,8	4,6
Jún	4,8	7,1	-5,5	-1,2	7,0	4,4	8,6	-10,9	1,8	-53,9	5,8	12,8	5,8
Júl	4,5	6,8	-6,5	-1,0	20,4	4,6	8,7	-10,4	1,9	-13,6	2,0	11,6	3,8
Aug.	4,2	6,5	-7,2	-0,7	13,8	4,6	8,6	-10,4	1,9	-10,7	-1,7	8,1	4,7
Sep.	4,5	6,8	-6,8	-0,7	27,4	4,6	8,4	-10,0	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,9
Okt. <sup>(p)</sup>	4,1	6,0	-4,0	-2,0	5,7	4,7	8,4	-9,6	2,0	-45,3	3,0	2,8	5,9

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 poistovacie korporácie a penzijné fondy (PKPF).

3) Vrátané neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

4) Sektor verejnej správy bez ústrednej štátnej správy.

## 5 Peňažné a úverové agregáty

### 5.3 Pohľadávky voči rezidentom eurozóny<sup>1)</sup>

(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									
Spolu	Úvery	Dlhové cenné papiere	Spolu	Úvery						Dlhové cenné papiere	Majetkové účasti a akcie/ podielové listy investičných fondov nepeňažného trhu	
				Spolu	očistené úvery <sup>2)</sup>	nefinančným korporáciám <sup>3)</sup>	domácnostiam <sup>4)</sup>	finančným korporáciám iným ako PFI a PKPF <sup>3)</sup>	poisťovacím korporáciám a penzijným fondom (PKPF)			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Stav												
2015	3 898,4	1 114,1	2 781,8	12 601,6	10 510,6	10 806,0	4 287,1	5 309,7	789,3	124,5	1 309,5	781,5
2016	4 389,4	1 084,1	3 292,1	12 881,0	10 710,9	10 981,6	4 311,4	5 449,4	836,5	113,5	1 387,5	782,6
2017	4 625,9	1 033,3	3 578,7	13 116,7	10 874,3	11 170,8	4 326,4	5 599,1	839,2	109,6	1 442,5	799,8
2017 Q4	4 625,9	1 033,3	3 578,7	13 116,7	10 874,3	11 170,8	4 326,4	5 599,1	839,2	109,6	1 442,5	799,8
2018 Q1	4 605,0	1 023,1	3 568,0	13 196,5	10 941,2	11 233,7	4 343,7	5 633,0	851,7	112,8	1 467,8	787,5
Q2	4 600,8	1 017,7	3 568,8	13 278,0	10 990,7	11 328,2	4 358,0	5 659,7	853,2	119,8	1 498,5	788,8
Q3	4 627,4	1 003,5	3 609,9	13 363,1	11 064,6	11 398,2	4 396,9	5 701,3	841,9	124,4	1 513,8	784,8
2018 Máj	4 582,2	1 023,9	3 544,1	13 297,0	11 007,6	11 301,8	4 380,9	5 649,9	857,1	119,7	1 489,9	799,5
Jún	4 600,8	1 017,7	3 568,8	13 278,0	10 990,7	11 328,2	4 358,0	5 659,7	853,2	119,8	1 498,5	788,8
Júl	4 621,6	1 010,4	3 596,8	13 325,6	11 023,4	11 351,6	4 381,8	5 674,6	846,6	120,4	1 512,1	790,1
Aug.	4 612,1	1 004,0	3 593,9	13 352,8	11 054,9	11 383,1	4 394,3	5 693,2	847,2	120,2	1 515,4	782,6
Sep.	4 627,4	1 003,5	3 609,9	13 363,1	11 064,6	11 398,2	4 396,9	5 701,3	841,9	124,4	1 513,8	784,8
Okt. <sup>(p)</sup>	4 609,1	1 000,6	3 594,5	13 393,6	11 089,9	11 422,6	4 403,4	5 715,9	849,7	120,8	1 524,5	779,2
Transakcie												
2015	294,1	-21,2	315,0	84,9	57,9	77,4	-11,4	97,2	-22,3	-5,6	25,8	1,1
2016	486,0	-34,4	520,3	319,4	235,7	259,6	82,5	121,1	43,2	-11,0	80,1	3,6
2017	289,6	-43,0	332,0	361,8	273,3	315,2	83,0	173,5	20,3	-3,6	64,6	23,9
2017 Q4	87,7	-14,0	101,5	90,3	76,1	93,8	31,8	48,1	-2,0	-1,8	9,4	4,8
2018 Q1	-30,6	-9,7	-20,8	112,6	94,6	94,5	38,2	39,4	13,8	3,2	27,9	-9,8
Q2	32,3	-6,0	37,9	87,5	55,9	104,2	17,0	35,2	-3,2	6,9	31,1	0,5
Q3	50,3	-16,1	66,7	103,7	91,2	88,3	48,9	49,9	-12,1	4,5	16,7	-4,2
2018 Máj	24,1	1,2	22,5	49,4	42,3	45,3	23,7	9,9	6,6	2,0	6,4	0,7
Jún	9,2	-6,2	15,5	-9,6	-8,7	35,5	-20,8	13,7	-1,8	0,2	9,2	-10,0
Júl	29,0	-5,8	34,8	49,9	37,6	28,4	26,0	17,0	-5,9	0,5	13,4	-1,1
Aug.	14,6	-6,5	21,2	30,0	31,1	30,4	13,6	18,0	-0,3	-0,2	4,3	-5,4
Sep.	6,7	-3,7	10,7	23,8	22,5	29,4	9,4	14,9	-6,0	4,2	-1,0	2,3
Okt. <sup>(p)</sup>	-12,6	-3,3	-9,3	32,4	21,6	20,4	4,8	15,3	5,2	-3,7	12,1	-1,3
Miera rastu												
2015	8,2	-1,9	12,7	0,7	0,6	0,7	-0,3	1,9	-2,7	-4,3	2,0	0,1
2016	12,4	-3,1	18,7	2,5	2,3	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,1	0,5
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,2	4,7	3,1
2017 Q4	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,2	4,7	3,1
2018 Q1	3,9	-3,9	6,4	2,6	2,6	3,0	2,3	3,0	1,9	-0,4	4,0	0,0
Q2	3,9	-3,9	6,4	2,8	2,9	3,5	2,5	3,0	3,0	6,8	4,9	-1,3
Q3	3,1	-4,4	5,3	3,0	2,9	3,4	3,2	3,1	-0,4	11,6	5,9	-1,1
2018 Máj	3,4	-3,6	5,6	3,2	3,0	3,3	2,8	3,1	3,6	8,0	4,6	2,0
Jún	3,9	-3,9	6,4	2,8	2,9	3,5	2,5	3,0	3,0	6,8	4,9	-1,3
Júl	3,8	-3,9	6,2	3,0	3,0	3,4	3,0	3,3	1,3	5,5	4,9	-1,1
Aug.	3,3	-4,4	5,6	3,0	3,0	3,4	3,1	3,2	0,8	4,6	6,1	-1,8
Sep.	3,1	-4,4	5,3	3,0	2,9	3,4	3,2	3,1	-0,4	11,6	5,9	-1,1
Okt. <sup>(p)</sup>	2,6	-4,2	4,7	3,0	2,8	3,3	2,8	3,2	-0,5	7,3	7,2	-1,5

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

2) Očistené od predaja a sekuritizácie úverov (vyčlenené zo štatistickej bilancie PFI), ako aj od pozícií vyplývajúcich z fiktívneho cash poolingu poskytovaného PFI.

3) V súlade s ESA 2010 boli v decembri 2014 holdingové spoločnosti nefinancích skupín preklasifikované zo sektora nefinancích 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) Vráthane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

## 5 Peňažné a úverové agregáty

### 5.4 Úvery PFI nefinančným korporáciám a domácnostiam eurozóny<sup>1)</sup>

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

	Nefinančné korporácie <sup>2)</sup>					Domácnosti <sup>3)</sup>				
	Spolu		do 1 roka	nad 1 rok a do 5 rokov	nad 5 rokov	Spolu		Spotrebiteľ- ské úvery	Úvery na bývanie	Ostatné úvery
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Stav										
2015	4 287,1	4 266,9	1 051,8	760,7	2 474,6	5 309,7	5 643,5	595,3	3 949,1	765,3
2016	4 311,4	4 308,9	1 012,5	796,5	2 502,4	5 449,4	5 728,6	615,9	4 082,8	750,6
2017	4 326,4	4 364,4	987,7	820,3	2 518,5	5 599,1	5 865,6	654,4	4 216,5	728,1
2017 Q4	4 326,4	4 364,4	987,7	820,3	2 518,5	5 599,1	5 865,6	654,4	4 216,5	728,1
2018 Q1	4 343,7	4 381,1	997,8	820,6	2 525,4	5 633,0	5 904,6	663,6	4 243,6	725,8
Q2	4 358,0	4 424,9	986,0	828,0	2 544,0	5 659,7	5 940,5	670,1	4 272,9	716,7
Q3	4 396,9	4 464,4	1 000,2	836,9	2 559,9	5 701,3	5 978,6	678,3	4 310,4	712,7
2018 Máj	4 380,9	4 413,0	1 007,1	824,6	2 549,3	5 649,9	5 927,8	668,9	4 259,6	721,5
Jún	4 358,0	4 424,9	986,0	828,0	2 544,0	5 659,7	5 940,5	670,1	4 272,9	716,7
Júl	4 381,8	4 441,9	997,6	833,2	2 551,0	5 674,6	5 954,4	673,9	4 285,4	715,3
Aug.	4 394,3	4 453,8	1 001,0	835,0	2 558,4	5 693,2	5 972,2	677,6	4 300,2	715,4
Sep.	4 396,9	4 464,4	1 000,2	836,9	2 559,9	5 701,3	5 978,6	678,3	4 310,4	712,7
Okt. <sup>(b)</sup>	4 403,4	4 468,8	985,0	844,0	2 574,5	5 715,9	5 996,1	681,5	4 323,5	710,8
Transakcie										
2015	-11,4	24,0	-50,5	32,0	7,0	97,2	75,3	21,2	80,1	-4,1
2016	82,5	100,2	-15,4	44,0	54,0	121,1	113,7	24,1	105,3	-8,3
2017	83,0	132,9	0,8	37,2	45,0	173,5	165,8	45,1	134,2	-5,8
2017 Q4	31,8	51,8	10,8	10,8	10,2	48,1	44,5	12,3	36,8	-1,0
2018 Q1	38,2	38,7	16,7	5,6	15,8	39,4	45,6	11,2	27,5	0,7
Q2	17,0	48,0	-12,2	10,2	19,0	35,2	44,8	10,5	29,1	-4,5
Q3	48,9	48,1	16,5	10,3	22,1	49,9	48,5	10,5	40,5	-1,1
2018 Máj	23,7	21,0	4,4	4,9	14,5	9,9	14,8	3,8	6,3	-0,2
Jún	-20,8	13,3	-19,7	3,5	-4,5	13,7	16,2	2,6	13,9	-2,9
Júl	26,0	18,4	12,7	6,0	7,3	17,0	16,5	4,3	13,3	-0,7
Aug.	13,6	12,4	3,5	1,9	8,2	18,0	17,3	4,1	13,9	0,0
Sep.	9,4	17,2	0,3	2,4	6,7	14,9	14,8	2,1	13,3	-0,5
Okt. <sup>(b)</sup>	4,8	3,0	-17,1	7,1	14,8	15,3	18,6	3,6	11,9	-0,1
Miera rastu										
2015	-0,3	0,6	-4,5	4,4	0,3	1,9	1,4	3,7	2,1	-0,5
2016	1,9	2,4	-1,5	5,8	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017	1,9	3,1	0,1	4,7	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2017 Q4	1,9	3,1	0,1	4,7	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018 Q1	2,3	3,3	2,7	4,4	1,4	3,0	2,9	7,2	3,0	-0,4
Q2	2,5	4,1	1,3	5,4	2,1	3,0	3,0	7,2	3,1	-1,1
Q3	3,2	4,3	3,3	4,6	2,7	3,1	3,2	6,9	3,2	-0,8
2018 Máj	2,8	3,7	3,5	4,7	1,9	3,1	2,9	7,2	3,1	-0,5
Jún	2,5	4,1	1,3	5,4	2,1	3,0	3,0	7,2	3,1	-1,1
Júl	3,0	4,1	2,7	5,5	2,3	3,3	3,0	7,2	3,4	-0,8
Aug.	3,1	4,2	3,0	5,3	2,4	3,2	3,1	7,2	3,2	-0,8
Sep.	3,2	4,3	3,3	4,6	2,7	3,1	3,2	6,9	3,2	-0,8
Okt. <sup>(b)</sup>	2,8	3,9	0,6	4,9	2,9	3,2	3,2	7,1	3,3	-0,7

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniacich 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) Vráthane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

4) Očistené od predaja a sekuritizácie úverov (vyčlenené zo štatistickej bilancie PFI), ako aj od pozícií vyplývajúcich z fiktívneho cash poolingu poskytovaného PFI.

## 5 Peňažné a úverové agregáty

### 5.5 Protipoložky M3 iné ako pohľadávky voči rezidentom eurozóny<sup>1)</sup> (v mld. EUR a ročné miery rastu; sezónne očistené; stav a miery rastu ku koncu obdobia; transakcie počas obdobia)

V držbe ústrednej štátnej správy <sup>2)</sup>	Pasíva PFI					Aktíva PFI				
	Spolu	Dlhodobejšie finančné záväzky voči rezidentom eurozóny				Čisté zahraničné aktíva	Ostatné			
		Vklady s dohodnutou splatnosťou nad 2 roky	Vklady s výpovednou lehotou nad 3 mesiace	Dlhové cenné papiere so splatnosťou nad 2 roky	Kapitál a rezervy		Spolu	Repo obchody s centrálnymi protistranami <sup>3)</sup>	Reverzné repo obchody s centrálnymi protistranami <sup>3)</sup>	Spolu
<b>Stav</b>										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2015	282,8	6 999,2	2 119,1	80,0	2 255,2	2 544,9	1 352,2	281,9	205,9	135,6
2016	307,7	6 956,9	2 090,5	70,9	2 145,9	2 649,7	1 135,0	253,6	205,9	121,6
2017	343,4	6 767,3	1 968,3	59,7	2 013,0	2 726,2	935,9	299,9	143,5	92,5
2017 Q4	343,4	6 767,3	1 968,3	59,7	2 013,0	2 726,2	935,9	299,9	143,5	92,5
2018 Q1	340,8	6 745,7	1 952,7	59,4	2 015,0	2 718,5	906,6	315,9	135,9	86,2
Q2	330,4	6 705,8	1 950,6	58,4	2 022,9	2 674,0	862,1	422,1	174,1	183,8
Q3	403,4	6 693,5	1 934,7	56,9	2 048,5	2 653,4	885,5	425,1	177,3	183,0
2018 Máj	336,1	6 750,6	1 950,8	58,8	2 029,4	2 711,6	860,4	395,6	177,3	186,6
Jún	330,4	6 705,8	1 950,6	58,4	2 022,9	2 674,0	862,1	422,1	174,1	183,8
Júl	354,8	6 695,1	1 951,4	57,7	2 018,6	2 667,3	847,8	384,0	184,1	192,4
Aug.	391,6	6 676,5	1 942,9	57,3	2 016,2	2 660,2	851,0	411,3	181,4	189,0
Sep.	403,4	6 693,5	1 934,7	56,9	2 048,5	2 653,4	885,5	425,1	177,3	183,0
Okt. (p)	398,2	6 794,6	1 936,6	56,6	2 109,9	2 691,5	996,2	465,7	167,1	174,4
<b>Transakcie</b>										
2015	6,2	-216,1	-106,4	-13,4	-210,8	114,6	-87,2	-13,7	21,4	-4,0
2016	22,0	-122,7	-69,6	-9,1	-118,5	74,5	-274,8	-91,4	12,8	-12,0
2017	39,4	-82,2	-84,8	-8,6	-73,0	84,2	-98,2	-68,3	-60,9	-27,6
2017 Q4	-11,8	-31,9	-17,5	-1,8	-14,0	1,5	-62,8	-60,9	3,2	7,9
2018 Q1	-2,7	7,7	-15,2	-1,4	10,6	13,8	55,6	-54,4	-7,6	-6,3
Q2	-10,4	-16,8	-5,3	-1,1	-18,0	7,6	-62,5	85,4	16,4	19,4
Q3	76,4	32,6	-16,0	-1,5	21,9	28,3	39,6	-10,2	3,2	-0,8
2018 Máj	-13,4	-12,1	-6,5	-0,4	-5,4	0,2	-41,7	-2,3	30,3	34,7
Jún	-5,7	-10,3	-0,4	-0,4	-6,6	-3,0	20,5	41,2	-3,2	-2,8
Júl	24,3	11,6	1,4	-0,7	-0,4	11,2	0,1	-39,9	10,0	8,6
Aug.	36,7	-6,6	-9,0	-0,4	-5,8	8,6	-5,7	18,9	-2,6	-3,5
Sep.	15,4	27,7	-8,4	-0,5	28,1	8,5	45,2	10,8	-4,1	-6,0
Okt. (p)	-5,5	13,6	0,5	-0,3	9,9	3,5	18,0	31,3	-10,2	-8,6
<b>Miera rastu</b>										
2015	2,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,6	4,6	-	-	11,6	-2,9
2016	7,8	-1,7	-3,3	-11,4	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,7	-1,2	-4,1	-12,4	-3,5	3,2	-	-	-29,7	-22,7
2017 Q4	12,7	-1,2	-4,1	-12,4	-3,5	3,2	-	-	-29,7	-22,7
2018 Q1	12,0	-0,9	-4,1	-12,5	-1,5	2,5	-	-	-25,6	-22,2
Q2	6,7	-1,1	-3,2	-10,8	-2,6	2,0	-	-	-3,6	-18,0
Q3	14,5	-0,1	-2,7	-9,3	0,0	1,9	-	-	7,7	4,9
2018 Máj	6,2	-1,0	-3,6	-10,3	-2,4	2,4	-	-	-6,8	-12,4
Jún	6,7	-1,1	-3,2	-10,8	-2,6	2,0	-	-	-3,6	-18,0
Júl	10,3	-0,8	-2,5	-10,4	-2,7	2,3	-	-	22,7	23,3
Aug.	16,4	-0,8	-2,7	-9,9	-2,6	2,1	-	-	24,6	34,2
Sep.	14,5	-0,1	-2,7	-9,3	0,0	1,9	-	-	7,7	4,9
Okt. (p)	18,3	0,4	-1,7	-8,8	0,8	1,9	-	-	-9,9	-22,0

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

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

3) Neočistené od sezónnych vplyvov.

## 6 Fiškálny vývoj

### 6.1 Deficit/prebytok

(v % HDP; toky počas obdobia 1 roka)

	Deficit (-)/prebytok (+)					Informatívna položka: Primárny deficit (-)/prebytok (+)
	Spolu	Ústredná štátnej správy	Regionálna štátnej správa	Miestna samospráva	Fondy sociálneho zabezpečenia	
	1	2	3	4	5	6
2014	-2,5	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,6	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2017	-1,0	-1,3	0,0	0,2	0,1	1,0
2017 Q3	-1,1	.	.	.	.	1,0
Q4	-1,0	.	.	.	.	1,0
2018 Q1	-0,8	.	.	.	.	1,2
Q2	-0,5	.	.	.	.	1,4

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

### 6.2 Príjmy a výdavky

(v % HDP; toky počas obdobia 1 roka)

	Príjmy					Výdavky							Kapitálové výdavky	
	Spolu	Bežné príjmy			Kapitálové príjmy	Spolu	Bežné výdavky			Úroky	Sociálne benefity			
		Priame dane	Nepriame dane	Čisté sociálne príspevky			8	9	10					
	1	2	3	4	5	6	7	9	10	11	12	13	14	
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,1	45,2	10,2	5,3	2,6	23,0	3,9	
2015	46,2	45,7	12,5	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9	
2016	46,0	45,5	12,6	12,9	15,2	0,5	47,5	44,0	9,9	5,2	2,1	22,7	3,6	
2017	46,1	45,7	12,8	12,9	15,2	0,4	47,0	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,8	
2017 Q3	46,1	45,7	12,7	12,9	15,3	0,4	47,1	43,4	9,9	5,1	2,0	22,5	3,7	
Q4	46,1	45,7	12,8	12,9	15,2	0,4	47,0	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,8	
2018 Q1	46,1	45,7	12,9	12,9	15,2	0,4	46,9	43,1	9,8	5,1	1,9	22,4	3,8	
Q2	46,1	45,7	12,9	12,9	15,2	0,4	46,6	42,9	9,8	5,1	1,9	22,3	3,7	

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

### 6.3 Pomer štátneho dlhu k HDP

(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	do 1 roka	nad 1 rok	do 1 roka	nad 1 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
2014	91,8	2,7	17,1	71,9	43,9	25,8	47,9	9,8	82,0	18,8	31,8	41,1	89,7	2,1
2015	89,9	2,8	16,2	70,9	44,1	27,3	45,7	9,1	80,8	17,5	31,2	41,2	87,8	2,1
2016	89,1	2,7	15,4	71,0	46,6	30,5	42,5	8,8	80,3	17,1	29,9	42,1	87,0	2,1
2017	86,8	2,6	14,2	70,0	47,3	31,9	39,5	8,0	78,8	15,9	28,8	42,2	85,0	1,8
2017 Q3	88,2	2,8	14,6	70,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	86,8	2,6	14,2	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 Q1	86,9	2,6	14,0	70,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	86,3	2,6	13,7	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Fiškálny vývoj

### 6.4 Ročná zmena pomeru štátneho dlhu k HDP a hlavné faktory<sup>1)</sup> (v % HDP; toky počas obdobia 1 roka)

	Zmena pomeru dlhu k HDP <sup>2)</sup>	Primárny deficit (+)/ prebytok (-)	Úprava deficitu a dlhu									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 podiel v investičných fondoch							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		12		
2014	0,2	-0,1	-0,2	-0,4	0,2	-0,4	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,5		2,3		
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,4	-0,8		1,2		
2016	-0,8	-0,6	0,1	0,2	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,3		1,6		
2017	-2,2	-1,0	-0,2	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-1,0		0,9		
2017 Q3	-1,6	-1,0	0,0	0,6	0,8	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,7		1,2		
Q4	-2,2	-1,0	-0,2	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,0		0,9		
2018 Q1	-2,4	-1,2	-0,1	0,5	0,5	0,0	-0,1	0,1	-0,1	-0,4	-1,1		0,8		
Q2	-2,9	-1,4	-0,2	0,3	0,2	-0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,4	-1,3		0,5		

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

1) Medzištáteľne pôžičky v kontexte finančnej krízy sú konsolidované, s výnimkou štvrtročných údajov týkajúcich sa úpravy deficitu a dlhu.

2) Vypočítané ako rozdiel medzi pomermi štátneho dlhu k HDP na konci referenčného obdobia a predchádzajúceho roka.

### 6.5 Štátne dlhové cenné papiere<sup>1)</sup>

(dlhová služba v % HDP; toky v priebehu obdobia dlhovej služby; priemerný nominálny výnos v % p. a.)

	Dlhová služba splatná v rámci 1 roka <sup>2)</sup>					Priemerná zostatková splatnosť v rokoch <sup>3)</sup>	Priemerný nominálny výnos <sup>4)</sup>						
	Spolu	Istina splatnosť do 3 mesiacov	Úrok		Stav		Transakcie						
			Spolu	Istina splatnosť do 3 mesiacov			Spolu	Pohyblivá sadzba	Nulový kupón	Fixná sadzba splatnosť do 1 roka	Emisia	Odkúpenie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	14,6	12,8	4,3	1,9	0,5	6,6	2,9	1,4	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2017 Q3	13,0	11,3	3,7	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1
Q4	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018 Q1	12,9	11,3	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
Q2	12,8	11,2	3,6	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9
2018 Máj	12,8	11,2	3,7	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,0
Jún	12,8	11,2	3,6	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9
Júl	12,8	11,3	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,2	2,7	2,4	0,4	1,0
Aug.	12,8	11,2	3,8	1,6	0,4	7,2	2,3	1,1	-0,2	2,7	2,5	0,4	1,0
Sep.	13,1	11,5	3,8	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9
Okt.	13,2	11,7	3,5	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,5	1,0

Zdroj: ECB.

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

2) Nezahŕňa budúce platby ešte nesplatených dlhových cenných papierov a predčasné splatenie.

3) Zostatková splatnosť ku koncu obdobia.

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

## 6 Fiškálny vývoj

### 6.6 Fiškálny vývoj v krajinách eurozóny (v % HDP; toky počas obdobia 1 roka a stav na konci obdobia)

	Belgicko 1	Nemecko 2	Estónsko 3	Írsko 4	Grécko 5	Španielsko 6	Francúzsko 7	Taliansko 8	Cyprus 9	
Deficit (-)/prebytok (+) verejnej správy										
2014	-3,1	0,6	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-9,0	
2015	-2,5	0,8	0,1	-1,9	-5,6	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3	
2016	-2,4	0,9	-0,3	-0,5	0,5	-4,5	-3,5	-2,5	0,3	
2017	-0,9	1,0	-0,4	-0,2	0,8	-3,1	-2,7	-2,4	1,8	
2017 Q3	-1,1	1,1	-0,7	-0,6	1,0	-3,1	-3,0	-2,5	1,5	
Q4	-0,9	1,0	-0,4	-0,2	0,8	-3,1	-2,7	-2,4	1,8	
2018 Q1	-0,9	1,3	-0,6	-0,4	1,1	-3,0	-2,7	-2,2	2,5	
Q2	-0,3	1,9	-0,2	-0,5	0,9	-2,7	-2,7	-1,8	3,0	
Dlh verejnej správy										
2014	107,6	74,5	10,5	104,1	178,9	100,4	94,9	131,8	108,0	
2015	106,5	70,8	9,9	76,8	175,9	99,3	95,6	131,6	108,0	
2016	106,1	67,9	9,2	73,4	178,5	99,0	98,2	131,4	105,5	
2017	103,4	63,9	8,7	68,4	176,1	98,1	98,5	131,2	96,1	
2017 Q3	107,6	64,8	8,6	72,9	177,4	98,4	99,9	133,6	101,3	
Q4	103,8	63,9	8,7	68,4	178,6	98,1	98,5	131,2	96,1	
2018 Q1	106,8	62,7	8,5	69,3	180,3	98,7	99,4	132,9	93,4	
Q2	106,3	61,5	8,3	69,1	179,7	98,1	99,1	133,1	104,0	
	Lotyšsko 10	Litva 11	Luxembursko 12	Malta 13	Holandsko 14	Rakúsko 15	Portugalsko 16	Slovensko 17	Slovensko 18	Fínsko 19
Deficit (-)/prebytok (+) verejnej správy										
2014	-1,5	-0,6	1,3	-1,7	-2,2	-2,7	-7,2	-5,5	-2,7	-3,2
2015	-1,4	-0,3	1,3	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,6	-2,8
2016	0,1	0,3	1,6	0,9	0,0	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2017	-0,6	0,5	1,4	3,5	1,2	-0,8	-3,0	0,1	-0,8	-0,7
2017 Q3	0,1	0,9	1,9	2,9	1,0	-1,2	-2,4	-0,5	-1,5	-1,4
Q4	-0,6	0,5	1,4	3,5	1,2	-0,8	-3,0	0,1	-0,8	-0,7
2018 Q1	0,0	0,4	1,5	3,1	1,6	-0,7	-0,7	0,5	-0,7	-0,7
Q2	0,2	0,7	1,6	3,9	1,9	0,1	-0,9	0,6	-0,6	-1,1
2014	40,9	40,5	22,7	63,7	67,9	84,0	130,6	80,4	53,5	60,2
2015	36,8	42,6	22,2	58,6	64,6	84,8	128,8	82,6	52,2	63,6
2016	40,3	39,9	20,7	56,3	61,9	83,0	129,2	78,7	51,8	63,0
2017	40,0	39,4	23,0	50,9	57,0	78,3	124,8	74,1	50,9	61,3
2017 Q3	38,0	39,2	23,5	53,5	57,0	79,8	129,5	79,0	51,3	60,7
Q4	40,0	39,4	23,0	50,9	57,0	78,3	124,8	74,1	50,9	61,3
2018 Q1	35,5	36,0	22,2	50,5	55,1	77,2	125,4	75,5	50,8	60,0
Q2	36,9	35,0	22,0	49,6	54,0	76,5	124,9	72,8	51,8	59,5

Zdroj: Eurostat.

© Európska centrálna banka 2018

Poštová adresa        60640 Frankfurt am Main, Germany  
Telefón                   +49 69 1344 0  
Internetová stránka    [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

Redakčná uzávierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 12. decembra 2018.

ISSN 2363-3549

Katalógové číslo QB-BP-18-008-SK-N