EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTÉM

Ekonomický bulletin

Číslo 6/2019

Obsah

Hospodársky a menový vývoj **2**

Prehľad 2

1 Vonkajšie prostredie 6

2 Finančný vývoj 15

3 Hospodárska aktivita 20

4 Ceny a náklady 25

5 Peňažná zásoba a úvery 30

6 Fiškálny vývoj 38

Boxy **41**

1 Septembrový balík menovopolitických opatrení 41

2 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 17. apríla do 30. júla 2019 45

3 Domáce versus vonkajšie faktory stojace za poklesom priemyselnej produkcie eurozóny 51

4 Porovnanie súčasného obdobia rastu zamestnanosti s vývojom v minulosti 55

5 Príjmové riziko domácností počas hospodárskeho cyklu 60

6 Ako zisk formuje domáce cenové tlaky v eurozóne 67

Štatistika **71**

Hospodársky a menový vývoj

Prehľad

Rada guvernérov v rámci plnenia svojho cieľa cenovej stability na menovopolitickom zasadaní 12. septembra na základe dôkladného hodnotenia výhľadu hospodárskeho a inflačného vývoja v eurozóne a so zreteľom na najnovšie makroekonomické projekcie odborníkov ECB prijala viacero rozhodnutí. Aktuálne informácie získané od posledného zasadania Rady guvernérov poukazujú na dlhšie trvajúci slabý vývoj hospodárstva eurozóny, pretrvávanie významných rizík pomalšieho rastu a tlmené inflačné tlaky. Tento vývoj sa odráža v septembrových projekciách odborníkov ECB, z ktorých vyplýva ďalšia redukcia projektovaných hodnôt inflácie. Odolnosť hospodárstva eurozóny sa však zároveň naďalej opiera o výrazný rast zamestnanosti a zvyšovanie miezd. Rada guvernérov za týchto okolností oznámila komplexný súbor menovopolitických opatrení v reakcii na vývoj inflácie, ktorý naďalej zaostáva za jej cieľom (box 1).

Hodnotenie hospodárskej a menovej situácie v čase zasadania Rady guvernérov 12. septembra 2019

Svetový hospodársky rast sa v prvom polroku 2019 v dôsledku spomaľovania hospodárskej aktivity vo vyspelých i rozvíjajúcich sa ekonomikách zmiernil. Tento vývoj je v súlade s ukazovateľmi odvodenými z výsledkov prieskumov, ktoré poukazujú na nevýraznú svetovú hospodársku aktivitu. Svetový rast sa má tento rok podľa projekcií spomaliť vzhľadom na slabú svetovú výrobnú aktivitu v dôsledku klesajúcej svetovej investičnej aktivity a rastúcej strategickej a politickej neistoty vyplývajúcej z brexitu a opätovného zintenzívnenia obchodného napätia medzi Spojenými štátmi a Čínou. Čo sa týka ďalšieho vývoja, v strednodobom horizonte sa má svetový hospodársky rast podľa projekcií postupne oživiť, má však zostať pod svojím dlhodobým priemerom. Svetový obchod sa má tento rok ďalej výrazne oslabovať. V strednodobom horizonte by sa mal oživiť, no i naďalej by mal zaostávať za hospodárskou aktivitou. Globálne inflačné tlaky majú zostať obmedzené, zatiaľ čo riziká spomalenia svetovej hospodárskej aktivity sa zintenzívnili.

Globálne dlhodobé bezrizikové úrokové sadzby sa od zasadania Rady guvernérov v júni 2019 znížili v dôsledku očakávania pokračujúceho akomodačného nastavenia menovej politiky zo strany účastníkov trhu a obnovenia neistoty v súvislosti so svetovým obchodom. Pokles bezrizikových sadzieb podporil ceny akcií a podnikových dlhopisov v eurozóne. Očakávané zisky podnikov pritom v reakcii na pretrvávajúce pochybnosti spojené s globálnym makroekonomickým výhľadom mierne klesli. Pokles zaznamenala i forwardová krivka EONIA. Na devízových trhoch zostalo euro v obchodne váženom vyjadrení celkovo bez zmeny.

Reálny HDP eurozóny, ktorý v prvom štvrťroku 2019 vzrástol o 0,4 %, sa v druhom štvrťroku medzikvartálne zvýšil o 0,2 %. Aktuálne hospodárske údaje a výsledky prieskumov naďalej indikujú mierny, no kladný rast v treťom štvrťroku tohto roka. Spomalenie rastu je predovšetkým odrazom naďalej slabého vývoja medzinárodného obchodu v prostredí dlhotrvajúcej globálnej neistoty, ktorá nepriaznivo vplýva predovšetkým na výrobný sektor eurozóny. Sektor služieb a stavebný sektor zároveň naďalej vykazujú odolnosť a expanzia eurozóny ťaží i z priaznivých podmienok financovania, ďalšieho rastu zamestnanosti a zvyšovania miezd, mierne expanzívnej rozpočtovej politiky v eurozóne a pokračujúcej, i keď o niečo pomalšej expanzie svetovej hospodárskej aktivity.

Toto hodnotenie sa v zásade odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2019. Podľa nich by sa mal ročný reálny HDP zvýšiť o 1,1 % v roku 2019, o 1,2 % v roku 2020 a o 1,4 % v roku 2021. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z júna 2019 bol výhľad rastu reálneho HDP na roky 2019 a 2020 upravený nadol. Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu v eurozóne zostávajú na strane pomalšieho rastu a súvisia najmä s dlhodobejším pretrvávaním neistôt súvisiacich s geopolitickými faktormi, rastúcou hrozbou protekcionizmu a zraniteľnosťou rozvíjajúcich sa trhových ekonomík.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu sa ročná miera inflácie HICP eurozóny v auguste 2019 oproti júlu nezmenila a zostala na úrovni 1,0 %. Nižšia inflácia cien energií bola vykompenzovaná vyššou infláciou cien potravín, zatiaľ čo miera inflácie HICP bez potravín a energií bola bez zmeny. Na základe súčasných cien ropných futures je pravdepodobné, že celková inflácia bude klesať, než koncom roka opäť stúpne. Ukazovatele základnej inflácie zostali vo všeobecnosti tlmené a ukazovatele inflačných očakávaní sú na nízkej úrovni. Napriek tomu, že vzhľadom na vysokú mieru využitia kapacít a prehlbovanie nedostatku pracovných síl došlo k posilneniu a rozšíreniu mzdových tlakov, ich premietanie do inflácie trvá dlhšie, než sa pôvodne očakávalo. V strednodobom horizonte sa očakáva rast základnej inflácie, ku ktorému budú prispievať menovopolitické opatrenia ECB, pokračujúca hospodárska expanzia a výrazný rast miezd.

Toto hodnotenie sa v zásade odráža aj v septembrových makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu, podľa ktorých ročná miera inflácie HICP dosiahne 1,2 % v roku 2019, 1,0 % v roku 2020 a 1,5 % v roku 2021. V porovnaní s júnovými makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému bol výhľad vývoja inflácie HICP na celé sledované obdobie vzhľadom na nižšie ceny energií a prostredie slabšieho hospodárskeho rastu upravený nadol. Ročná inflácia HICP bez energií a potravín by mala podľa očakávaní dosiahnuť 1,1 % v roku 2019, 1,2 % v roku 2020 a 1,5 % v roku 2021.

Ročný rast menového agregátu M3 sa v júli 2019 výrazne zrýchlil, zatiaľ čo úvery súkromnému sektoru zostali celkovo bez zmeny. Miera rastu menového agregátu M3 v júli 2019 vzrástla z júnových 4,5 % na 5,2 %. Stabilné tempo rastu menového agregátu M3 je odrazom pokračujúcej tvorby bankových úverov pre súkromný sektor a nízkych oportunitných nákladov držby M3. Rast menového agregátu M3 navyše zostal odolný aj napriek slabnúcemu vplyvu mechanického

príspevku čistého nákupu aktív v rámci programu nákupu aktív a oslabovaniu dynamiky hospodárskeho rastu. Priaznivé podmienky bankového financovania a podmienky poskytovania bankových úverov zároveň naďalej podporovali tok úverov a tým aj hospodársky rast. Ročná miera rastu úverov nefinančným spoločnostiam sa v júli 2019 nezmenila a predstavovala 3,9 %. Menovopolitické opatrenia prijaté Radou guvernérov vrátane akomodačnejších podmienok novej série štvrťročných cielených dlhodobejších refinančných operácií (TLTRO III) pomôžu zachovať priaznivé podmienky poskytovania bankových úverov a budú naďalej podporovať prístup k financiám, predovšetkým pre malé a stredné podniky.

Celková fiškálna pozícia eurozóny by mala byť podľa projekcií mierne expanzívna a mala by do istej miery podporovať hospodársku aktivitu. V nasledujúcich dvoch rokoch bude fiškálna pozícia naďalej mierne expanzívna, najmä v dôsledku ďalšieho znižovania priamych daní a odvodov sociálneho zabezpečenia vo väčšine väčších krajín eurozóny. Vzhľadom na zhoršujúci sa výhľad vývoja hospodárskeho rastu a naďalej významné riziká pomalšieho rastu by vlády, ktoré majú fiškálny priestor, mali prijať včasné a účinné opatrenia. Vlády krajín s vysokým dlhom verejnej správy musia uplatňovať obozretné politiky, ktoré vytvoria podmienky na voľné pôsobenie automatických stabilizátorov.

Rozhodnutia o menovej politike

Na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy Rada guvernérov prijala nasledujúce rozhodnutia:

- Po prvé, úroková sadzba jednodňových sterilizačných operácií bola znížená o 10 bázických bodov na -0,50 %. Úroková sadzba hlavných refinančných operácií a sadzba jednodňových refinančných operácií zostávajú na doterajšej úrovni 0,00 % a 0,25 %. Rada guvernérov momentálne očakáva, že kľúčové úrokové sadzby ECB zostanú na súčasnej alebo nižšej úrovni, až kým nezaznamená, že sa výhľad vývoja inflácie počas horizontu jej projekcií výrazne približuje k úrovni dostatočnej blízkej, ale nižšej ako 2 %, a že sa tento vývoj inflácie konzistentne odráža v dynamike základnej inflácie.

- Po druhé, v rámci programu nákupu aktív sa od 1. novembra opäť začne s čistým nákupom aktív, a to tempom 20 mld. € za mesiac. Rada guvernérov očakáva, že program nákupu aktív bude prebiehať dovtedy, kým to bude potrebné na posilnenie akomodačného vplyvu menovopolitických sadzieb ECB, a že sa skončí krátko predtým, ako začne zvyšovať kľúčové úrokové sadzby ECB.

- Po tretie, reinvestície istiny zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív budú aj naďalej pokračovať v plnej výške ešte po dlhšiu dobu od chvíle, keď Rada guvernérov začne zvyšovať kľúčové úrokové sadzby ECB, v každom prípade však dovtedy, kým to bude potrebné na zachovanie priaznivého stavu likvidity a výraznej miery menovej akomodácie.

- Po štvrté, Rada guvernérov sa rozhodla zmeniť podmienky operácií TLTRO III s cieľom zachovať priaznivé podmienky poskytovania bankových úverov, zabezpečiť plynulú transmisiu menovej politiky a ďalej podporiť akomodačné nastavenie menovej politiky. Úroková sadzba jednotlivých operácií bude stanovená na úrovni priemernej sadzby hlavných refinančných operácií Eurosystému počas doby trvania príslušnej cielenej dlhodobejšej refinančnej operácie. V prípade bánk, ktorých čistý objem poskytnutých akceptovateľných úverov prekročí stanovenú hraničnú hodnotu, bude sadzba TLTRO III nižšia, pričom jej spodná hranica môže byť až na úrovni priemernej úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií počas trvania operácie. Splatnosť operácií bude predĺžená z dvoch na tri roky.

- Po piate, s cieľom podporiť bankový transmisný kanál menovej politiky sa Rada guvernérov rozhodla zaviesť dvojstupňový systém úročenia rezerv, v rámci ktorého sa na časť nadbytočnej likvidity bánk nebude vzťahovať záporná sadzba jednodňových sterilizačných operácií.

Rada guvernérov tieto rozhodnutia prijala v reakcii na vývoj inflácie, ktorý je aj naďalej pod úrovňou jej cieľa. Týmto komplexným súborom menovopolitických rozhodnutí ECB poskytuje výrazný menový stimul s cieľom zabezpečiť naďalej veľmi priaznivé finančné podmienky, ktoré podporujú expanziu eurozóny, ďalšie stupňovanie domácich cenových tlakov a tým aj trvalý vývoj inflácie smerom k strednodobému inflačnému cieľu Rady guvernérov. Rada guvernérov opätovne zdôraznila potrebu výrazne akomodačného nastavenia menovej politiky počas dlhšieho obdobia. Zároveň je naďalej pripravená podľa potreby upraviť všetky svoje nástroje, aby zabezpečila trvalý vývoj inflácie smerom k svojmu inflačnému cieľu, a to v súlade so svojím záväzkom týkajúcim sa jeho symetrie.

1 Vonkajšie prostredie

Globálny rast sa v prvom polroku 2019 mierne oslabil, pričom odrážal klesajúce tempo hospodárskej aktivity vo vyspelých ekonomikách aj krajinách rozvíjajúcich sa trhov. Tento vývoj je v súlade s ukazovateľmi z prieskumov, ktoré naznačujú tlmenú globálnu aktivitu. Aktivita v sektore služieb napriek istému oslabeniu naďalej prispievala k hospodárskemu rastu, kým tempo rastu vo výrobnom sektore zostáva tlmené. V tomto roku sa v prostredí slabej globálnej výrobnej aktivity očakáva pokles globálneho rastu. Tento vývoj súvisí so znížením globálnych investícií a s narastajúcou politickou neistotou a neistotou v oblasti politík v dôsledku brexitu a opätovného zintenzívnenia napätia v obchodných vzťahoch Spojených štátov a Číny. Hoci sa očakáva, že uvedený nepriaznivý vplyv bude na globálnu aktivitu a obchod pôsobiť tento aj budúci rok, určitú podporu by mali zabezpečiť aktuálne opatrenia v oblasti politík. Predpokladá sa teda, že sa globálny rast v strednodobom horizonte stabilizuje, bude však pod priemernou úrovňou zaznamenanou pred krízou. Globálny obchod by sa mal v tomto roku výrazne spomaľovať, kým v strednodobom horizonte by malo dôjsť k jeho oživeniu. Bude však zaostávať za hospodárskou aktivitou. Globálne inflačné tlaky by mali zostať len mierne, no zintenzívňujú sa riziká spomalenia globálnej hospodárskej aktivity.

Globálna hospodárska aktivita a obchod

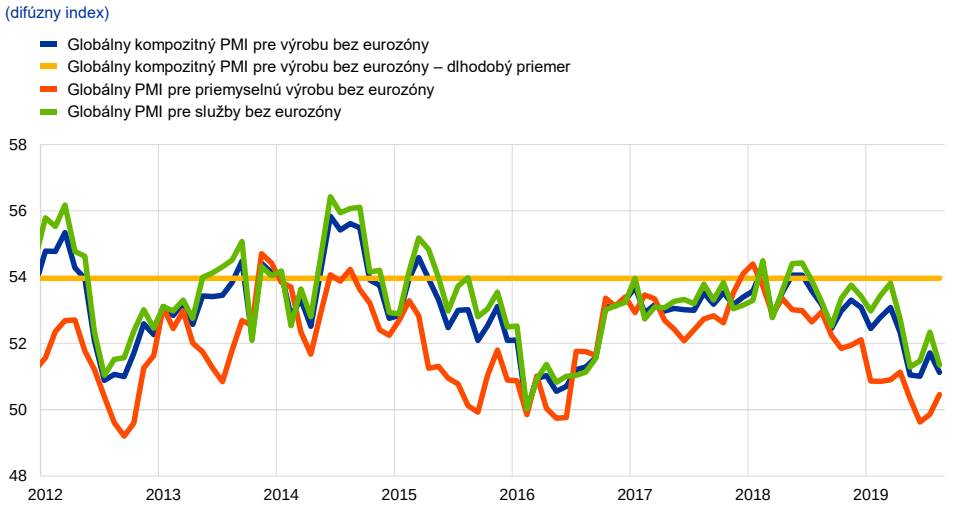
Globálny hospodársky rast sa v prvom polroku 2019 oslabil. Rast reálneho HDP sa vo väčšine vyspelých ekonomík v prvom štvrťroku vyvíjal relatívne dobre v dôsledku dočasných faktorov v niektorých krajinách (napr. kladný príspevok čistého obchodu a tvorby zásob v Spojených štátoch a predzásobenie sa pred prvým termínom brexitu v Spojenom kráľovstve). Po odznení týchto faktorov sa rast v druhom štvrťroku spomalil. V Spojených štátoch mal čistý obchod (po stabilizovaní dovozu) záporný príspevok k rastu, a to napriek fiškálnym stimulom a silnej súkromnej spotrebe. V Spojenom kráľovstve zaznamenal rast v druhom štvrťroku záporné hodnoty okrem iného aj v dôsledku spomalenia investícií. Hoci hospodárska aktivita Číny zostala v prvom polroku stabilná vďaka silnej súkromnej spotrebe, v niekoľkých ostatných ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov došlo v prvom štvrťroku k miernemu zhoršeniu rastu. Tento vývoj odrážal okolnosti v niektorých krajinách (pretrhnutie priehrady v Brazílii a kontaminovanie ropy v Ruskom ropovode) aj viaceré pretrvávajúce nepriaznivé faktory ako zvýšená domáca politická neistota (v Mexiku a Brazílii). V druhom štvrťroku, po oslabení niektorých týchto faktorov, sa rast zvýšil a hospodárska aktivita v ďalších krajinách naďalej rástla (napr. v Turecku vďaka silnej súkromnej spotrebe a kladnému príspevku čistého obchodu).

Ukazovatele z prieskumov naďalej naznačujú tlmenú globálnu aktivitu. Globálny kompozitný index nákupných manažérov (Purchasing Managers' Index – PMI) pre výrobu bez eurozóny klesal aj v druhom štvrťroku 2019 a po miernom júlovom oživení sa v auguste znova znížil. Spomalenie bolo v prvom polroku zaznamenané naprieč vyspelými ekonomikami aj ekonomikami rozvíjajúcich sa trhov. Nedávno sa však pozoroval istý nárast kompozitného PMI v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov. Globálna aktivita v sektore služieb, ktorá bola na prelome rokov celkovo silná, sa

v druhom štvrťroku taktiež zhoršila a jej ďalší pokles sa zaznamenal aj v auguste. Stále však zostáva nad hraničnou úrovňou 50. Globálna aktivita vo výrobnom sektore vykazovala celý minulý rok klesajúci trend. Po tom, ako v júni a júli klesla do pásma „kontrakcie“ (teda pod úroveň 50), došlo v auguste opäť k jej zvýšeniu do neutrálneho pásma (graf 1).

Graf 1

Globálny kompozitný index PMI pre výrobu



Zdroj: Markit a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z augusta 2019. „Dlhodobý priemer“ zahŕňa obdobie od januára 1999 do augusta 2019.

Globálne finančné podmienky zaznamenali v posledných mesiacoch určitú volatilitu. Po finalizovaní júnových makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému vykázali ceny rizikových aktív určitú volatilitu, ktorú vyvolali protichodné signály. Na jednej strane nádeje spojené s bilaterálnou obchodnou dohodou medzi Spojenými štátmi a Čínou a očakávaná akomodatívnejšia menová politika na oboch stranách Atlantiku viedli v júni a júli k nárastu cien aktív. V dôsledku investormi očakávaného zníženia sadzieb výrazne klesli výnosy z amerických a iných bezpečných štátnych dlhopisov a zároveň sa zmiernili podmienky financovania v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov. Na druhej strane ďalšia eskalácia obchodných sporov medzi Spojenými štátmi a Čínou na začiatku augusta a signály Federálneho výboru pre operácie na voľnom trhu (FOMC), že júlové zníženie sadzieb neznamenalo začiatok cyklu uvoľnenia, viedli k oslabeniu rizikového apetítu, čo spôsobilo veľké straty na globálnych akciových trhoch a ďalší pokles výnosov z vybraných štátnych dlhopisov vzhľadom na klesajúcu časovú prémiu. Napriek nedávnej zvýšenej rizikovej averzii zostali podmienky na finančných trhoch vo vyspelých ekonomikách aj ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov dobré.

Projekcie globálneho rastu na tento rok predpokladajú jeho spomalenie. Na globálnu ekonomiku naďalej vplýva množstvo nepriaznivých faktorov. Očakáva sa, že globálna výrobná aktivita zostane slabá, a to najmä pre spomaľujúci sa rast globálnych investícií a spotreby tovarov dlhodobej spotreby, ktoré majú výrazný podiel v priemyselnej výrobe. Vzhľadom na narastajúcu neistotu súvisiacu s budúcnosťou medzinárodných obchodných vzťahov sa nepredpokladá obnovenie tempa rastu

globálnych investícií. Najnovšia analýza ukazuje, že zhoršujúce sa podmienky financovania, rastúca makroekonomická neistota a nepriaznivé dopytové šoky negatívne vplývali na globálny rast investícií v druhom polroku 2018 aj na začiatku roka 2019.[1] V reakcii na spomaľujúcu sa globálnu ekonomiku prijali mnohí tvorcovia politík na celom svete akomodačné opatrenia, aby zmiernili nepriaznivý vplyv tohto ekonomického vývoja. Fiškálne stimuly zavedené v Číne na zmiernenie vplyvu slabnúceho domáceho dopytu by sa mali začať prejavovať najmä v druhom polroku 2019. V Spojených štátoch sa okrem výrazných procyklických fiškálnych stimulov a nedávnej dohody o nových stropoch verejných výdavkov Federálny rezervný systém rozhodol znížiť svoju referenčnú úrokovú sadzbu s cieľom podporiť prebiehajúcu ekonomickú expanziu. K uvoľneniu menovej politiky došlo tiež v mnohých ďalších krajinách (napr. v Austrálii, Brazílii, Južnej Kórei, Indonézii, Indii a Turecku).

V strednodobom horizonte sa predpokladá postupné oživenie globálneho rastu, zostane však pod svojím dlhodobým priemerom. Vývoj globálneho rastu ovplyvňujú tri hlavné sily. Vo vyspelých ekonomikách sa predpokladá spomalenie cyklického vývoja v dôsledku čoraz väčšieho nedostatku voľných kapacít v prostredí kladných produkčných medzier a nízkej miery nezamestnanosti v kľúčových ekonomikách, kým ku koncu horizontu projekcie sa očakáva postupné oslabovanie podpory politík. Okrem toho postupné spomaľovanie čínskej ekonomiky a jej preorientovanie sa z investícií na spotrebu by podľa projekcií malo mať negatívny vplyv na globálny rast a najmä na obchod. Zároveň by mal byť príspevok ekonomík rozvíjajúcich sa trhov (okrem Číny) ku globálnemu rastu menší (hoci stále kladný), ako predpokladali makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému z júna 2019. Vyplýva to z aktuálnych údajov, ktoré naznačujú, že k očakávanému oživeniu z posledných recesií dochádza pomalšie, ako sa predpokladalo. Navyše, aj keď sa napätie na finančných trhoch v Argentíne zatiaľ nerozšírilo do iných ekonomík rozvíjajúcich sa trhov, poukazuje na krehkosť oživenia v niektorých týchto ekonomikách. Globálna expanzia by sa celkovo mala ustáliť pod úrovňami zaznamenanými pred finančnou krízou v rokoch 2007 a 2008.

Pokiaľ ide o vývoj v jednotlivých krajinách, hospodárska aktivita v Spojených štátoch by mala byť v krátkodobom horizonte stále silná i napriek obchodnému sporu s Čínou a menej priaznivému vonkajšiemu prostrediu. Ekonomický vývoj v Spojených štátoch zatiaľ zostáva priaznivý, pričom odráža silný trh práce a spotrebiteľské výdavky. Ekonomický rast podporia tiež opatrenia ako zvýšenie výdavkových stropov na fiškálny rok 2020 – 2021 a dvojročné pozastavenie uplatňovania stropu federálneho dlhu, na ktorých sa kongres dohodol na konci júla. Priaznivé zostávajú aj podmienky financovania. Po tom, ako medziročný rast reálneho HDP dosiahol v prvom štvrťroku 2019 úroveň 3,1 %, došlo v druhom štvrťroku k jeho spomaleniu na 2,0 % v dôsledku dočasných faktorov (napr. kladný príspevok zásob a klesajúci dovoz). Súkromná spotreba a verejné výdavky naďalej celkovo podporovali hospodársku aktivitu. Ročná miera celkovej inflácie spotrebiteľských cien sa v júli mierne zvýšila na 1,8 % z júnových 1,6 %, a to hlavne v dôsledku vývoja jadrovej inflácie, kým ceny energií poklesli. Čiastočné zvýšenie zaznamenala aj

[1] Viac v boxe What is behind the decoupling of global activity and trade?, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2019.

inflácia spotrebiteľských cien bez potravín a energií, keď v júli dosiahla úroveň 2,2 %. V strednodobom horizonte by sa tempo rastu malo postupne vrátiť na úroveň potenciálneho rastu tesne pod 2 % a inflácia spotrebiteľských cien by mala zostať nad úrovňou 2 %.

Čínska ekonomika sa naďalej postupne spomaľuje. Ročná miera rastu HDP sa v druhom štvrťroku spomalila na 6,2 % (zo 6,4 % v prvom štvrťroku) v dôsledku slabej konečnej spotreby, ktorú len čiastočne vykompenzovalo zlepšenie v oblasti investícií. Ďalšie spomalenie rastu sa očakáva aj v rokoch 2020 a 2021, pričom v reakcii na najnovšiu eskaláciu obchodných vzťahov neboli oznámené žiadne ďalšie podporné fiškálne opatrenia. Spomalenie hospodárskej aktivity celkovo odráža účinky predchádzajúcej kampane na zníženie pákového efektu s cieľom obmedziť riziká spojené s financovaním, vládnych krokov na odklon od orientácie na investície a pretrvávajúceho napätia v obchodných vzťahoch so Spojenými štátmi. Napredovanie v štrukturálnych reformách by malo viesť k riadenej transformácii zameranej na nižší rast menej závislý od investícií a vývozu.

Základná dynamika rastu v Japonsku zostáva naďalej tlmená. Tempo rastu dosiahlo v druhom štvrťroku 2019 úroveň 0,4 % (v medzištvrťročnom vyjadrení), čo predčilo očakávania. Prispeli k tomu viaceré prechodné faktory vrátane vyšších spotrebiteľských výdavkov počas sviatku Zlatého týždňa a väčšieho objemu nákupu tovarov dlhodobej spotreby, ktorý pravdepodobne čiastočne odrážal dopyt z dôvodu predzásobenia sa pred zvýšením spotrebnej dane naplánovaným na október 2019. Vývoz však zostal tlmený a v prostredí slabnúceho zahraničného dopytu a pretrvávajúcej neistoty v oblasti politík sa zhoršila priemyselná produkcia aj sentiment vo výrobnom sektore. Príspevok čistého obchodu bol vzhľadom na stagnujúci vývoz záporný, kým dovoz sa oproti nízkym úrovniam zaznamenaným v predchádzajúcom štvrťroku zlepšil. Zatiaľ čo na vývoj v krátkodobom horizonte bude vplývať nadchádzajúce zvýšenie spotrebnej dane, súvisiaca spotreba spojená s predzásobením a jej následná úprava, neskôr sa očakáva, že hospodárska aktivita zostane nevýrazná.

V Spojenom kráľovstve došlo v druhom štvrťroku 2019 v dôsledku neistoty vyvolanej brexitom k prepadu rastu reálneho HDP. Rast reálneho HDP zaznamenával určitú volatilitu od začiatku roka, pričom odrážal zmeny v aktivite súvisiace s pôvodným termínom brexitu naplánovaným na 29. marec. Reálny HDP sa po (medzištvrťročnom) raste na 0,5 % vykázanom v prvom štvrťroku následne v druhom štvrťroku znížil na –0,2 %. Išlo o prvý štvrťročný pokles na zápornú hodnotu od roku 2012, v ktorom sa odrážali nižšie investície a, po odložení termínu brexitu na poslednú chvíľu, aj pokles v tvorbe zásob, ktorá v prvom štvrťroku dosahovala vysoké úrovne. Napriek silnému znehodnoteniu libry od začiatku roka 2019 sa vývoz v druhom štvrťroku znížil na –3,3 %. Príspevok čistého obchodu však zostal kladný, pretože dovoz, najmä tovarov z EÚ, klesol ešte viac ako vývoz (medzištvrťročne –12,9 %). Rast domácej spotreby zostal v druhom štvrťroku silný (medzištvrťročne 0,5 %), pričom ho čiastočne podporil výraznejší nárast reálnych miezd. Ukazovatele z prieskumov naznačujú mierne pokračujúce spomaľovanie hospodárskej aktivity v nasledujúcom štvrťroku. Ročná inflácia spotrebiteľských cien sa v druhom štvrťroku čiastočne zvýšila na 2,0 %, v júli na 2,1 %, a to najmä v dôsledku aktuálneho

výraznejšieho oslabovania výmenného kurzu. Pokračujúca neistota v súvislosti s podmienkami brexitu sa odráža v ďalšej volatilite kurzu libry a, pokiaľ ide o reálnu ekonomiku, pravdepodobne povedie k ďalšiemu kolísaniu štvrťročného rastu reálneho HDP a nevýraznému rastu v strednodobom horizonte.

Hospodársky rast v krajinách strednej a východnej Európy by mal byť v horizonte projekcie naďalej silný, nedosiahne však úrovne z roka 2018. Ekonomická aktivita by sa v budúcnosti mala opierať o stabilné spotrebiteľské výdavky podporené situáciou na trhu práce. Predpokladá sa tiež silný rast investícií, ktorý sa však mierne spomalí v dôsledku pokročilej fázy cyklu európskych fondov. Na výhľad rastu tohto regiónu okrem toho nepriaznivo dolieha spomalenie globálneho obchodu. V strednodobom horizonte sa očakáva, že tempo hospodárskej expanzie v týchto krajinách sa bude ďalej spomaľovať až na úroveň potenciálu.

Výhľad hospodárskej aktivity veľkých krajín vyvážajúcich komodity naznačuje tlmený rast. Hospodárska aktivita v Rusku bola v druhom štvrťroku nepriaznivo ovplyvnená preniknutím kontaminovanej ropy do hlavného ropovodu zabezpečujúceho exportné dodávky ropy, čo spôsobilo rozsiahle narušenie dodávateľského reťazca. Hoci išlo o dočasnú udalosť, bude mať nepriaznivý dosah na rast v roku 2019, ktorý už v prvom štvrťroku zaznamenal neočakávane prudkú kontrakciu vyvolanú nízkymi investíciami, slabým čistým vývozom a úpravami historických údajov výrazne nadol. Výhľad budúceho rastu v Rusku formuje vývoj na globálnych ropných trhoch, realizácia fiškálnych a štrukturálnych politík a medzinárodné sankcie, ktoré aktuálne ovplyvňujú hospodárstvo krajiny. V dôsledku uvedeného sa očakáva mierne spomalenie rastu v strednodobom horizonte. Rast v Brazílii zostane podľa projekcií tlmený následkom neistoty súvisiacej s dôchodkovou reformou a obavami o fiškálnu udržateľnosť. Lokálne šoky spôsobené na začiatku roka (banským nešťastím) mali na aktivitu taktiež negatívny dosah. Stagnujúci domáci dopyt a pretrvávajúca neistota spolu so značnými nevyužitými kapacitami brzdia výraznejší rast investícií a nepriaznivo doľahli na dôveru.

Hospodárska aktivita v Turecku v prvom polroku 2019 prekvapivo narástla. Po prudkej kontrakcii v poslednom štvrťroku 2018 došlo začiatkom roka 2019 k hospodárskemu oživeniu, ktoré vyvolali značné fiškálne stimuly pred marcovými miestnymi voľbami. Napriek určitému oslabeniu vplyvu fiškálnych stimulov ekonomika v druhom štvrťroku rástla stabilným tempom vďaka silnej spotrebe domácností a kladnému príspevku čistého obchodu. Investície, naopak, prudko klesali následkom rastúcej politickej neistoty a prísnych podmienok financovania. Do konca roka 2019 sa očakáva spomaľovanie rastu, pred horizontom projekcie sa však bude postupne zrýchľovať.

Globálny obchod sa v prvom polroku 2019 výrazne spomalil. Rast globálneho obchodu sa v prvom štvrťroku dostal do záporného pásma a zostal slabý aj v druhom štvrťroku. Oslabenie obchodu sa pripisuje na vrub hlavne spomaleniu priemyselnej aktivity, zvýšenému obchodnému napätiu a do istej miery aj spomaleniu ázijského technologického cyklu.[2] Ku kontrakcii obchodu došlo naprieč všetkými krajinami.

---

[2] Ďalšie podrobnosti o globálnom technologickom cykle sa rozoberajú v boxe What the maturing tech cycle signals for the global economy, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2019.

Oslabenie obchodu bolo spôsobené okrem jednorazových faktorov (ako prechodne nízky domáci dopyt v Spojených štátoch pre očakávané čiastočné obmedzenie činnosti federálnej vlády v prvom štvrťroku a pokles dovozu v Spojenom kráľovstve v druhom štvrťroku v dôsledku predzásobenia sa v prvom štvrťroku) aj slabým vnútorným obchodom v Ázii. Súviselo to zrejme so spomalením domáceho dopytu v Číne v kontexte silného prepojenia regionálnych hodnotových reťazcov. Podľa údajov holandského úradu pre ekonomicko-politické analýzy CPB sa objem svetového dovozu tovarov bez eurozóny v júni medzištvrťročne znížil o 0,6 %, a potvrdil tak pokračovanie slabej dynamiky obchodu aj v druhom štvrťroku (graf 2). Keďže ukazovatele nových vývozných objednávok vyplývajúce z prieskumov naďalej naznačujú ďalšie zhoršovanie, terajšie nevýrazné tempo globálneho obchodu bude pravdepodobne v krátkodobom horizonte pokračovať.

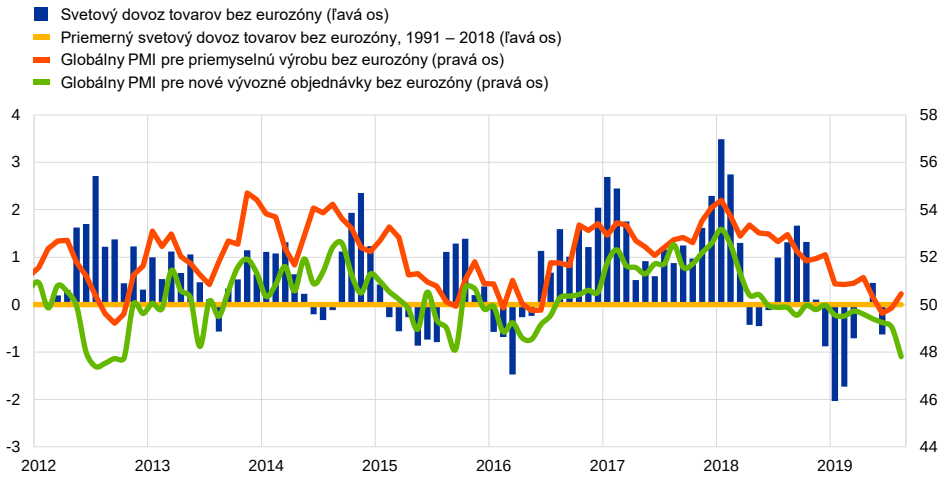
Obchodné spory medzi Spojenými štátmi a Čínou sa od augusta značne zintenzívnili. Po bilaterálnych rokovaniach s čínskymi orgánmi Spojené štáty začiatkom augusta oznámili zavedenie 10 % cla na dovoz z Číny v objeme okolo 300 mld. USD. Toto clo sa bude zavádzať v dvoch fázach, od 1. septembra a 15. decembra. Čínske orgány najprv oznámili odvetné opatrenia len na vecné plnenia, ktoré spočívali v rozhodnutí pozastaviť dovoz plodín zo Spojených štátov. Ku koncu augusta však oznámili nové odvetné kroky a rozhodli o zavedení ďalších ciel na úrovni 5 % alebo 10 % na čínsky dovoz zo Spojených štátov v hodnote 75 mld. USD a o obnovení pôvodne pozastavených ciel na dovoz áut a ich náhradných dielov. Tento posledný krok viedol k ďalšej eskalácii, keď Spojené štáty oznámili zavedenie ďalších ciel na úrovni 5 % na celý dovoz Spojených štátov z Číny (v hodnote približne 550 mld. USD).[3] Toto opätovné zhoršenie obchodných sporov medzi uvedenými krajinami bude nepriaznivo vplývať na globálnu hospodársku aktivitu a obchod. Okrem toho zostávajú nevyriešené ďalšie obchodné záležitosti. Americká administratíva odložila rozhodnutie o možnom zvýšení ciel na autá do polovice novembra 2019, pričom rokovania s EÚ o novej obchodnej dohode ohlásené v júli 2018 stále prebiehajú.

[3] Vzhľadom na to, že nové kolo zvyšovania ciel bolo oznámené po uzávierke, nebolo zohľadnené v základnej prognóze vstupujúcej do makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2019. Táto najnovšia eskalácia prispela k plošnému zvýšeniu dovozných ciel na oboch stranách. Ďalšie americké clá na dovoz z Číny vo výške 5 % začnú platiť od 1. septembra, 15. októbra (miesto pôvodne oznámeného 1. októbra) a 15. decembra.

Graf 2

Svetový obchod s tovarom a prieskumy

(ľavá os: medzištvrťročná percentuálna zmena; pravá os: difúzny index)



Zdroj: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje o indexoch PMI sú z augusta 2019 a o globálnom dovoze tovarov z júna 2019.

Globálny ekonomický rast sa podľa projekcií v tomto roku spomalí a v strednodobom horizonte sa bude len pomaly oživovať. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2019 by sa rast globálneho reálneho HDP (bez eurozóny) mal v tomto roku spomaliť na 3,1 % oproti úrovni 3,8 % zaznamenanej v roku 2018. Tento vývoj odráža množiace sa obmedzenia globálneho rastu v prostredí vysokej a narastajúcej politickej neistoty a neistoty v oblasti politík. V rokoch 2020 až 2021 sa očakáva stabilizácia rastu svetovej hospodárskej aktivity na úrovni 3,5 %. Predpokladá sa, že (cyklické) spomalenie v kľúčových vyspelých ekonomikách a transformácia Číny na nižšiu rastovú trajektóriu budú len čiastočne vyvážené postupným oživením v niekoľkých významných ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov. Vzhľadom na to, že spomalenie rastu vplýva viac na obchodne náročné zložky dopytu (napr. na investície), rast zahraničného dopytu eurozóny by sa mal tento rok spomaliť viac ako globálna aktivita a z 3,7 % zaznamenaných v roku 2018 by mal klesnúť na 1,0 %. Globálny dovoz by sa mal v strednodobom horizonte postupne zvyšovať. Hodnoty globálneho rastu HDP a rastu zahraničného dopytu eurozóny v horizonte projekcie boli v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z júna 2019 upravené smerom nadol. Z geografického hľadiska úpravy zahraničného dopytu eurozóny zohľadňujú oproti očakávaniam slabšie vyhliadky obchodu v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov, v menšom rozsahu vrátane Číny, ako aj výhľad pomalšieho rastu dovozu niektorých kľúčových obchodných partnerov eurozóny zahŕňajúcich Spojené kráľovstvo a iné európske krajiny nepatriace do eurozóny.

Riziká spomalenia globálnej aktivity sa v poslednej dobe zväčšili. Ďalšie eskalovanie obchodných sporov by mohlo znamenať riziko pre globálny obchod a rast. Okrem toho by dôsledky „tvrdého“ brexitu mohli znamenať väčšie riziko nákazy najmä v Európe. Prudšie spomalenie čínskej ekonomiky by nemuseli vyriešiť ani politické stimuly a mohlo by mať nepriaznivý dosah na prebiehajúcu reštrukturalizáciu v krajine. Zmeny sadzieb na finančných trhoch by mohli výrazne doliehať na

zraniteľné ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov. Ďalšia eskalácia geopolitického napätia by tiež mohla nepriaznivo ovplyvniť globálnu hospodársku aktivitu a obchod.

Vývoj globálnych cien

Vývoj v cenách ropy od konca júla ovplyvňovali najmä obavy súvisiace s globálnym výhľadom. V dôsledku opätovnej eskalácie obchodných vzťahov Spojených štátov a Číny na začiatku augusta ceny ropy najprv klesli približne o 5 % a potom sa v druhej polovici mesiaca opäť priblížili k pôvodným úrovniam. Výhľad globálnej spotreby ropy bol od apríla znova upravený smerom nadol. Zníženie produkcie skupiny producentov ropy OPEC+, ktoré podporovalo rast cien ropy najmä v prvom štvrťroku, nepostačovalo na vyváženie nepriaznivých dôsledkov obáv súvisiacich s dopytom po tejto komodite. Vplyv geopolitickej neistoty na Blízkom východe na ceny bol doposiaľ tiež len malý. Riziká vplývajúce na ceny ropy sa do budúcnosti zdajú byť vyvážené. Kým ďalší pokles globálnej aktivity by mohol ceny znižovať, obmedzenie dodávok by ich zvyšovalo. Saudská Arábia a Rusko už naznačili možnosť ďalšieho zníženia produkcie skupiny OPEC+ v blízkej budúcnosti, čo by mohlo obnoviť určitý tlak na rast cien.

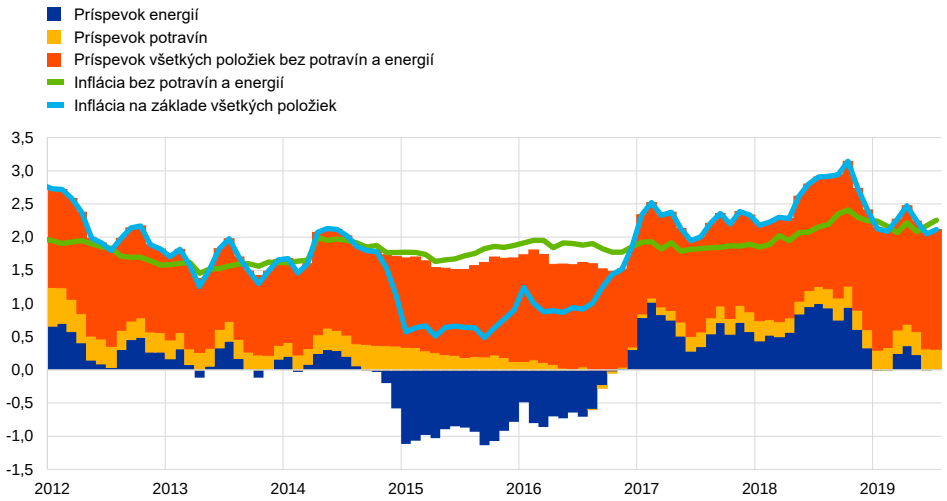
Podľa septembrových makroekonomických projekcií odborníkov ECB budú ceny ropy v horizonte projekcie klesať. Zintenzívnenie obchodného napätia a obavy súvisiace s dopytom po rope v čase krátkodobej volatility brzdili rast jej cien aj napriek dohode krajín OPEC a iných významných producentov ropy o znížení produkcie. Predpokladané ceny ropy vstupujúce do septembrových makroekonomických projekcií odborníkov ECB boli preto pre tento rok nižšie približne o 8,3 % (pre rok 2020 o 13,4 % a pre rok 2021 o 10,3 %) v porovnaní s predpokladmi vstupujúcimi do projekcií odborníkov Eurosystému z júna 2019. Po uzávierke údajov pre septembrové projekcie sa ceny ropy mierne zvýšili a 5. septembra sa ropa Brent pohybovala na úrovni 61 USD za barel.

Globálne inflačné tlaky zostávajú mierne. Ročná miera celkovej inflácie spotrebiteľských cien v krajinách patriacich do Organizácie pre ekonomickú spoluprácu a rozvoj (OECD) sa v júli 2019 zvýšila v priemere na 2,1 % z 2,0 % zaznamenaných v predchádzajúcom mesiaci. Tento nárast vyplynul z kladného príspevku jadrovej inflácie (bez cien potravín a energií) (graf 3), ktorá sa zvýšila na 2,3 % oproti 2,2 % v predchádzajúcom mesiaci. Inflácia cien energií stagnovala. Obmedzené kapacity na pracovnom trhu vo významných vyspelých ekonomikách sa zatiaľ premietli len do mierneho zvýšenia miezd, čo naznačuje pretrvávanie nevýrazných základných inflačných tlakov. V horizonte projekcie by však mali postupne rásť v dôsledku zmenšovania voľných kapacít.

Graf 3

Inflácia spotrebiteľských cien v OECD

(medziročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: OECD a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z júla 2019.

Naďalej sa očakáva len malý tlak na rast globálnej inflácie. V tomto roku sa predpokladá prudké spomalenie rastu vývozných cien konkurentov eurozóny, pričom v strednodobom horizonte by sa mal spomaľovať postupne. V tomto vývoji sa odráža vplyv klesajúcej krivky ropných futures, ktorý by mal byť silnejší ako prorastový tlak vyvolaný postupným poklesom voľných globálnych kapacít.

2 Finančný vývoj

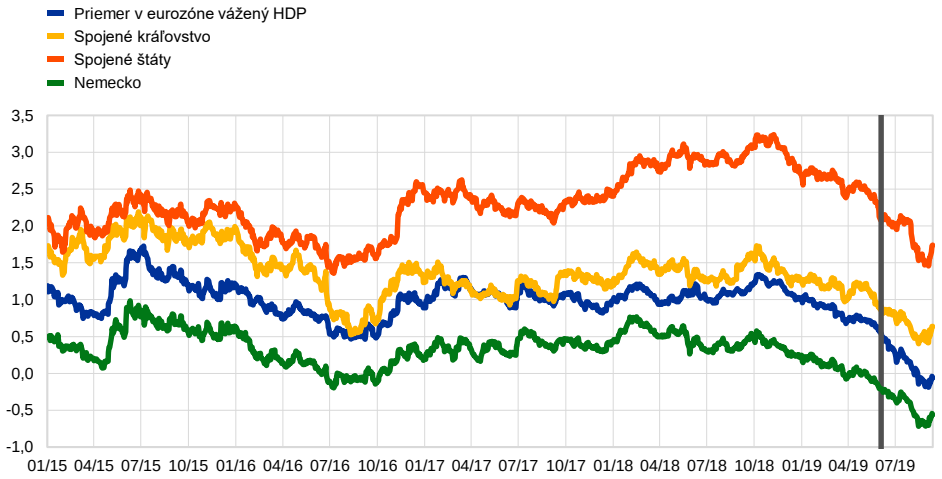
Dlhodobé globálne bezrizikové miery od zasadnutia Rady guvernérov v júni 2019 klesli, pričom účastníci trhu vzhľadom na zvýšenú neistotu v oblasti globálneho obchodu očakávali pokračovanie akomodačnej menovej politiky. Tento pokles bezrizikových mier podporil ceny akcií a podnikových dlhopisov eurozóny. Očakávania ziskov podnikov medzitým mierne klesli v reakcii na pretrvávajúce pochybnosti o globálnych makroekonomických vyhliadkach. Na devízových trhoch zostalo euro vážené zahraničným obchodom vo všeobecnosti nezmenené.

Dlhodobé výnosy výrazne klesli tak v eurozóne, ako aj v Spojených štátoch. Počas sledovaného obdobia (od 6. júna do 11. septembra 2019) poklesli výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP o 55 bázických bodov na –0,06 % (graf 4). Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov Spojených štátov a Spojeného kráľovstva tiež výrazne klesli, a to o 38, resp. 19 bázických bodov. Tento výrazný pokles výnosov štátnych dlhopisov čiastočne odráža prehodnotenie očakávaní úrokových sadzieb vo veľkých jurisdikciách vzhľadom na zvýšenú neistotu týkajúcu sa globálnych obchodných vzťahov a širšieho makroekonomického výhľadu.

Graf 4

Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov

(v percentuálnych bodoch za rok)



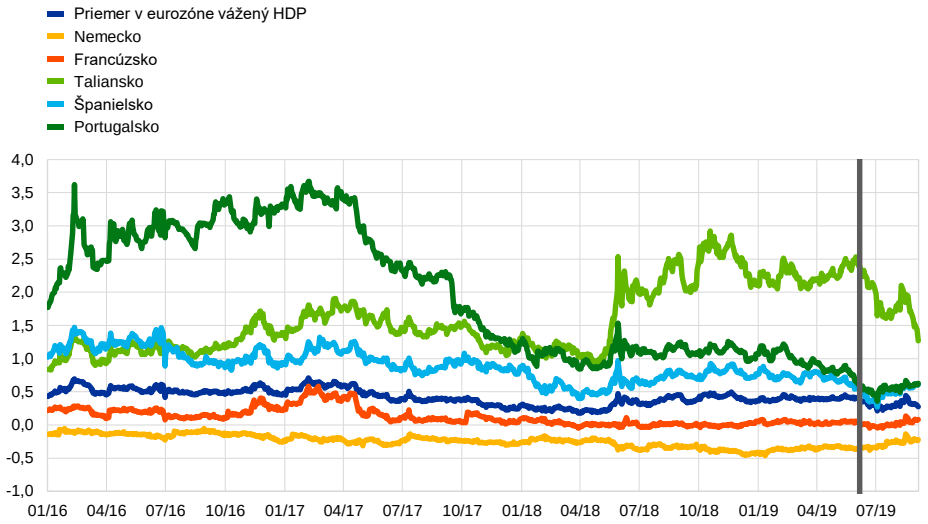
Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.
Poznámka: Denné údaje. Vertikálna sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia, 6. júna 2019. Posledné údaje sú z 11. septembra 2019.

Spready medzi výnosmi štátnych dlhopisov a bezrizikovými úrokovými mierami jednodňových indexových swapov zostali vo väčšine krajín eurozóny v podstate nezmenené. Spready štátnych dlhopisov boli počas sledovaného obdobia prevažne stabilné, s výnimkou talianskeho trhu, kde desaťročný spread poklesol o 1,1 percentuálneho bodu v reakcii na očakávaný vznik novej vlády a jej následné vytvorenie. Celkovo sa spread medzi výnosmi desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny váženými HDP a desaťročnými úrokovými mierami jednodňových indexových swapov počas sledovaného obdobia mierne zmenšil, pričom 11. septembra dosiahol 0,26 percentuálneho bodu.

Graf 5

Spready medzi výnosmi desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny a úrokovými mierami jednodňových indexových swapov

(percentuálne body)



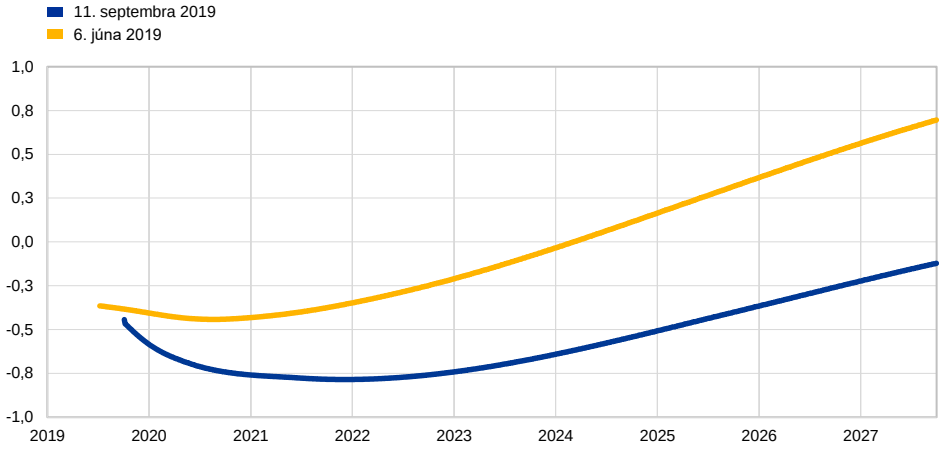
Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.
Poznámka: Tento spread sa počíta odrátaním desaťročných úrokových mier jednodňových indexových swapov z výnosov desaťročných štátnych dlhopisov. Vertikálna sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia, 6. júna 2019. Posledné údaje sú z 11. septembra 2019.

Sadzba EONIA (euro overnight index average) dosahovala počas sledovaného obdobia v priemere –36 bázických bodov. Nadbytočná likvidita poklesla asi o 141 mld. € na približne 1 763 mld. €. Tento pokles nadbytočnej likvidity bol spôsobený najmä nárastom autonómnych faktorov absorbujúcich likviditu a v menšej miere dobrovoľným splácaním druhej série cielených dlhodobejších refinančných operácií (TLTRO II). Vývoj podmienok likvidity je podrobne opísaný v boxe 2.

Krivka forwardových sadzieb EONIA sa posunula smerom nadol a v kratších časových horizontoch bola výrazne obrátená. Na konci sledovaného obdobia vykazovala minimálnu hodnotu takmer 40 bázických bodov pod prevládajúcou úrovňou EONIA okolo štvrtého štvrťroka 2021 a zostala pod nulou pre všetky horizonty do roku 2027, čo odráža očakávania predĺženého obdobia záporných úrokových mier účastníkmi trhu (graf 6).

Graf 6
Forwardové sadzby EONIA

(v percentuálnych bodoch za rok)



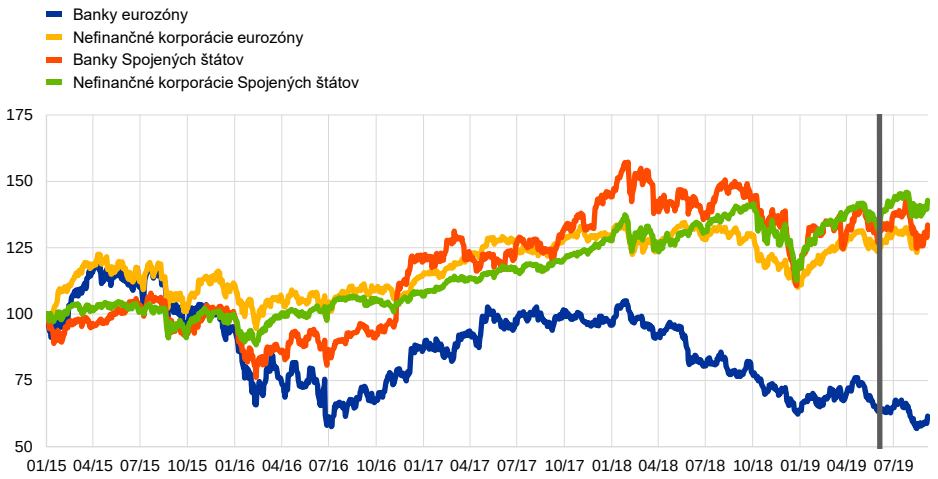
Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Ceny nefinančných akcií vzrástli aj v eurozóne, aj v Spojených štátoch, čo bolo spôsobené poklesom bezrizikových sadzieb. Ceny akcií nefinančných korporácií v eurozóne celkovo vzrástli o 6 %, zatiaľ čo akcie bánk v eurozóne sa zvýšili takmer o 2 % (graf 7). Nedostatočná výkonnosť cien akcií bánk by mohla súvisieť so všeobecne utlmeným výhľadom ziskovosti, spojeným okrem iného s vysokými nákladmi, s prebiehajúcou úpravou obchodných modelov a s výzvami, ktoré predstavuje dostatočné profitovanie z digitalizácie. V Spojených štátoch vzrástli ceny akcií nefinančných korporácií o približne 5 % a bánk o približne 4 %. Globálne ceny akcií podporil výrazný pokles bezrizikových sadzieb. Táto podpora však bola do istej miery vyvážená zvýšením rizikových prémií po náraste neistoty v oblasti globálneho obchodu a určitými revíziami očakávaných podnikových ziskov smerom nadol, pravdepodobne v reakcii na pretrvávajúce pochybnosti o globálnom makroekonomickom výhľade.

Graf 7

Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(index: 1. január 2015 = 100)



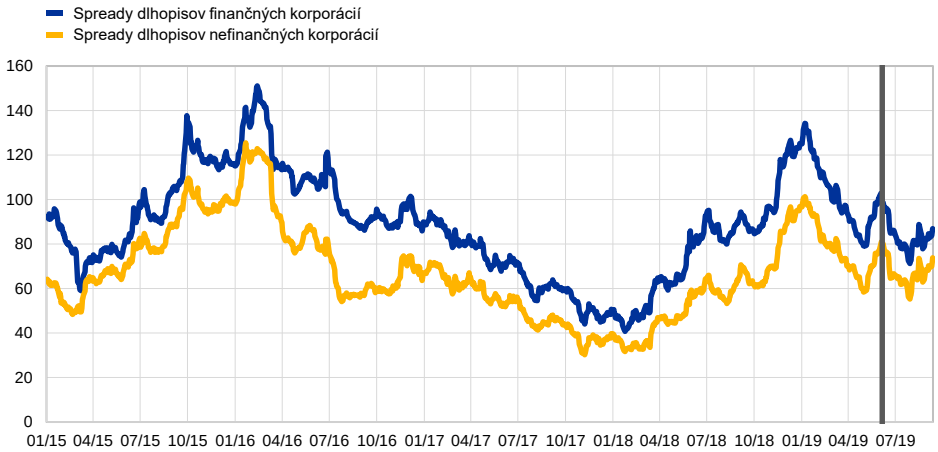
Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.
Poznámka: Vertikálna sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia, 6. júna 2019. Posledné údaje sú z 11. septembra 2019.

Spready podnikových dlhopisov eurozóny mierne poklesli. Spready medzi výnosmi dlhopisov nefinančných korporácií eurozóny investičného stupňa a bezrizikovými mierami celkovo klesli o 5 bázických bodov na 74 bázických bodov (graf 8). Výnosy dlhopisov finančného sektora tiež klesli, pričom sa ich spread s bezrizikovými mierami zúžil o približne 10 bázických bodov. Aj keď oba spready zostávajú zhruba na priemerných úrovniach, ktoré prevládali od zavedenia programu nákupu cenných papierov podnikového sektora v marci 2016, najnovšie poklesy mohli byť spôsobené očakávaním ďalších opatrení menovej politiky.

Graf 8

Spready podnikových dlhopisov eurozóny

(v bázických bodoch)



Zdroje: Indexy iBoxx a výpočty ECB.
Poznámka: Vertikálna sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia, 6. júna 2019. Posledné údaje sú z 11. septembra 2019.

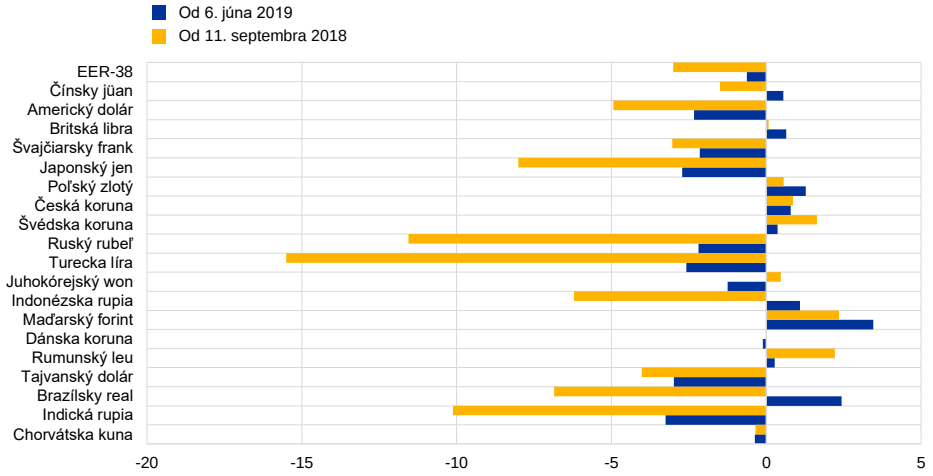
Euro vážené zahraničným obchodom na devízových trhoch zostalo počas sledovaného obdobia vo všeobecnosti nezmenené (graf 9). Nominálny efektívny

výmenný kurz eura meraný voči menám 38 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny v uvedenom období poklesol o 0,6 %. Euro sa oslabilo aj voči americkému doláru (o 2,3 %), japonskému jenu (o 2,7 %) a švajčiarskemu franku (o 2,1 %). Hodnota eura klesla tiež voči menám väčšiny rozvíjajúcich sa ekonomík. Voči čínskemu jüanu sa euro zhodnotilo o 0,6 %, čím sa zotavilo zo slabších júlových hodnôt. Euro sa posilnilo aj voči brazílskemu realu a indonézskej rupii, ako aj voči britskej libre (o 0,6 %) a menám väčšiny členských štátov EÚ, ktoré nie sú členmi eurozóny.

Graf 9

Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám

(percentuálne zmeny)



Zdroj: ECB.
Poznámka: EER-38 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 38 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny. Všetky zmeny sú vypočítané použitím výmenných kurzov z 11. septembra 2019.

3 Hospodárska aktivita

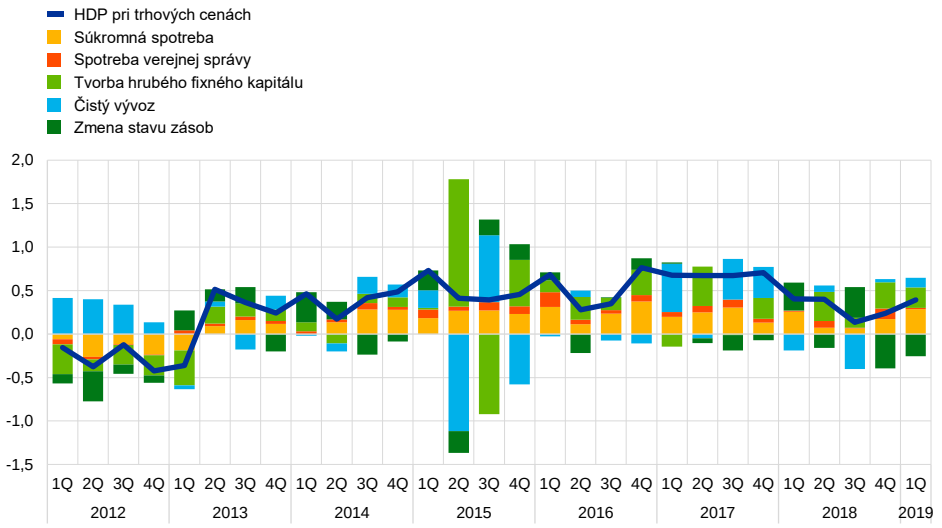
Hospodársky rast eurozóny sa v druhom štvrťroku 2019 zmiernil, čím sa vrátil k miernej výkonnosti zaznamenanej v roku 2018. V medzištvrťročnom vyjadrení sa rast reálneho HDP eurozóny spomalil v druhom štvrťroku 2019 na 0,2 % s primárnou podporou zvyšujúceho sa domáceho dopytu, zatiaľ čo čistý vývoz rast spomaľoval. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, najnovšie hospodárske ukazovatele a výsledky prieskumov naznačujú spomalený rast. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2019 sa v eurozóne predpokladá v roku 2019 ročný rast reálneho HDP o 1,1 %, v roku 2020 o 1,2 % a v roku 2021 postupne dosiahne 1,4 %. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z júna 2019 bol výhľad rastu reálneho HDP eurozóny v roku 2019 aj v roku 2020 upravený nadol z dôvodu zhoršenia krátkodobého výhľadu, ktorý charakterizujú nižšie ukazovatele dôvery a pretrvávajúce globálne neistoty.

Rast eurozóny zostal v prvých dvoch štvrťrokoch 2019 mierny, pričom rozdiely medzi krajinami boli zreteľnejšie v druhom štvrťroku. Reálny HDP sa v prvých dvoch štvrťrokoch 2019 priemerne medzištvrťročne zvýšil o 0,3 %, takže pokračovala rovnaká priemerná miera rastu ako v predchádzajúcom roku (graf 10). Mierna výkonnosť je spôsobená najmä slabnúcim zahraničným dopytom. Hlavnou hybnou silou hospodárskej aktivity bol ďalej domáci dopyt, ktorý je hlavnou zložkou HDP podporujúcou rast reálneho HDP od začiatku jeho spomaľovania začiatkom roku 2018. Zmeny stavu zásob zaznamenali v druhom štvrťroku 2019 zanedbateľný príspevok k rastu reálneho HDP, zatiaľ čo príspevok čistého obchodu bol záporný v dôsledku nízkeho zahraničného dopytu na pozadí globálnej politickej neistoty. Pokiaľ ide o produkciu, pomalšia hospodárska aktivita v druhom štvrťroku 2019 sa vysvetľovala záporným rastom vo výrobnom sektore, ktorý bol spôsobený spormi v medzinárodnom obchode a špecifickým vývojom v jednotlivých krajinách (box 3). Sektor služieb, vo vyjadrení pridanou hodnotou, stratil v druhom štvrťroku 2019 čiastočne dynamiku, čo by mohlo byť spôsobené prenosom zo slabého výrobného sektora.

Graf 10

Rast reálneho HDP eurozóny a jeho zložky

(medzištvrťročná percentuálna zmena a medzištvrťročný príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat.
Poznámka: Posledné údaje sú za druhý štvrťrok 2019.

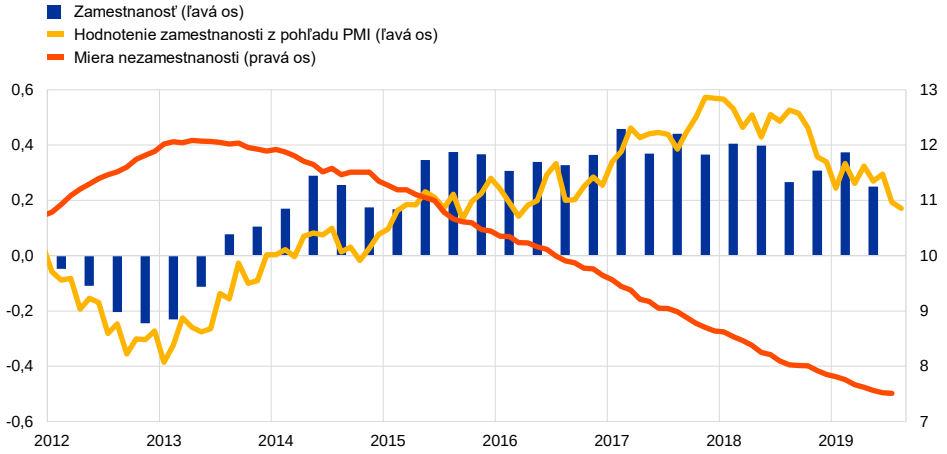
Trhy práce eurozóny sa stále zlepšujú, aj keď miernym tempom. Zamestnanosť stúpla v druhom štvrťroku 2019 v súlade s rastom produkcie z 0,4 % v prvom štvrťroku medzištvrťročne o 0,2 %. V porovnaní s prvým štvrťrokom zostal rast zamestnanosti v sektore služieb nezmenený na úrovni 0,4 % a v sektore nestavebnej výroby sa spomalil na 0,1 %, pričom v prvom štvrťroku 2019 zaznamenal zvýšenie o 0,4 %. Naopak zamestnanosť v stavebnom sektore, po raste o 0,2 % v prvom štvrťroku, klesla o 0,2 %.

Pokiaľ ide o ďalší vývoj, posledné údaje a ukazovatele založené na prieskumoch stále poukazujú na kladný rast zamestnanosti s istým ďalším spomalením. Miera nezamestnanosti v eurozóne zostala v júli v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom nezmenená na úrovni 7,5 %, čo je najnižšia hodnota od júla 2008. Hoci krátkodobé ukazovatele z prieskumov klesli z vysokých hodnôt zaznamenaných v roku 2018, naďalej naznačujú pre blízku budúcnosť kladný rast zamestnanosti s určitým spomalením.

Graf 11

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

(ľavá os: medzištvrťročná percentuálna zmena; difúzny index; pravá os: 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 druhý štvrťrok 2019 v prípade zamestnanosti, z augusta 2019 v prípade indexu PMI a z júla 2019 v prípade miery nezamestnanosti.

Vývoj súkromnej spotreby naďalej ovplyvňuje oživenie na trhu práce. Po výraznejšom raste v prvom štvrťroku sa súkromná spotreba v druhom štvrťroku 2019 zvýšila medzištvrťročne o 0,2 %. Najnovší vývoj v oblasti maloobchodu a registrácií nových osobných automobilov celkovo zodpovedá stabilnému rastu spotreby, ktorý sa očakáva v najbližšom období. Z dlhodobého hľadiska rastúce pracovné príjmy podporujú spotrebiteľské výdavky, čo sa premieta aj do stále vysokej spotrebiteľskej dôvery (box 5). Posilňovanie bilancií domácností zostáva dôležitým faktorom podporujúcim stabilný rast spotreby, keďže bonitnosť domácností je určujúcim faktorom prístupu spotrebiteľov k úverom.

Rast podnikateľských investícií by mali ďalej podporovať priaznivé podmienky financovania, aj keď očakávania nižších príjmov naznačujú určité zmiernenie. Rast investícií v eurozóne (bez stavebníctva) sa v druhom štvrťroku 2019 oživil, takže v medzištvrťročnom vyjadrení sa zvýšil z -0,9 % v prvom štvrťroku 2019 na 1,0 %. Podnikateľské investície by mali v najbližšom období zaznamenať mierny rast, mali by však zodpovedať pomerne nízkym obchodným maržiam a oceneniam firiem. Očakávania ziskovosti kótovaných spoločností v eurozóne naznačujú isté zmiernenie investičných rozhodnutí, aj keď priaznivé podmienky financovania by sa mali prejaviť v prístupe nefinančných spoločností k úverom, a mali by teda podporiť rast podnikateľských investícií.

Vývoj na trhu s nehnuteľnosťami by mal podporiť rast, jeho dynamika by sa však mala spomaľovať. Štvrťročný rast investícií do nehnuteľností na bývanie sa v druhom štvrťroku 2019 výrazne spomalil na 0,3 % v porovnaní s 1,4 % v predchádzajúcom štvrťroku, takže vykázal najnižší výsledok od prvého štvrťroka 2017. Najnovšie krátkodobé ukazovatele a výsledky prieskumov naznačujú spomaľovanie dynamiky v treťom štvrťroku 2019, hoci zostávajú nad historickými priemermi. Ukazovateľ dôvery v stavebníctve Európskej komisie za júl a august

poukazuje na kladnú, ale klesajúcu dynamiku v treťom štvrťroku. Aj index nákupných manažérov (PMI) pre stavebnú produkciu a jej zložku bytovej výstavby naznačoval v júli a auguste celkovo nezmenené očakávania rastu v stavebnom sektore, pričom bol pod svojou priemernou úrovňou zaznamenanou v predchádzajúcom štvrťroku.

Rast vývozu eurozóny sa spomaľoval aj v druhom štvrťroku 2019 na 0,0 % vzhľadom na pokles objemu vývozu tovarov o 0,1 %. Oslaboval sa aj vývoz služieb, ale aj napriek tomu sa zvýšil o 0,4 %. V jeho celkovej výkonnosti sa prejavil havne vývoz mimo eurozónu, konkrétne prudký pokles vývozu do Spojeného kráľovstva súvisiaci s pretrvávajúcou neistotou ohľadne brexitu. Naopak podporu zabezpečil celkový vývoz do Ázie (bez Číny) a v prvom rade vývoz chemikálií do Spojených štátov. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, hlavné ukazovatele naznačujú slabý rast vývozu eurozóny, hoci ukazovateľ nových vývozných objednávok mimo eurozónu vo výrobnom sektore poskytuje priaznivejšie signály, rovnako ako počas leta indexy prepravy.

Najnovšie hospodárske ukazovatele a výsledky prieskumov potvrdzujú riziká pomalšieho hospodárskeho vývoja v eurozóne. Priemyselná produkcia eurozóny (bez stavebníctva) zaznamenala v júli celkový medzimesačný pokles o 1,6 %, ktorý bol spôsobený hlavne poklesom produkcie investičného tovaru. Pokiaľ ide o výsledky prieskumov, ukazovateľ ekonomického sentimentu (ESI) Európskej komisie od júla do augusta stúpal a dostal sa nad svoj dlhodobý priemer. V treťom štvrťroku však v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom doposiaľ v priemere klesá. Kompozitný index PMI pre výrobu zostal utlmený počas celého druhého štvrťroka 2019. Napriek nedávnemu miernemu zlepšeniu v auguste zostal pod svojím dlhodobým priemerom, čo naznačuje nevýrazný výhľad na hospodársky rast.

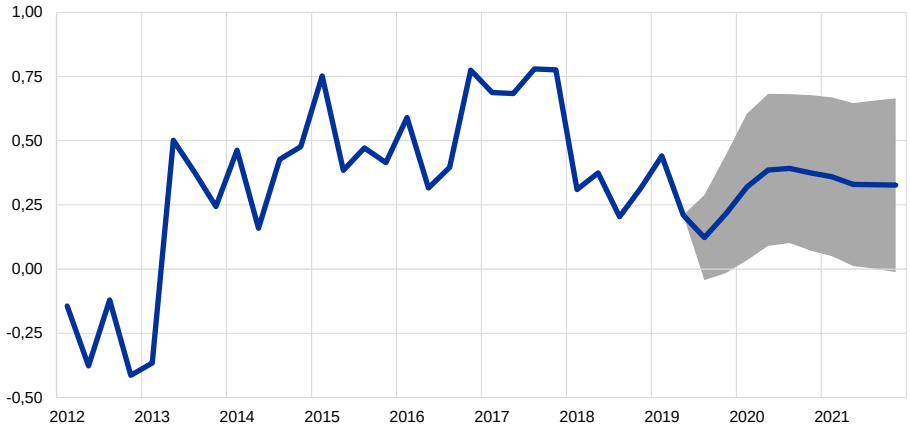
Menová politika ECB bude naďalej podporovať domáci dopyt v prostredí zhoršovania krátkodobého výhľadu na rast reálneho HDP eurozóny. Súkromnú spotrebu podporujú zdravé bilancie domácností, silné trhy práce a súčasný rast zamestnanosti. Podnikateľské investície napriek slabšej ziskovosti podnikov posilňujú priaznivé podmienky financovania a stabilný dopyt. Investície do nehnuteľností na bývanie sú celkovo vysoké. Očakáva sa však, že spomaľovanie globálnej aktivity bude v prostredí súčasnej globálnej politickej neistoty a vysokých geopolitických rizík ďalej nepriaznivo ovplyvňovať rast eurozóny a bude mať dosah na jej vývoz.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2019 sa v eurozóne predpokladá v roku 2019 ročný rast reálneho HDP o 1,1 %, v roku 2020 o 1,2 % a v roku 2021 o 1,4 % (graf 12). V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z júna 2019 bol výhľad rastu reálneho HDP eurozóny v roku 2019 aj v roku 2020 upravený nadol z dôvodu zhoršenia krátkodobého výhľadu. Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu v eurozóne zostávajú na strane pomalšieho rastu. Globálna politická neistota, rastúci protekcionizmus a geopolitické faktory sa v poslednom období vystupňovali a sú naďalej záťažou pre rast eurozóny.

Graf 12

Reálny HDP eurozóny (vrátane projekcií)

(medzištvrťročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – september 2019 uverejnený na internetovej stránke ECB 12. septembra 2019.
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 zdokumentovaný v práci New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges, ECB, December 2009.

4 Ceny a náklady

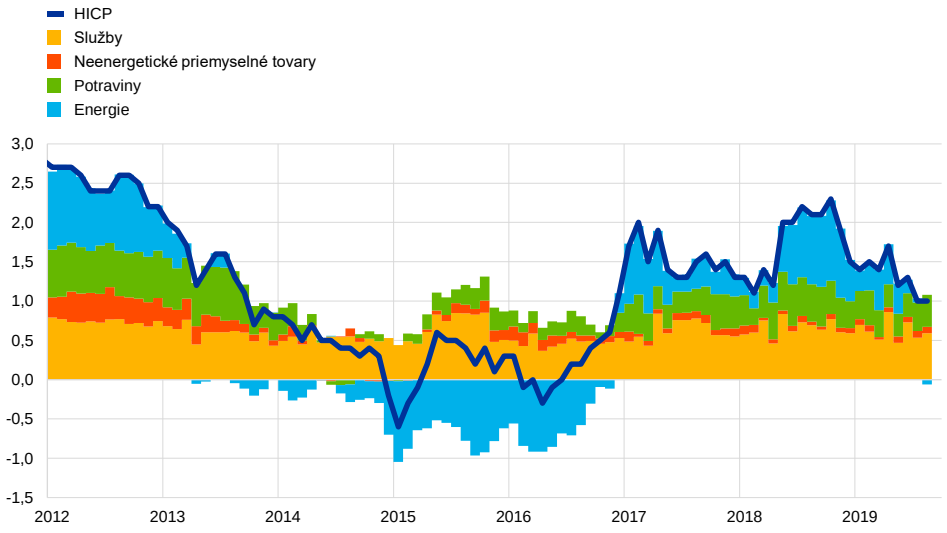
Podľa rýchleho odhadu Eurostatu sa ročná miera inflácie HICP eurozóny v auguste 2019 oproti júlu nezmenila a zostala na úrovni 1,0 %. Ukazovatele základnej inflácie zostali vo všeobecnosti tlmené a ukazovatele inflačných očakávaní sú na nízkej úrovni. Napriek tomu, že vzhľadom na vysokú mieru využitia kapacít a prehlbovanie nedostatku pracovných síl došlo k zintenzívneniu a rozšíreniu mzdových tlakov, ich premietanie do inflácie trvá dlhšie, než sa pôvodne očakávalo. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, v strednodobom horizonte sa očakáva rast základnej inflácie, ku ktorému budú prispievať menovopolitické opatrenia ECB, pokračujúca hospodárska expanzia a výrazný mzdový rast. Toto hodnotenie sa v zásade odráža aj v septembrových makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu, podľa ktorých ročná miera inflácie HICP dosiahne 1,2 % v roku 2019, 1,0 % v roku 2020 a 1,5 % v roku 2021. V porovnaní s júnovými makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému bol výhľad vývoja inflácie HICP na celé sledované obdobie vzhľadom na nižšie ceny energií a prostredie slabšieho hospodárskeho rastu upravený nadol. Ročná inflácia HICP bez energií a potravín by mala podľa očakávaní dosiahnuť 1,1 % v roku 2019, 1,2 % v roku 2020 a 1,5 % v roku 2021.

Celková inflácia sa v auguste nezmenila. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v eurozóne v auguste dosiahla 1,0 % (po 1,0 % v júli a 1,3 % v júni; graf 13). Inflácia cien energií naďalej klesala a v auguste dosiahla záporné hodnoty, no bola vykompenzovaná oproti júlu vyššou infláciou cien potravín.

Graf 13

Príspevok jednotlivých zložiek celkovej inflácie HICP v eurozóne

(ročná percentuálna zmena; príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámky: Posledné údaje sú z augusta 2019 (rýchly odhad). Miery rastu za rok 2015 sú v dôsledku metodickej zmeny skreslené smerom nahor (viac informácií v boxe Nový spôsob výpočtu indexu cien turistických zájazdov v Nemecku a jeho vplyv na miery inflácie HICP, *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB, 2019).

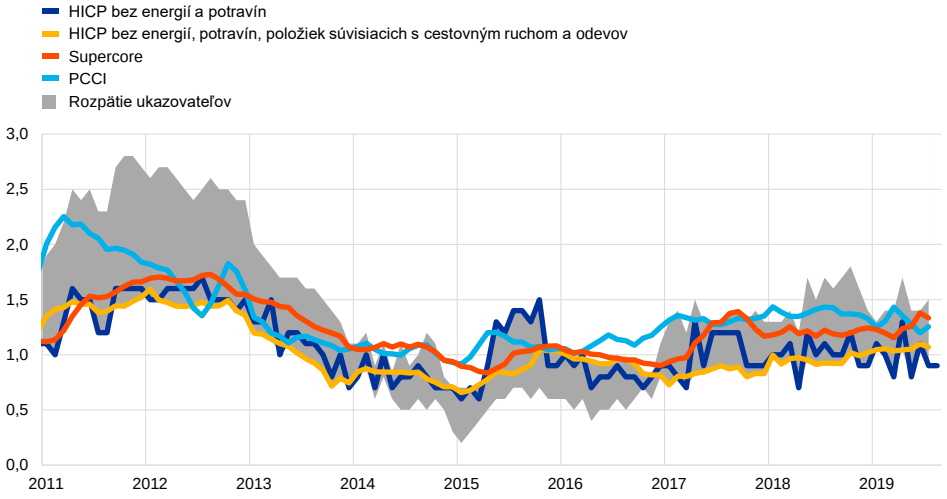
Ukazovatele základnej inflácie zostali vo všeobecnosti tlmené. Inflácia HICP bez energií a potravín klesla v júli a auguste z júnových 1,1 % na 0,9 %. Tento vývoj

čiastočne súvisel s kalendárnymi vplyvmi a metodickými zmenami.[4] V posledných štvrťrokoch boli pomerne stabilné aj miery základnej inflácie, ktoré majú tendenciu byť menej volatilné než inflácia HICP bez energií a potravín (údaje dostupné len do júla; graf 14). Inflácia HICP bez energií, potravín, položiek súvisiacich s cestovným ruchom a odevov bola v júni a júli nezmenená na úrovni 1,1 %. Ukazovateľ Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) sa v júli mierne zvýšil z júnových 1,2 % na 1,3 %. Ukazovateľ Supercore klesol z 1,4 % v júni na 1,3 % v júli.[5] Celkovo ukazovatele základnej inflácie naďalej vykazovali horizontálny trend, no v porovnaní s minimami z roka 2016 sú na vyššej úrovni.

Graf 14

Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámky: V prípade inflácie HICP bez energií a potravín sú posledné údaje z augusta 2019 (rýchly odhad) a v prípade všetkých ostatných ukazovateľov z júla 2019. 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 %) HICP, orezaný priemer (30 %) HICP a vážený medián HICP. Miery rastu inflácie HICP bez energií a potravín za rok 2015 sú v dôsledku metodickej zmeny skreslené smerom nahor (viac informácií v boxe Nový spôsob výpočtu indexu cien turistických zájazdov v Nemecku a jeho vplyv na miery inflácie HICP, *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB, 2019).

Z najnovších ukazovateľov cenových tlakov v prípade cien neenergetických priemyselných tovarov vyplývali zmiešané signály. Inflácia cien výrobcov nepotravinových spotrebiteľských tovarov predávaných v eurozóne sa v júli znížila z májových a júnových 0,9 % na 0,8 %, zostala však vysoko nad svojím dlhodobým priemerom. Súvisiaca miera inflácie dovozných cien sa v júli zvýšila na 0,8 % (z 0,5 % v júni). V skorších fázach cenového reťazca však naďalej dochádzalo k znižovaniu inflácie cien domácich výrobcov polotovarov, čo bolo podľa všetkého čiastočne odrazom nedávneho poklesu cien energií. Cenové tlaky sa znížili aj vo veľmi skorých fázach cenového reťazca: inflácia cien ropných i neropných komodít zaznamenala v auguste (v porovnaní s júlom) medziročný pokles.

---

4 Zmeny štatistickej evidencie cien turistických zájazdov v Nemecku mali podľa odhadov vplyv na pokles inflácie HICP bez potravín a energií v eurozóne. Podrobnejšie informácie sú v boxe Dampening special effect in the HICP in July 2019, článok Economic Conditions in Germany, Monthly Report, Deutsche Bundesbank, august 2019, s. 57-59.

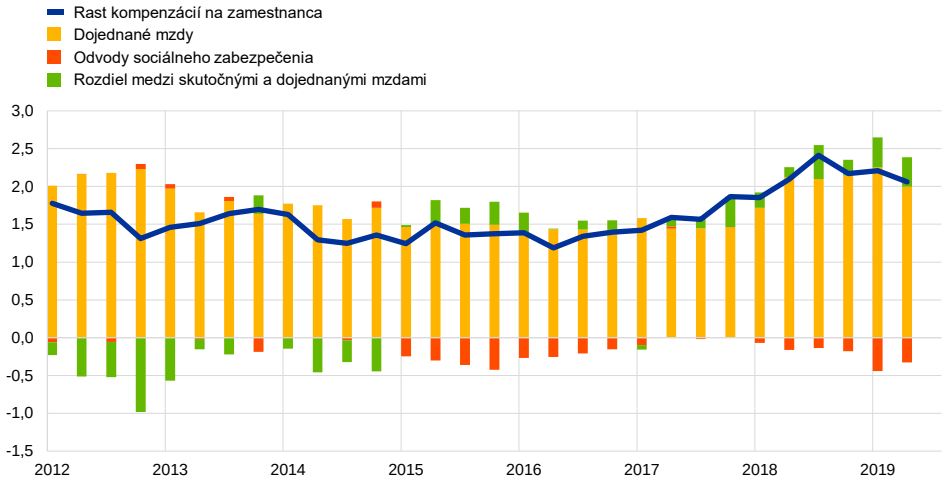
5 Ďalšie informácie o týchto ukazovateľoch sú v boxoch 2 a 3 v článku Measures of underlying inflation for the euro area, *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2018.

Mzdový rast bol naďalej výrazný. Ročný rast kompenzácií na zamestnanca dosiahol v druhom štvrťroku 2019 úroveň 2,1 % (mierny pokles oproti 2,2 % v predchádzajúcom štvrťroku; graf 15). Údaje za prvý a druhý štvrťrok 2019 boli ovplyvnené výrazným znížením odvodov sociálneho zabezpečenia.[6] Ročný rast miezd a platov na zamestnanca, ktorý nezahŕňa odvody sociálneho zabezpečenia, v druhom štvrťroku dosiahol 2,4 % (oproti 2,6 % v prvom štvrťroku a v priemere 2,3 % za predchádzajúci rok). Ročný rast dojednaných miezd v eurozóne v druhom štvrťroku 2019 predstavoval 2,0 % (oproti 2,3 % v prvom štvrťroku), pričom jeho pokles bol spôsobený najmä jednorazovými platbami v Nemecku. Odhliadnuc od dočasných faktorov sa ročný rast kompenzácií na zamestnanca od polovice roka 2018 stabilizoval mierne nad historickým priemerom 2,1 %.[7]

Graf 15

Príspevok zložiek kompenzácií na zamestnanca

(ročná percentuálna zmena; príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú za druhý štvrťrok 2019.

Trhové ukazovatele dlhodobejších inflačných očakávaní zostali na veľmi nízkej úrovni, pričom historicky nízke sú tiež ukazovatele odvodené z výsledkov prieskumov. Trhové ukazovatele inflačných očakávaní počas sledovaného obdobia mierne klesli a pohybujú sa tesne nad svojím historickým minimom. Päťročná forwardová sadzba inflačných swapov o päť rokov 11. septembra 2019 predstavovala 1,22 %, čo je približne o 7 bázických bodov menej ako v čase júlového menovopolitického zasadania Rady guvernérov. Zatiaľ čo pravdepodobnosť deflácie na základe trhových očakávaní napriek tomu zostáva nízka, z forwardového profilu trhových ukazovateľov inflačných očakávaní naďalej vyplýva dlhšie obdobie nízkej inflácie a len veľmi postupný návrat inflácie na úroveň nižšiu, ale blízku 2 %. Dlhodobé inflačné očakávania odvodené z výsledkov prieskumov sú na historicky nízkej úrovni, a to tak na základe prieskumu ECB Survey of Professional Forecasters za tretí

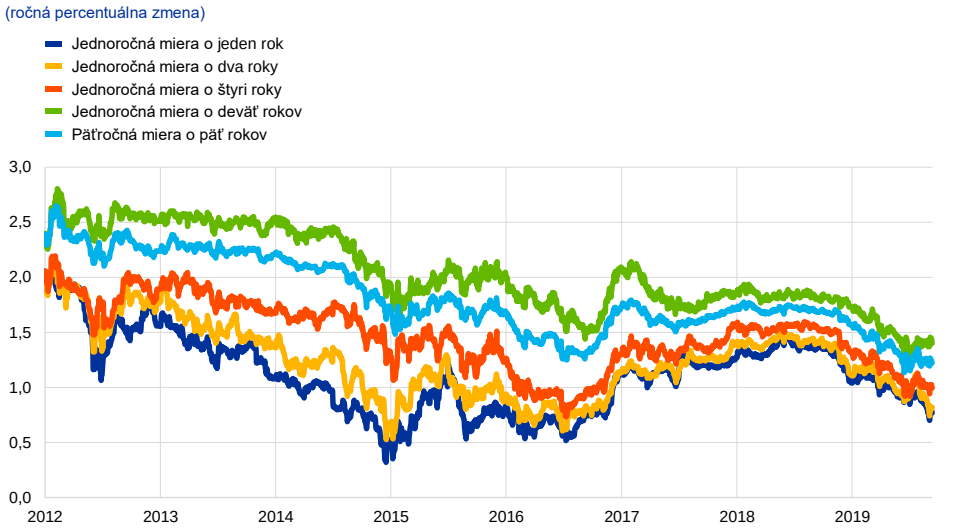
6 V súvislosti s trvalým znížením zamestnávateľských odvodov sociálneho zabezpečenia vo Francúzsku, ktorým bola v prvom štvrťroku 2019 nahradená daňová úľava na podporu zamestnanosti a konkurencieschopnosti (*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* – CICE).

7 Historický priemer vychádza z údajov od prvého štvrťroka 1999 do druhého štvrťroka 2019.

štvrťrok 2019, ako aj na základe júlových údajov Consensus Economics a Euro Zone Barometer.

Graf 16

Trhové ukazovatele inflačných očakávaní



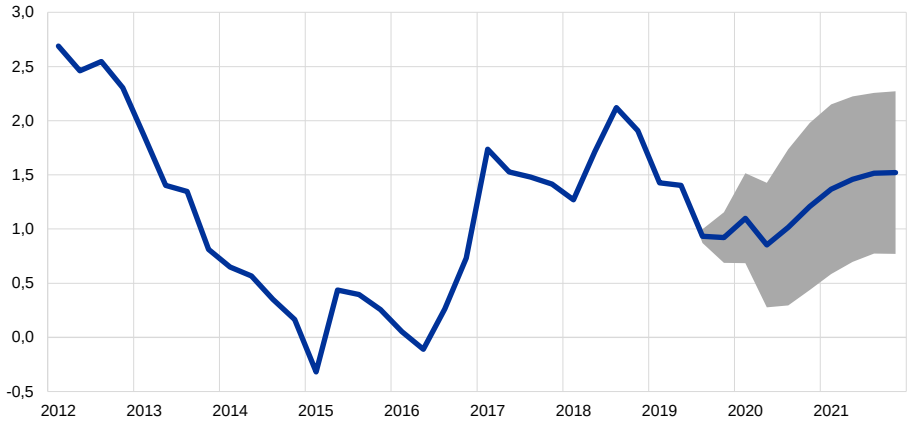
Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z 11. septembra 2019.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2019 sa má základná inflácia počas sledovaného obdobia zvyšovať. Na základe informácií dostupných na konci augusta by mala celková inflácia HICP podľa týchto projekcií dosiahnuť v priemere 1,2 % v roku 2019, 1,0 % v roku 2020 a 1,5 % v roku 2021 (oproti hodnotám 1,3 %, 1,4 % a 1,6 % v júnových makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému; graf 17). Príčinou revízie je najmä energetická zložka, ktorá bola v dôsledku nižších cien ropy na roky 2019 i 2020 výrazne upravená nadol. Inflácia HICP bez energií a potravín má v priebehu roka 2020 vykazovať horizontálny trend, zatiaľ čo v roku 2021 má zaznamenať rast, ku ktorému bude prispievať očakávané zvýšenie hospodárskej aktivity a s tým spojené oživenie ziskových marží vyplývajúce z premietania predchádzajúceho rastu nákladov práce do cien. Inflácia HICP bez energií a potravín by sa mala podľa očakávaní zvýšiť z 1,1 % v roku 2019 na 1,2 % v roku 2020 a na 1,5 % v roku 2021. Z tohto profilu rastu vyplýva zníženie projekcií, predovšetkým v dôsledku doteraz slabších než očakávaných výsledkov za tento rok.

Graf 17

Inflácia HICP eurozóny (vrátane projekcií)

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – september 2019 zverejnený 12. septembra 2019 na internetovej stránke ECB.
Poznámky: Posledné údaje sú za druhý štvrťrok 2019 (údaje) a štvrtý štvrťrok 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. Redakčná uzávierka údajov uvedených v tejto správe bola 29. augusta 2019.

5 Peňažná zásoba a úvery

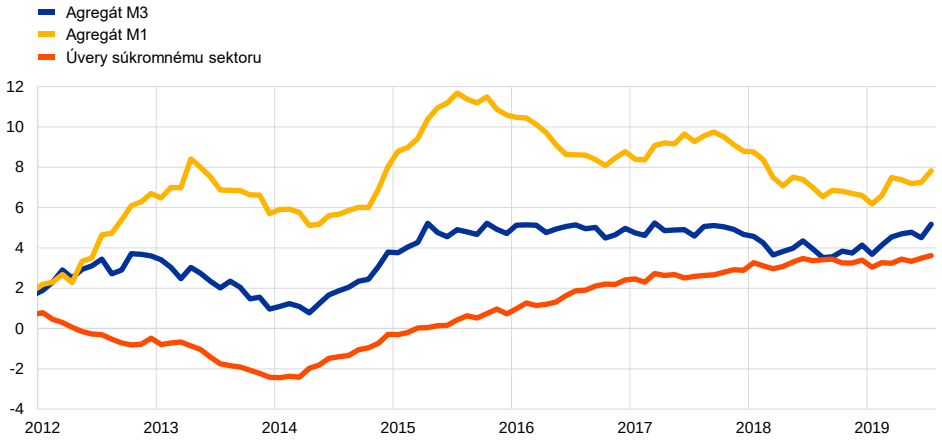
Ročná miera rastu širokého menového agregátu sa v júli 2019 výrazne zvýšila, zatiaľ čo poskytovanie úverov súkromnému sektoru zostalo vo veľkej miere nezmenené. Rast agregátu M3 zostal odolný voči postupnému obmedzovaniu mechanického prínosu čistých nákupov v rámci programu nákupu aktív i voči oslabovaniu dynamiky hospodárskej aktivity. Priaznivé podmienky financovania bánk a poskytovania úverov naďalej podporovali toky úverov, a tým aj hospodársky rast. Čisté vydávanie dlhových cenných papierov nefinančnými korporáciami bolo v druhom štvrťroku 2019 na vysokej úrovni, pričom v prvom štvrťroku 2019, v prostredí pokračujúceho zlepšovania podmienok na dlhopisových trhoch, dosiahlo historické maximum.

Rast peňažnej zásoby sa v júli výrazne zvýšil. Ročná miera rastu agregátu M3 v júli 2019 stúpla na 5,2 % zo 4,5 % v júni 2019 (graf 18), a tak sa vrátila k stabilným mieram rastu zaznamenaným v období od roku 2015 do roku 2017. Rýchlejší rast peňažnej zásoby, ku ktorému prispeli nižšie oportunitné náklady, zostal odolný voči postupnému obmedzovaniu mechanického prínosu čistých nákupov v rámci programu nákupu aktív i voči oslabovaniu dynamiky hospodárskej aktivity. Úzky menový agregát M1, ktorý zahŕňa najlikvidnejšie zložky agregátu M3, bol naďalej najväčším prispievateľom k rastu peňažnej zásoby. Ročná miera rastu agregátu M1 sa v júli zvýšila na 7,8 % z júnových 7,2 % a pokračovala tak v zotavovaní pozorovanom od začiatku roka.

Graf 18

Agregáty M3 a M1 a úvery súkromnému sektoru

(ročné percentuálne zmeny; očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



Zdroj: ECB.
Poznámka: Úvery sú upravené o predaj úverov, sekuritizáciu a účelové vytváranie spoločných peňažných fondov. Posledné údaje sú za júl 2019.

Jednodňové vklady, ktoré tvoria hlavnú zložku rastu peňažnej zásoby, naďalej rástli rýchlym tempom. Ročná miera rastu jednodňových vkladov sa v júli zvýšila na 8,3 %, odrážajúc výrazný vzostup ročnej miery rastu jednodňových vkladov v držbe nefinančných korporácii a domácností. Pokiaľ ide o zložky agregátu M1, ročná miera rastu objemu peňazí v obehu zostala stabilná, aj keď v porovnaní so štandardnými historickými hodnotami nebola mimoriadne vysoká. To znamená, že v prostredí veľmi nízkych alebo záporných úrokových mier v eurozóne ako celku nedochádzalo

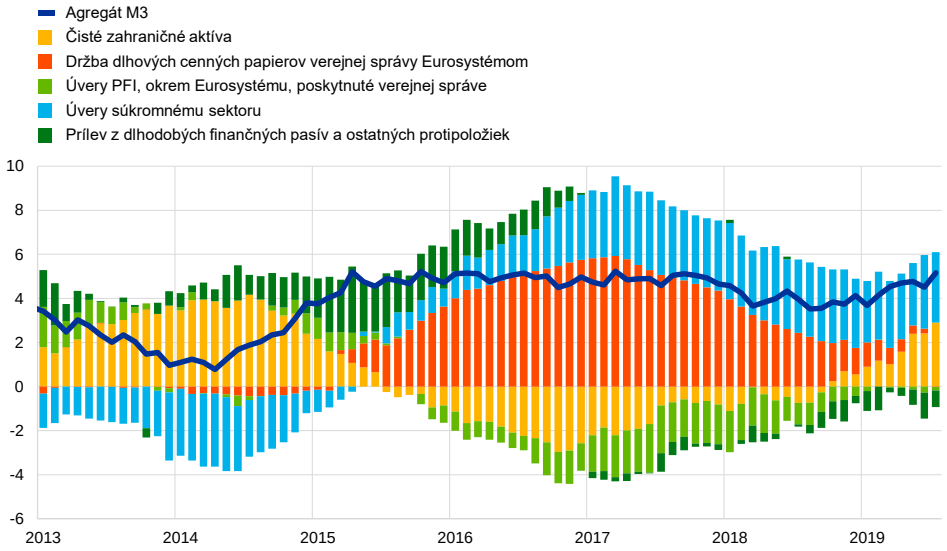
k rozsiahlemu nahrádzaniu vkladov hotovosťou. K rastu agregátu M3 v júli neutrálnou mierou prispel objem krátkodobých vkladov iných ako jednodňové vklady (t. j. M2 mínus M1), k čomu naďalej prispievali nižšie oportunitné náklady na držbu zložiek agregátu M3. Obchodovateľné nástroje (t. j. M3 mínus M2) mali zároveň vzhľadom na relatívne nízke úročenie týchto nástrojov naďalej záporný vplyv na rast peňažnej zásoby.

Prílev peňažných prostriedkov v júli ešte väčšou mierou prispieval k rastu agregátu M3. Klesajúci mechanický prínos programu nákupu aktív k rastu M3 bol vo veľkej miere kompenzovaný kladným príspevkom úverov súkromnému sektoru, ktorý zostal hlavným zdrojom tvorby peňažnej zásoby (modrá časť grafu 19). Kladný príspevok cenných papierov verejnej správy v držbe Eurosystému k rastu agregátu M3, ktorý je odrazom mechanického prínosu programu nákupu aktív k rastu agregátu M3, sa stal zanedbateľným (červená časť grafu 19). Menší príspevok prostredníctvom programu nákupu aktív bol v uplynulých mesiacoch nahradený peňažnými tokmi z externých zdrojov (žltá časť grafu 19). Rastúci príspevok čistých zahraničných aktív odráža vyšší záujem zahraničných investorov o aktíva eurozóny.

Graf 19

Agregát M3 a jeho protipoložky

(ročné percentuálne zmeny; príspevky v percentuálnych bodoch; očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



Zdroj: ECB.
Poznámka: Úvery súkromnému sektoru zahŕňajú úvery PFI súkromnému sektoru a dlhové cenné papiere vydané súkromným sektorom nepeňažných finančných inštitúcií eurozóny v držbe PFI. Okrem toho zahŕňajú aj nákupy dlhových cenných papierov nepeňažných finančných inštitúcií realizované Eurosystémom v rámci programu nákupu cenných papierov podnikového sektora. Posledné údaje sú za júl 2019.

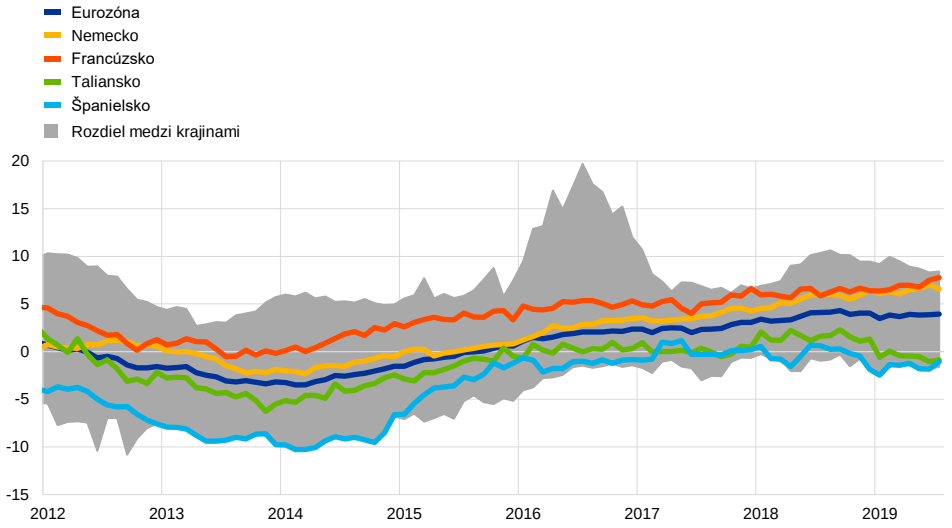
Ročná miera rastu úverov poskytovaných súkromnému sektoru zostala v podstate nezmenená, so spomalením v niektorých segmentoch citlivých na cyklické výkyvy. Ročná miera rastu úverov PFI súkromnému sektoru (upravená o predaj úverov, sekuritizáciu a účelové vytváranie spoločných peňažných fondov) dosahovala v júli 3,6 %, pričom v júni to bolo 3,5 % (graf 18). Tento vývoj bol spôsobený najmä miernym júlovým zvýšením ročnej miery rastu úverov domácnostiam na 3,4 % z júnových 3,3 % Ročný rast objemu úverov domácnostiam tak pokračoval v postupnom rastúcom trende, profitujúc z ďalšieho zlepšenia na trhu

práce a zo stále priaznivého vývoja na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie. Ročná miera rastu úverov nefinančným korporáciám zostala v júli nezmenená na úrovni 3,9 %, pričom v septembri 2018 dosiahla bod obratu (4,3 %). Tento vývoj bol v súlade so zaostávaním za cyklickým vývojom reálnej ekonomickej aktivity a so spomalením celkového dopytu v roku 2018. Je najmä odrazom spomalenia v niektorých segmentoch citlivých na cyklické výkyvy, ako sú krátkodobé úvery a úvery výrobnému sektoru. Rast objemu úverov celkovo naďalej profitoval z priaznivých podmienok poskytovania úverov. Rast úverov spoločnostiam a domácnostiam sa navyše vyznačuje značnými rozdielmi medzi krajinami (grafy 20 a 21), čo okrem iného odráža rozdielne hospodárske cykly v jednotlivých krajinách, rozdiely v dostupnosti ďalších finančných zdrojov a odlišný vývoj cien nehnuteľností v jednotlivých krajinách.

Graf 20

Úvery PFI nefinančným korporáciám vo vybraných krajinách eurozóny

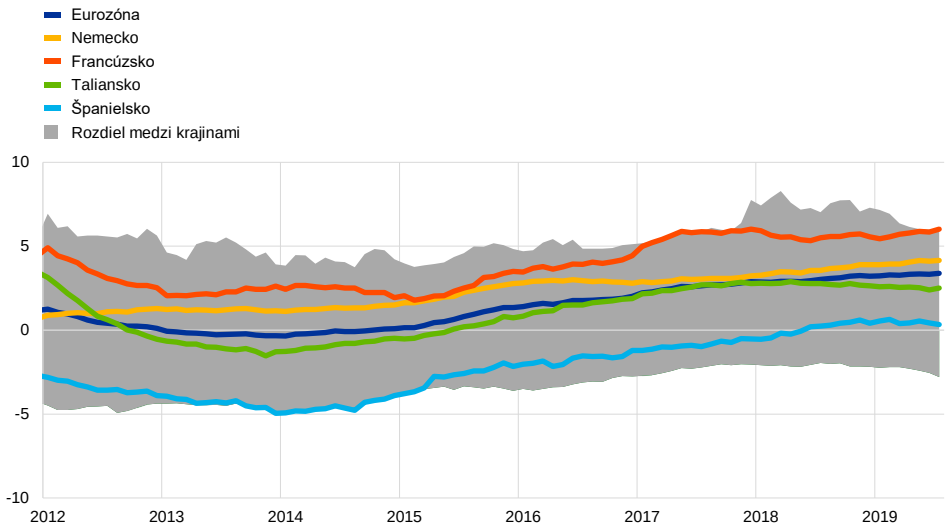
(ročné percentuálne zmeny)



Zdroj: ECB.
Poznámka: Úvery sú upravené o predaj úverov, sekuritizáciu a účelové vytváranie spoločných peňažných fondov. Rozdiel medzi krajinami je vypočítaný na základe minimálnych a maximálnych hodnôt z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú za júl 2019.

Graf 21
Úvery PFI domácnostiam vo vybraných krajinách eurozóny

(ročné percentuálne zmeny)



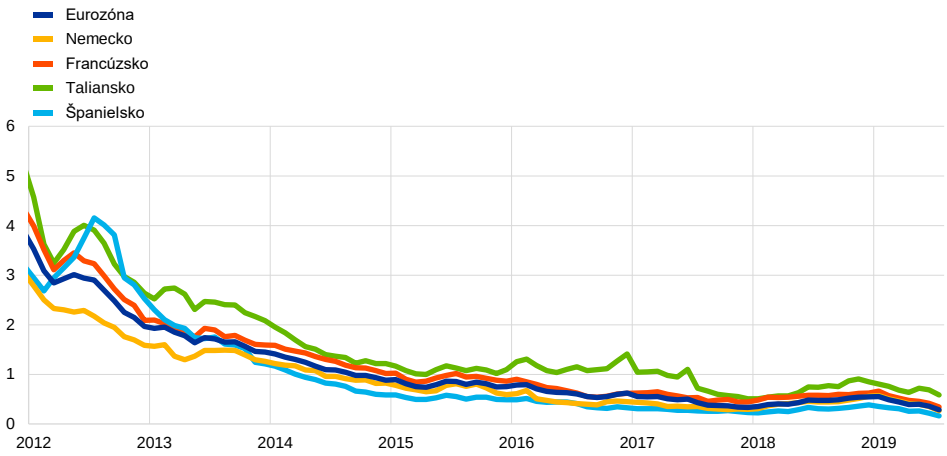
Zdroj: ECB.
Poznámka: Údaje upravené o predaj a sekuritizáciu úverov. Rozdiel medzi krajinami je vypočítaný na základe minimálnych a maximálnych hodnôt z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú za júl 2019.

Podmienky financovania dlhu bánk sa opäť zlepšili. Zložené náklady na dlhové financovanie bánk eurozóny od začiatku roka 2019 ďalej poklesli, zhruba v súlade s vývojom referenčných trhových mier (graf 22). Tento vývoj bol spôsobený najmä výrazným poklesom výnosov bankových dlhopisov, zatiaľ čo úrokové sadzby vkladov bánk v eurozóne zostali blízko historických miním. Dlhopisy bánk zostali v porovnaní s vkladmi nákladnejším zdrojom financovania, v dôsledku čoho sa len obmedzenou mierou podieľali na celkovom financovaní dlhu bánk. Pokiaľ ide o náklady na financovanie dlhu bánk, zlepšenie sa pozorovalo vo všetkých najväčších krajinách eurozóny. Navyše, banky vo svojich odpovediach v rámci prieskumu ECB zameraného na úverovú aktivitu bánk uvádzali lepší prístup k financovaniu v prvom polroku 2019, najmä z dôvodu prístupu k financovaniu prostredníctvom dlhových cenných papierov. Zároveň naďalej pretrvávali rozdiely v úrovni nákladov na financovanie bánk medzi najväčšími krajinami eurozóny. V prvom polroku 2019 sa rozpätie medzi úrokovými mierami úverov a vkladov bánk eurozóny v prípade nových úverov a vkladov mierne zmenšilo. Na veľkosť tohto rozpätia má v tomto kontexte významný vplyv možnosť uplatňovať záporné úrokové sadzby vkladov, ktorá sa pri vkladoch nefinančných korporácií medzi jednotlivými krajinami líši. Zmenšovanie rozpätia medzi úrokovými mierami úverov a vkladov má tak tlmiaci vplyv na ziskovosť bánk. Je však kompenzované pozitívnym vplyvom nízkych alebo dokonca záporných úrokových mier na kvalitu úverov (čo znižuje náklady na tvorbu rezerv) a na objemy poskytnutých úverov. Podmienky financovania bánk preto zostali naďalej priaznivé, odrážajúc akomodačné nastavenie menovej politiky ECB a posilňovanie súvah bánk. Napriek pokroku bánk, ktorý dosiahli pri konsolidácii súvah, napríklad znižovaním nesplácaných úverov, zostáva úroveň ziskovosti bánk v eurozóne nízka.

Graf 22

Zložené náklady bánk na dlhové financovanie

(zložené náklady na vklady a nezabezpečené financovanie dlhu prostredníctvom trhu; v percentách za rok)



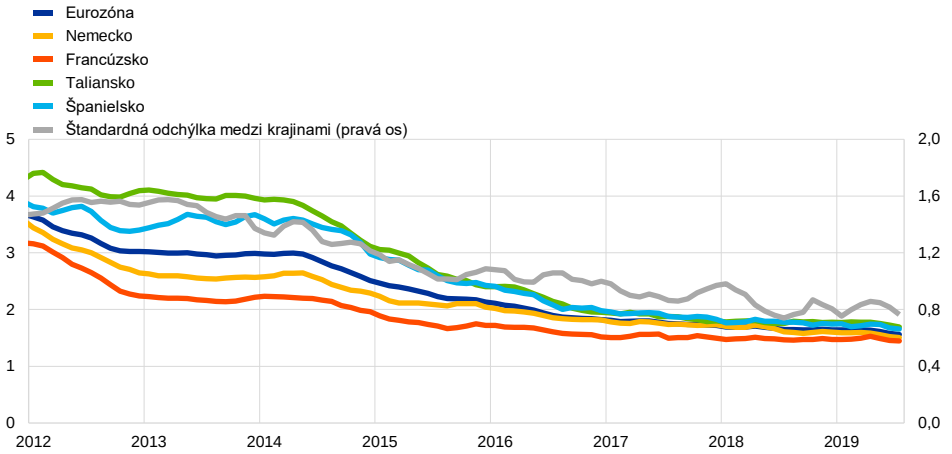
Zdroje: ECB, Markit iBoxx a výpočty ECB.
Poznámka: Zložené náklady na vklady sa vypočítavajú ako priemer úrokových mier nových obchodov tvorených dennými vkladmi, vkladmi s dohodnutou splatnosťou a vkladmi splatnými na požiadanie, ktoré sú vážené ich zodpovedajúcimi nesplatenými sumami. Posledné údaje sú za júl 2019.

Úrokové miery bankových úverov nefinančným korporáciám a domácnostiam ďalej poklesli. Bolo to zhruba v súlade s vývojom referenčných mier na finančnom trhu. Zložené úrokové miery bankových úverov nefinančným korporáciám (graf 23) v júli 2019 dosahovali 1,56 %, čo je len mierne nad úrovňou historického minima, kým zložené úrokové miery bankových úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľnosti na bývanie dosiahli v júli nové historické minimum, keď klesli na 1,61 % (graf 24). Konkurenčné tlaky a priaznivejšie náklady na financovanie bánk pôsobili tlmiaco na úrokové miery úverov nefinančným korporáciám a domácnostiam eurozóny.
Od vyhlásenia opatrení ECB na uľahčenie prístupu k úverom v júni 2014 výrazne poklesli zložené úrokové miery bankových úverov nefinančným korporáciám a domácnostiam. Od mája 2014 do júla 2019 klesli zložené úrokové miery úverov nefinančným korporáciám o približne 140 bázických bodov a domácnostiam o približne 130 bázických bodov. Tento pokles úrokových mier bankových úverov nefinančným korporáciám, ako aj úverov malým podnikom (za predpokladu, že veľmi malé úvery do výšky 0,25 mil. € sa poskytujú primárne malým podnikom) bol zvlášť výrazný v tých krajinách eurozóny, ktoré najviac zasiahla finančná kríza. To naznačuje jednotnejší prenos menovej politiky do úrokových mier bankových úverov v rámci krajín eurozóny a rôzne veľkých firiem.

Graf 23

Zložené úrokové miery úverov pre nefinančné korporácie

(v percentách za rok; trojmesačný kĺzavý priemer)

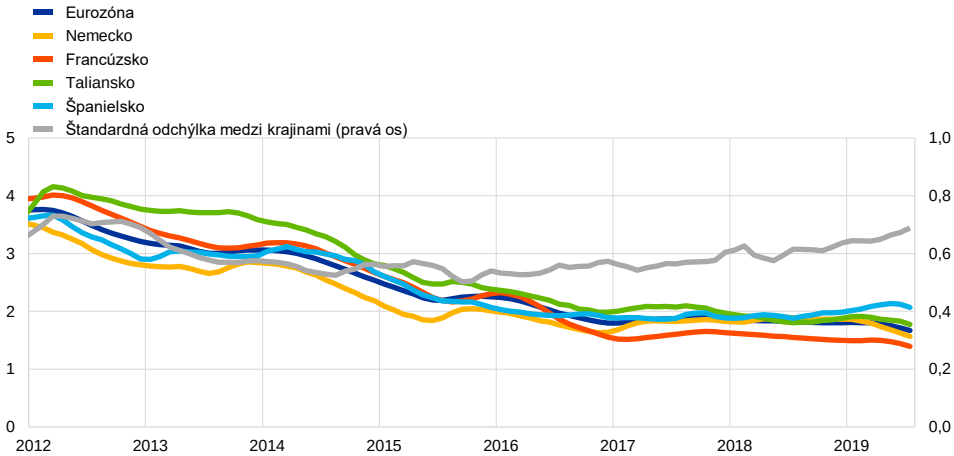


Zdroj: ECB.
Poznámka: Ukazovateľ celkových nákladov na bankové úvery sa počíta agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových mier použitím 24-mesačných kĺzavých priemerov objemov nových obchodov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú za júl 2019.

Graf 24

Zložené úrokové miery úverov na bývanie

(v percentách za rok; trojmesačný kĺzavý priemer)



Zdroj: ECB.
Poznámka: Ukazovateľ celkových nákladov na bankové úvery sa počíta agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových mier použitím 24-mesačných kĺzavých priemerov objemov nových obchodov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú za júl 2019.

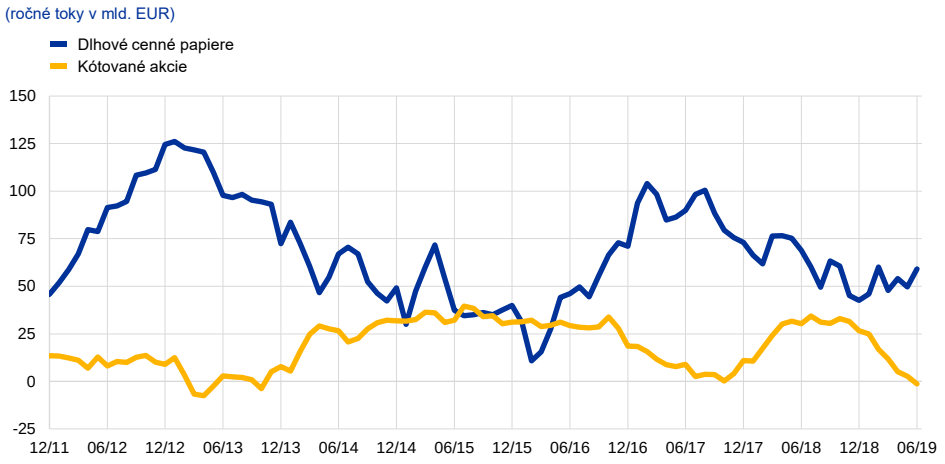
Celkový ročný tok financovania nefinančných korporácií eurozóny z vonkajších zdrojov zostal v druhom štvrťroku 2019 v podstate nezmenený, po výraznom spomalení v predchádzajúcom štvrťroku. Čerpanie úverov z bánk sa počas štvrťroka posilnilo, zatiaľ čo čisté vydávanie dlhových cenných papierov dosahovalo stabilnú úroveň. Naopak, čisté vydávanie kótovaných akcií a poskytovanie úverov nepeňažnými finančnými inštitúciami zostali tlmené. V porovnaní s predchádzajúcimi spomaleniami hospodárskej aktivity zostali toky dlhového financovania do nefinančných korporácií pomerne odolné. Tento vývoj je odrazom priaznivých podmienok financovania dlhu, väčšieho príspevku služieb a činností v oblasti

nehnuteľností k celkovému hospodárskemu rastu, stabilného rastu podnikových investícií a spomalenia rastu ziskovosti, pričom všetky tieto faktory prispeli k financovaniu dlhu.

V druhom štvrťroku 2019 zostalo čisté vydávanie dlhových cenných papierov nefinančnými korporáciami pomerne výrazné, aj keď v porovnaní s úrovňou z predchádzajúceho štvrťroka, ktorá bola najvyššou zaznamenanou úrovňou od roku 1999, došlo k poklesu. Spomalenie čistého vydávania dlhových cenných papierov v druhom štvrťroku 2019 je v súlade s obvyklým sezónnym vplyvom a s tendenciou vrátiť sa z mimoriadne vysokej úrovni (42 mld. €) v predchádzajúcom štvrťroku. Okrem toho, od apríla do júna 2019 klesli náklady na financovanie dlhu prostredníctvom trhu o ďalších 25 bázických bodov a naďalej prispievali k čistému vydávaniu dlhových cenných papierov. Zo strednodobého hľadiska sa zdá, že postupné spomalenie ročných tokov čistého vydávania, ktoré sa začalo v roku 2017, sa aspoň dočasne zastavilo (graf 25), čo potvrdzuje signály postupnej stabilizácie pozorované od začiatku roku 2019. Údaje z trhu poukazujú na to, že aktivita v oblasti čistého vydávania dlhových cenných papierov ostala v júli a auguste 2019 na vysokej úrovni, i keď len v prípade emitentov s ratingom investičného stupňa, zatiaľ čo aktivita v oblasti vydávania dlhových cenných papierov s vysokým výnosom bola v druhom štvrťroku 2019 oveľa tlmenejšia. Čisté vydávanie kótovaných akcií ďalej klesalo a v druhom štvrťroku 2019 sa dostalo do negatívnych hodnôt, odrážajúc tlmenú aktivitu v oblasti fúzií a akvizícii a postupné zvyšovanie nákladov na financovanie prostredníctvom akcií.

Graf 25

Čisté vydávanie dlhových cenných papierov a kótovaných akcií nefinančnými korporáciami eurozóny



Zdroj: ECB.
Poznámka: Mesačné údaje vypočítané na základe 12-mesačného kĺzavého obdobia. Posledné údaje sú za jún 2019.

V júni 2019 zostali náklady na financovanie nefinančných korporácií mierne nad historickým minimom dosiahnutým v apríli 2019. Celkové nominálne náklady na financovanie nefinančných korporácií z externých zdrojov, ktoré tvoria bankové úvery, vydávanie dlhových cenných papierov na trhu a financovanie prostredníctvom akcií, dosiahli v júni 2019 úroveň 4,6 %. Bolo to o 16 bázických bodov viac ako v apríli 2019, keď náklady na financovanie dosiahli historické minimum, ale stále boli nižšie ako

úroveň, ktorá sa zaznamenala v polovici roka 2014, keď trh začal očakávať zavedenie programu nákupu cenných papierov verejného sektora. Zvýšenie nákladov na financovanie možno pripísať vyšším nákladom na vlastné imanie (spôsobeným rastúcimi rizikovými prémiami), ktoré boli iba čiastočne kompenzované ďalším poklesom nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu. Predpokladá sa, že v nasledujúcich mesiacoch zostanú celkové náklady na financovanie v podstate nezmenené na úrovni z júna 2019.

6 Fiškálny vývoj

Predpokladá sa, že fiškálny deficit eurozóny sa v dôsledku nižších primárnych zostatkov v celom horizonte prognózy (2019 – 2021) zvýši. Priaznivý diferenciál úrokovej miery a rastu a kladné, aj keď klesajúce primárne zostatky naďalej udržiavajú pomer dlhu verejnej správy k HDP v eurozóne na zostupnej úrovni. Očakáva sa, že agregovaná fiškálna pozícia eurozóny bude mierne expanzívna a do určitej miery bude podporovať hospodársku aktivitu. Vzhľadom na zhoršovanie hospodárskeho výhľadu a pretrvávajúce riziko nižšieho rastu by vlády s fiškálnym priestorom, ktorým hrozí spomalenie, mali reagovať včas a efektívne. Súčasne vlády v krajinách s vysokým verejným dlhom by mali uplatňovať obozretnú politiku a dodržať ciele týkajúce sa štrukturálneho salda.Takýto postup vytvorí podmienky na voľné fungovanie automatických stabilizátorov.

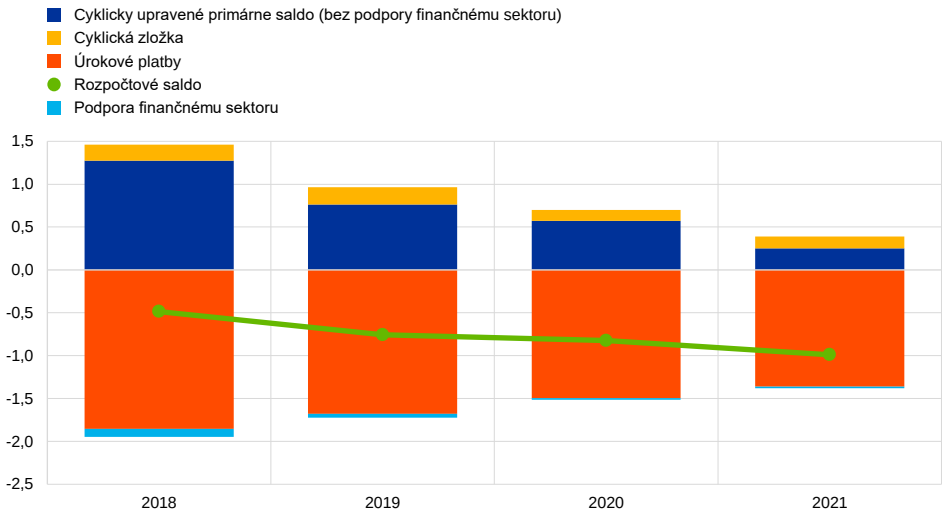
Saldo rozpočtu verejných financií eurozóny by sa malo v horizonte projekcií znížiť.[8] Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2019 sa očakáva zvýšenie pomeru deficitu verejných financií eurozóny z 0,5 % HDP v roku 2018 na 0,8 % HDP v roku 2019. Dôvodom takéhoto vývoja je nižšie cyklicky upravené primárne saldo, čiastočne kompenzované nižšími úrokovými výdavkami, zatiaľ čo cyklická zložka zostáva v podstate bez zmeny. Očakáva sa, že v roku 2020 bude pretrvávať vyšší deficit, ktorý sa bude v roku 2021 v dôsledku pokračujúceho poklesu cyklicky upraveného primárneho salda ďalej zvyšovať na 1,0 % HDP (graf 26).

Výhľad salda rozpočtu verejnej správy v eurozóne zostal v porovnaní s projekciami odborníkov Eurosystému z júna 2019 zhruba nezmenený. Hoci sa predpokladá, že v roku 2019 bude pomer deficitu vďaka vyššiemu cyklicky upraveného primárneho salda o niečo nižší, odhad na rok 2021 bol mierne upravený smerom nahor, v dôsledku menej priaznivej cyklickej zložky.

[8] Viac v Makroekonomických projekciách ECB pre eurozónu – september 2019, uverejnených na internetovej stránke ECB 12. septembra 2019.

Graf 26
Rozpočtové saldo a jeho zložky

(v % HDP)



Zdroj: ECB a makroekonomické projekcie odborníkov ECB zo septembra 2019.
Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy v eurozóne.

Odhaduje sa, že agregovaná fiškálna pozícia eurozóny bude v celom horizonte projekcií mierne expanzívna.[9] Uvoľnenie pozície v roku 2019 je predovšetkým výsledkom zníženia priamych daní vo Francúzsku a Nemecku a zvýšenia verejných výdavkov v Nemecku. V nasledujúcich dvoch rokoch bude fiškálna pozícia, najmä v dôsledku ďalšieho zníženia priamych daní a príspevkov na sociálne zabezpečenie vo viacerých väčších štátoch eurozóny, naďalej mierne expanzívna.

Predpokladá sa, že agregovaný pomer verejného dlhu k HDP sa bude naďalej znižovať. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2019 by sa mal agregovaný pomer dlhu verejnej správy k HDP v eurozóne znížiť z úrovne 85,4 % HDP v roku 2018[10] na 81,2 % HDP v roku 2021. Na znížení pomeru dlhu verejnej správy by sa mal podieľať záporný diferenciál úrokovej miery a rastu[11] a pokračujúce primárne prebytky, aj keď tie by sa mali časom zmenšiť (graf 27). V horizonte projekcií by sa mal pomer dlhu vo väčšine krajín eurozóny znížiť, hoci v niektorých bude stále výrazne prekračovať referenčnú hodnotu 60 % HDP. V porovnaní s projekciami z júna 2019 sa očakáva, že pokles agregovaného pomeru dlhu k HDP eurozóny bude pomalší, pričom predpokladaný pomer na rok 2021 sa upravil smerom nahor o 0,7 percentuálneho bodu. Toto zvýšenie odzrkadľuje revíziu diferenciálu úrokovej miery a rastu smerom nahor, nižšie primárne prebytky a štatistickú revíziu pomeru dlhu k HDP za rok 2018.

---

9 Fiškálna pozícia odráža smerovanie a rozsah vplyvu fiškálnych stimulov na hospodárstvo nad rámec automatickej reakcie verejných financií na vývoj hospodárskeho cyklu. Meria sa tu 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.

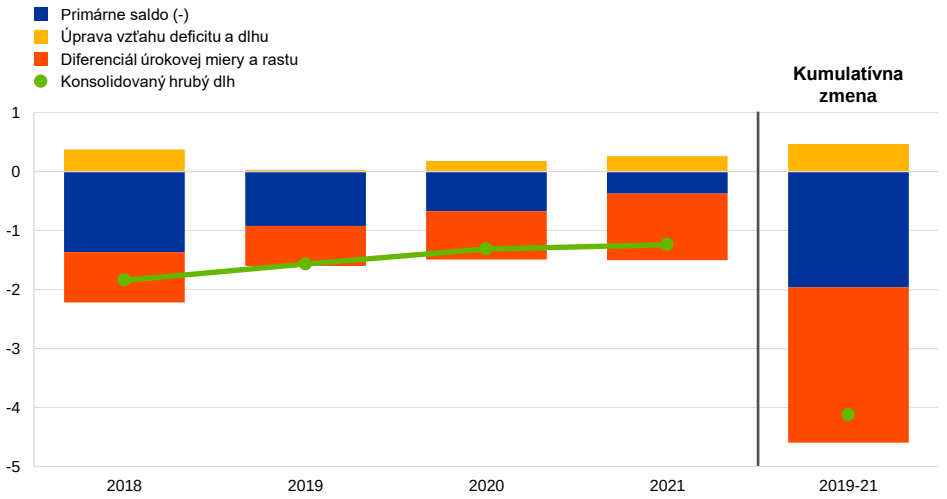
10 Keďže v projekciách sa zvyčajne zohľadňujú najnovšie údaje, môžu sa líšiť od posledných overených údajov Eurostatu.

11 Viac informácií je v boxe s názvom Dynamika diferenciálu úrokovej miery a rastu a verejného dlhu *Economický bulletin*, číslo 2, ECB, 2019.

Graf 27

Faktory zmeny verejného dlhu

(v percentuálnych bodoch HDP)



Zdroj: ECB a makroekonomické projekcie odborníkov ECB zo septembra 2019.
Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy v eurozóne.

Krajiny musia pripraviť rozpočty na rok 2020 v súlade s ustanoveniami fiškálneho rámca EÚ. Vzhľadom na zhoršovanie výhľadu hospodárskeho rastu a pretrvávajúce riziko jeho spomalenia by vlády s fiškálnym priestorom, ktorým hrozí spomalenie, mali konať včas a efektívne. Vlády v krajinách s vysokým verejným dlhom by mali uplatňovať obozretnú politiku a dodržať ciele týkajúce sa štrukturálneho salda. Takýto postup vytvorí podmienky na voľné fungovanie automatických stabilizátorov. Všetky krajiny by mali zároveň zvyšovať úsilie o dosiahnutie takého zloženia verejných financií, ktoré vo väčšej miere podporuje rast.

Boxy

1 Septembrový balík menovopolitických opatrení

Julian Schumacher a Ine Van Robays

Na septembrovom zasadaní bola Rada guvernérov konfrontovaná s nad očakávania dlhým obdobím oslabovania hospodárskeho rastu eurozóny, pretrvávajúcimi významnými rizikami ohrozujúcimi výhľad rastu a ďalším oneskorením návratu inflácie k úrovni strednodobého inflačného cieľa. Zaostávanie výhľadu vývoja inflácie za cieľom Rady guvernérov spôsobila pomalšia dynamika rastu eurozóny. Tak skutočná, ako aj prognózovaná miera inflácie zostávajú v posledných mesiacoch nízke, ukazovatele základnej inflácie sú vo všeobecnosti tlmené a trhové ukazovatele dlhodobých inflačných očakávaní, ako aj ukazovatele odvodené z prieskumov sa naďalej držia na historicky nízkych úrovniach. Súčasný vývoj sa odráža aj v najnovších makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu, ktoré naznačujú ďalšie zhoršovanie výhľadu vývoja inflácie a hospodárskeho rastu.

V rámci napĺňania mandátu na udržiavanie cenovej stability v eurozóne Rada guvernérov prijala balík významných opatrení menovej politiky. Balík pozostáva z piatich opatrení: i) zníženia úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií, ii) úpravy signalizácie budúceho nastavenia kľúčových úrokových sadzieb ECB, iii) opätovného spustenia čistých nákupov aktív v rámci programu nákupu aktív, iv) zmeny podmienok novej série cielených dlhodobejších refinančných operácií (TLTRO III) a v) zavedenia dvojstupňového systému úročenia rezerv. Uvedené opatrenia sa navzájom dopĺňajú a spolu poskytujú výraznú mieru menovej stimulácie. V jednotlivých segmentoch trhu zaručia dostatočne priaznivé finančné podmienky na podporu a opätovné zrýchlenie rastu, ako aj na ukotvenie inflačných očakávaní. Cieľom týchto opatrení je zachovanie priaznivých podmienok poskytovania bankových úverov a podpora plynulej transmisie akomodačnej menovej politiky do reálnej ekonomiky.

Po prvé, Rada guvernérov rozhodla o znížení úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií na –0,50 %. V prostredí nadbytočnej likvidity predstavuje úroková sadzba jednodňových sterilizačných operácií dôležitý východiskový bod pre krátkodobé úrokové sadzby, ktoré podporujú transmisný mechanizmus menovej politiky. Úroková sadzba medzibankového trhu (EONIA) ukotvuje krivku jednodňových indexových swapov v eurozóne, ktorá tvorí základ pri oceňovaní mnohých finančných nástrojov, ale najmä sa využíva pri stanovovaní výšky referenčných sadzieb, ktoré sú dôležité z hľadiska fixácie úrokových sadzieb úverov. Znižovanie úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií preto poskytuje menovú stimuláciu v rámci celej časovej štruktúry úrokových sadzieb, od výšky ktorých sa odvíjajú náklady na financovanie pre podniky a domácnosti. Znížením úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií o 10 bázických bodov sa teda zvýši stupeň akomodácie

a motivujú sa banky, aby namiesto zadržiavania likvidity poskytovali úvery ekonomike, čo by malo prispieť k preskupovaniu portfólií v rámci programu nákupu aktív.

Po druhé, úpravou signalizácie budúceho nastavenia menovej politiky založenej na stave ekonomiky dala Rada guvernérov jasný náznak o budúcom vývoji krátkodobých úrokových sadzieb. Táto úprava má komplementárny účinok k dôrazu kladenému Radou guvernérov na symetriu inflačného cieľa, o ktorej informovala po skončení júlového zasadania, a zvýrazňuje jej odhodlanie konať v prípade príliš nízkej inflácie s rovnakou razanciou ako v prípade inflácie prekračujúcej úroveň stanovenú v definícii cenovej stability. Závery prijaté na septembrovom zasadaní túto tému ešte viac objasnili.

Rada guvernérov posilnila signalizáciu budúceho nastavenia menovej politiky založenú na stave ekonomiky tým, že ju naviazala na súbor prísnejších podmienok súvisiacich s výhľadom vývoja inflácie. Rada guvernérov tak objasnila svoju reakčnú funkciu, pokiaľ ide o výhľad vývoja inflácie. Rada guvernérov teraz predpokladá, že kľúčové úrokové sadzby ECB zostanú „*na súčasnej alebo nižšej úrovni, až kým nezaznamenáme, že sa výhľad vývoja inflácie počas horizontu našich projekcií výrazne približuje k úrovni dostatočne blízkej, ale nižšej ako 2 %, a že sa tento vývoj inflácie konzistentne odráža v dynamike základnej inflácie*“. Odkaz na úroveň „*dostatočne blízku, ale nižšiu ako 2 %*“ naznačuje, že výhľad vývoja inflácie sa musí v porovnaní so súčasnou skutočnou aj prognózovanou mierou výrazne zvýšiť a že k trvalému priblíženiu výhľadu inflácie k inflačnému cieľu bude musieť dôjsť počas horizontu projekcií. Výhľad vývoja inflácie sa zároveň bude musieť k cieľovej úrovni približovať výrazným tempom, aby mala Rada guvernérov pred zvyšovaním sadzieb menovej politiky istotu, že proces konvergencie inflácie je dostatočne silný a realistický. Podmienka, aby sa vývoj inflácie odrážal v dynamike základnej inflácie zaručuje, že úroveň skutočnej inflácie podporí výhľad vývoja inflácie. Tieto opatrenia pomôžu predísť príliš ráznej reakcii na prechodné inflačné šoky, prípadne na chyby v projekciách alebo v meraniach.

Posilnená signalizácia budúceho nastavenia menovej politiky zdôrazňuje odhodlanosť Rady guvernérov pokračovať vo výraznej menovej akomodácii dovtedy, kým sa miera inflácie udržateľne priblíži k úrovni jej strednodobého cieľa. Rada guvernérov okrem toho naznačila, že v prípade nepriaznivého vývoja výhľadu inflácie môže dôjsť aj k ďalšej úprave úrokových sadzieb menovej politiky smerom nadol.

Po tretie, Rada guvernérov rozhodla, že v rámci programu nákupu aktív opäť začne s čistým nákupom aktív tempom 20 mld. € za mesiac a zároveň bude počas dlhšieho obdobia pokračovať v reinvestovaní istiny. Obnovené čisté nákupy aktív znížia rizikové prémie, čo bude mať tlmiaci účinok na dlhodobé sadzby. Rada guvernérov tiež rozhodla o pokračovaní v reinvestovaní plnej výšky istiny zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív ešte po dlhší čas od chvíle, keď sa zvýšia úrokové sadzby, v každom prípade však dovtedy, kým to bude potrebné na zachovanie priaznivého stavu likvidity a výraznej miery menovej akomodácie. Rada guvernérov rozhodla aj o rozšírení možnosti nakupovať, podľa potreby, aktíva s výnosom pod úrovňou úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií na časti programu nákupu aktív týkajúce sa súkromného

sektora, konkrétne na tretí program nákupu krytých dlhopisov, program nákupu cenných papierov krytých aktívami a program nákupu aktív podnikového sektora. Toto rozšírenie odráža zmeny trhových úrokových sadzieb naviazaných na sadzbu jednodňových sterilizačných operácií a podporí pokračovanie plynulej realizácie programu nákupu aktív.

Pokračovanie čistých nákupov aktív doplní účinok signalizácie budúceho nastavenia menovej politiky na úrokové sadzby, keďže sa očakáva, že nákupy budú prebiehať dovtedy, kým to bude potrebné na posilnenie akomodačného vplyvu menovopolitických sadzieb, a že sa skončia krátko pred zvýšením úrokových sadzieb. Z hľadiska signalizácie vývoja menovopolitických sadzieb tak čisté nákupy aktív budú zohrávať ešte významnejšiu úlohu. Keďže signalizácia budúceho nastavenia kľúčových úrokových sadzieb ECB na základe stavu ekonomiky vychádza z vývoja prognózovanej inflácie a z úrovne základnej inflácie, obdobie čistých nákupov aktív bude podmienené výhľadom vývoja inflácie. Naviazanie politiky reinvestovania na vývoj úrokových sadzieb okrem toho zaručí, že horizont reinvestovania sa bude posúvať spolu s očakávaným vývojom úrokových sadzieb, čím sa ešte posilní ich akomodačný vplyv.

Po štvrté, Rada guvernérov rozhodla o zmene podmienok cielených dlhodobejších refinančných operácií (TLTRO III). V prvom rade sa zvýšila cenová atraktivita nových operácií, a to odstránením spreadu vo výške 10 bázických bodov medzi počiatočnou a minimálnou úrokovou sadzbou, ktorý bol zavedený v júni. Úroková sadzba jednotlivých operácií bude stanovená na úrovni priemernej sadzby hlavných refinančných operácií počas trvania príslušnej cielenej dlhodobejšej refinančnej operácie. V prípade bánk, ktorých objem poskytnutých úverov prekročí stanovenú hraničnú hodnotu, bude sadzba nižšia, pričom jej spodná hranica môže byť až na úrovni priemernej úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií. Nový spôsob oceňovania podporí podmienky bankového financovania, aby banky aj naďalej poskytovali podnikom a domácnostiam bankové úvery s priaznivými podmienkami. Okrem toho došlo aj k predĺženiu splatnosti operácií TLTRO III z dvoch na tri roky s cieľom dosiahnuť lepší súlad s bežnou dĺžkou splatnosti bankového financovania v prípade investičných projektov. Týmto opatrením sa zvýši podpora financovania reálnej ekonomiky zo strany operácií TLTRO III. Zmluvné strany okrem toho získali možnosť raz za štvrťrok dobrovoľne predčasne splatiť požičané sumy, ale až po uplynutí dvoch rokov od uzatvorenia jednotlivých operácií. Spolu majú tieto úpravy za cieľ zachovať priaznivé podmienky poskytovania bankových úverov, zabezpečiť plynulú transmisiu menovej politiky do reálnej ekonomiky a podporiť akomodačné nastavenie menovej politiky.

Posledným opatrením Rady guvernérov je rozhodnutie o zavedení dvojstupňového systému úročenia rezerv, v rámci ktorého sa na časť nadbytočnej likvidity bánk nebude vzťahovať záporná sadzba jednodňových sterilizačných operácií. Rada guvernérov pozorne monitoruje možné vedľajšie účinky záporných úrokových sadzieb na sprostredkovateľskú funkciu bánk, ktorých vplyv môže rásť s predlžujúcim sa obdobím platnosti záporných sadzieb a ich klesajúcou hodnotou. Dvojstupňový systém v tomto prípade pomôže zachovať priaznivý vplyv politiky záporných úrokových sadzieb na hospodárstvo tým, že

čiastočne vykompenzuje ich priamy dosah na ziskovosť bánk. Maximálny objem rezerv držaných nad rámec povinných minimálnych rezerv, na ktoré sa nebude vzťahovať sadzba jednodňových sterilizačných operácií, tzv. vylúčený objem, sa určí ako násobok povinných minimálnych rezerv danej úverovej inštitúcie. Násobok, ktorý sa bude uplatňovať od začiatku siedmeho obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv roku 2019, bude mať hodnotu 6 a vylúčený objem sa bude úročiť ročnou mierou 0 %.[12] Miera úročenia vylúčeného objemu, ako aj hodnota násobku používaného na výpočet jeho maximálnej veľkosti sa môžu priebežne meniť, a to v závislosti od podmienok na peňažnom trhu. Pri súčasných podmienkach likvidity[13] by vylúčený objem mohol predstavovať 43 % nadbytočných rezerv v držbe úverových inštitúcií, ak by tie naplno využili svoje limity. Toto opatrenie podporí transmisiu menovej politiky zo strany bánk, a tým zvýši efektivitu politiky záporných úrokových sadzieb pri prenose nízkych sadzieb menovej politiky do nízkych úrokových sadzieb bankových úverov.

Prijatý komplexný balík opatrení podporí konvergenciu inflácie k strednodobému inflačnému cieľu Rady guvernérov. Vďaka sile jednotlivých menovopolitických opatrení a ich komplementárnemu účinku poskytnú septembrové rozhodnutia v oblasti menovej politiky výraznú mieru menovej stimulácie s cieľom zachovať mimoriadne priaznivé úrokové sadzby úverov poskytovaných podnikom a domácnostiam. Priaznivé podmienky financovania prispejú k hospodárskej expanzii tým, že zvýšia spotrebu a investičnú dynamiku, ktoré následne podporia vývoj inflácie smerom k inflačnému cieľu Rady guvernérov.

Rada guvernérov v každom prípade opätovne zdôraznila, že je naďalej pripravená podľa potreby upraviť všetky svoje nástroje, aby zabezpečila trvalý vývoj inflácie smerom k cieľovej úrovni. Výrazne akomodačné nastavenie menovej politiky bude potrebné počas dlhšieho obdobia. Septembrový balík menovopolitických opatrení zvýrazňuje odhodlanie a pripravenosť Rady guvernérov poskytnúť potrebnú mieru akomodácie na splnenie jej cieľa cenovej stability. Ak bude výhľad vývoja inflácie aj naďalej pod úrovňou inflačného cieľa, Rada guvernérov zostáva pripravená podľa potreby využiť všetky dostupné nástroje, aby zabezpečila trvalý vývoj inflácie smerom k inflačnému cieľu, ktorým je úroveň blízka, ale nižšia ako 2 % v strednodobom horizonte, a to v súlade so záväzkom týkajúcim sa jeho symetrie.

---

12 Veľkosť vylúčeného objemu sa určuje na základe priemerných koncodenných zostatkov na účtoch povinných minimálnych rezerv úverových inštitúcií počas udržiavacieho obdobia vrátane minimálnych povinných rezerv, ktoré sú úročené úrokovou sadzbou hlavných refinančných operácií (aktuálne na úrovni 0 %). Maximálny celkový objem rezerv (t. j. povinných a nadbytočných), na ktoré sa nevzťahuje úroková sadzba jednodňových sterilizačných operácií, teda predstavuje sedemnásobok povinných minimálnych rezerv.

13 Na základe priemerných povinných minimálnych rezerv a výšky nadmernej likvidity v treťom a štvrtom udržiavacom období roku 2019; viac v boxe s názvom Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 17. apríla do 30. júla 2019 v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

2 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 17. apríla do 30. júla 2019

Annette Kamps a Christian Lizarazo

V tomto boxe sa opisuje stav likvidity v Eurosystéme a operácie menovej politiky ECB počas tretieho a štvrtého udržiavacieho obdobia, ktoré trvali od 17. apríla do 11. júna 2019 a od 12. júna do 30. júla 2019. Počas tohto obdobia zostali úrokové sadzby hlavných refinančných operácií (MRO), jednodňových refinančných operácií a jednodňových sterilizačných operácií nezmenené na úrovni 0,00 %, 0,25 % a –0,40 %. Eurosystém zároveň pokračoval vo fáze opätovného investovania programu nákupu aktív (APP), pričom reinvestoval splátky istiny zo splatných cenných papierov verejného sektora, krytých dlhopisov, cenných papierov krytých aktívami a cenných papierov podnikového sektora.

Potreba likvidity

Počas sledovaného obdobia vzrástla celková denná potreba likvidity bankového systému, definovaná ako suma autonómnych faktorov a povinných minimálnych rezerv, v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím (čiže s prvým a druhým obdobím udržiavania povinných minimálnych rezerv roku 2019) o 14,9 mld. € a dosiahla 1 511,3 mld. € (tabuľka A). Tento mierny nárast potreby likvidity bol vo veľkej miere spôsobený nárastom čistých autonómnych faktorov, ktoré sa počas sledovaného obdobia navýšili o 13,0 mld. € na 1 381,3 mld. €.

Rast čistých autonómnych faktorov bol spôsobený nárastom sterilizačných faktorov, ktoré viac než vykompenzovali rast faktorov zvyšujúcich likviditu. Zvýšenie sterilizačných faktorov spôsobili hlavne ostatné autonómne faktory, ktoré vzrástli v priemere o 28,2 mld. € na 788,7 mld. € a bankovky v obehu, ktorých objem sa zvýšil v priemere o 21,8 mld. € na 1 234,1 mld. €. Vládne vklady, ktoré môžu vykazovať sezónnu volatilitu, sa v sledovanom období celkovo nezmenili a zostali v priemere na úrovni 270,5 mld. € (nárast o 7,2 mld. €). V rámci faktorov poskytujúcich likviditu sa čisté aktíva v eurách v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím, v rámci ktorého spôsobili sezónne výkyvy na konci roka výraznejší nárast, zvýšili v priemere o 16,3 mld. € na 213,0 mld. €. Faktory poskytujúce likviditu sa zvýšili aj vďaka vyššej hodnote čistých zahraničných aktív, ktoré vzrástli v priemere o 27,9 mld. €, podobne ako v predchádzajúcom sledovanom období.

Tabuľka A

Stav likvidity v Eurosystéme

Pasíva – potreba likvidity

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: (17. apríl – 30. júl 2019)						Predchádzajúce sledované obdobie: 30. január – 16. apríl 2019	
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie (17. apríl – 11. jún)		Štvrté udržiavacie obdobie (12. jún – 30. júl)		Prvé a druhé udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory likvidity	**2 293,3**	**(+57,2)**	**2 253,4**	**(+3,5)**	**2 339,0**	**(+85,6)**	**2 236,1**	**(+59,3)**
Bankovky v obehu	1 234,1	(+21,8)	1 228,1	(+12,4)	1 240,8	(+12,7)	1 212,2	(+2,2)
Vládne vklady	270,5	(+7,2)	248,3	(-22,2)	295,9	(+47,6)	263,3	(+27,2)
Ostatné autonómne faktory	788,7	(+28,2)	776,9	(+13,3)	802,3	(+25,3)	760,6	(+29,9)
Bežné účty	**1 372,5**	**(+1,2)**	**1 404,6**	**(+25,6)**	**1 335,7**	**(-68,9)**	**1 371,3**	**(+13,7)**
Nástroje menovej politiky	**717,5**	**(-40,1)**	**730,8**	**(-17,3)**	**702,3**	**(-28,5)**	**757,6**	**(-7,3)**
Požiadavky na povinné minimálne rezervy[1]	130,1	(+1,9)	128,8	(+0,4)	131,5	(+2,6)	128,1	(+1,1)
Jednodňové sterilizačné operácie	587,4	(-42,0)	601,9	(-17,7)	570,8	(-31,1)	629,4	(-8,4)
Dolaďovacie operácie na stiahnutie likvidity	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Aktíva – ponuka likvidity

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: (17. apríl – 30. júl 2019)						Predchádzajúce sledované obdobie: 30. január – 16. apríl 2019	
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie (17. apríl – 11. jún)		Štvrté udržiavacie obdobie (12. jún – 30. júl)		Prvé a druhé udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory likvidity	**912,3**	**(+44,2)**	**904,9**	**(+18,0)**	**920,8**	**(+16,0)**	**868,1**	**(+75,4)**
Čisté zahraničné aktíva	699,4	(+27,9)	689,7	(+11,1)	710,3	(+20,6)	671,4	(+32,2)
Čisté aktíva v eurách	213,0	(+16,3)	215,1	(+6,9)	210,5	(-4,6)	196,6	(+43,2)
Nástroje menovej politiky	**3 341,2**	**(-27,9)**	**3 355,2**	**(-6,8)**	**3 325,1**	**(-30,0)**	**3 369,1**	**(-10,8)**
Operácie na voľnom trhu	3 341,0	(-28,0)	3 354,8	(-7,1)	3 325,1	(-29,7)	3 369,0	(-10,7)
Tendre	715,1	(-12,6)	724,2	(-1,8)	704,7	(-19,5)	727,7	(-4,9)
Hlavné refinančné operácie	5,1	(-0,8)	5,5	(-0,2)	4,6	(-0,9)	5,9	(-1,5)
3-mesačné dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO)	3,3	(-0,7)	3,3	(-0,3)	3,3	(-0,0)	3,9	(-0,7)
Operácie TLTRO-II	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Portfóliá priamych nákupov	2 625,9	(-15,4)	2 630,6	(-5,2)	2 620,4	(-10,3)	2 641,3	(-5,9)
Prvý program nákupu krytých dlhopisov	3,1	(-1,0)	3,2	(-0,7)	2,9	(-0,3)	4,1	(-0,2)
Druhý program nákupu krytých dlhopisov	3,5	(-0,4)	3,5	(-0,3)	3,4	(-0,1)	3,9	(-0,1)
Tretí program nákupu krytých dlhopisov	261,7	(-0,5)	261,9	(-0,1)	261,5	(-0,4)	262,2	(-0,1)
Program pre trhy s cennými papiermi	61,4	(-3,9)	62,8	(+0,1)	59,7	(-3,1)	65,3	(-7,7)
Program nákupu cenných papierov krytých aktívami	26,1	(-0,0)	26,2	(+0,3)	26,0	(-0,2)	26,2	(-1,5)
Program nákupu aktív verejného sektora	2 092,4	(-9,2)	2 095,2	(-4,4)	2 089,2	(-6,0)	2 101,6	(+2,9)
Program nákupu aktív podnikového sektora	177,7	(-0,3)	177,7	(-0,1)	177,6	(-0,1)	178,0	(+0,9)
Jednodňové refinančné operácie	0,2	(+0,1)	0,4	(+0,3)	0,0	(-0,3)	0,1	(-0,1)

Ostatné informácie o likvidite

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: (17. apríl – 30. júl 2019)						Predchádzajúce sledované obdobie: 30. január – 16. apríl 2019	
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie (17. apríl – 11. jún)		Štvrté udržiavacie obdobie (12. jún – 30. júl)		Prvé a druhé udržiavacie obdobie	
Celková potreba likvidity	1 511,3	(+14,9)	1 477,4	(-14,3)	1 550,0	(+72,6)	1 496,4	(-15,1)
Autonómne faktory[2]	1 381,3	(+13,0)	1 348,6	(-14,7)	1 418,6	(+70,0)	1 368,3	(-16,2)
Nadbytočná likvidita	1 829,6	(-42,9)	1 877,4	(+7,3)	1 775,1	(-102,3)	1 872,5	(+4,3)

Vývoj úrokových sadzieb

(priemer; v percentách)

	Aktuálne sledované obdobie: (17. apríl – 30. júl 2019)						Predchádzajúce sledované obdobie: 30. január – 16. apríl 2019	
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie (17. apríl – 11. jún)		Štvrté udržiavacie obdobie (12. jún – 30. júl)		Prvé a druhé udržiavacie obdobie	
Hlavné refinančné operácie	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)
Jednodňové sterilizačné operácie	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)
EONIA	-0,363	(+0,00)	-0,360	(+0,01)	-0,367	(-0,01)	-0,367	(-0,00)

Zdroj: ECB.
Poznámka: Všetky hodnoty v tabuľke sú zaokrúhlené na najbližších 0,1 mld. €. Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu oproti predchádzajúcej revízii alebo udržiavaciemu obdobiu.
1) Požiadavky na povinné minimálne rezervy sú informatívnou položkou, ktorá sa nezohľadňuje v bilancii Eurosystému, a preto nevstupujú do výpočtu celkových záväzkov.
2) Celková hodnota autonómnych faktorov zahŕňa aj položky v procese zúčtovania.

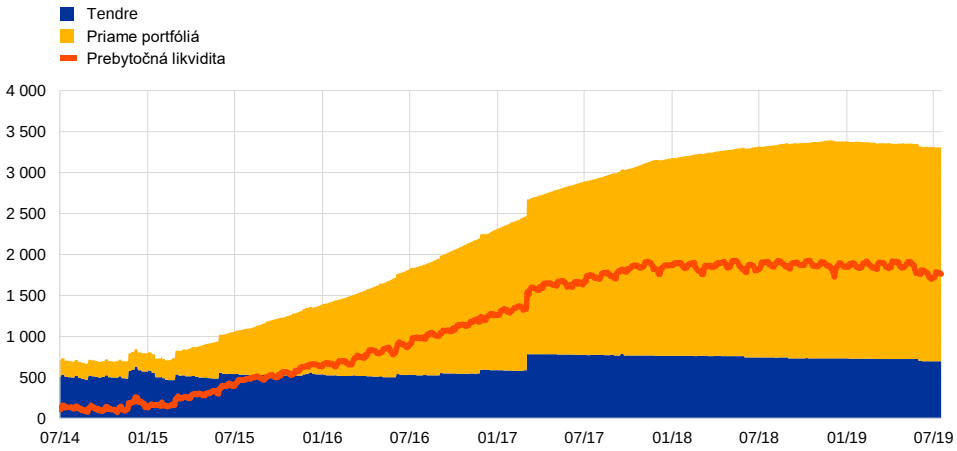
Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom operácií na voľnom trhu – vrátane tendrov a menovopolitických portfólií – klesol o 27,9 mld. € na úroveň 3 341,2 mld. € (graf A). Tento pokles bol vyvolaný nižším dopytom v tendroch, ako aj menšou injekciou likvidity vyplývajúcou z portfólií menovej politiky, ktorá bola spôsobená splácaním cenných papierov nakúpených v rámci programu pre trhy s cennými papiermi a malým poklesom účtovnej hodnoty aktív získaných v rámci programu nákupu aktív verejného sektora (PSPP). Počas fázy opätovného investovania sa z prevádzkových dôvodov môžu vyskytnúť obmedzené dočasné odchýlky v celkovej veľkosti a zložení APP.

Graf A

Vývoj likvidity poskytovanej prostredníctvom operácií na voľnom trhu a nadbytočnej likvidity

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom tendrov sa v sledovanom období mierne znížil o 12,6 mld. € a dosiahol hodnotu 715,1 mld. €. Tento pokles bol spôsobený najmä nižšou likviditou dodanou prostredníctvom cielených dlhodobejších refinančných operácií (TLTRO), ktoré v dôsledku dobrovoľného predčasného splatenia poklesli v priemere o 11,2 mld. €. Nižší dopyt zmluvných strán viedol k poklesu poskytovania likvidity prostredníctvom MRO a prostredníctvom trojmesačných dlhodobejších refinančných operácií (LTRO). MRO v priemere klesli o 0,8 mld. € na 5,1 mld. € a LTRO o 0,7 mld. € na 3,3 mld. €.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom menovopolitických portfólií Eurosystému sa v dôsledku splatenia dlhopisov držaných v rámci programu pre trhy s cennými papiermi a mierneho poklesu v rámci PSPP znížil o 15,4 mld. € na 2 625,9 mld. €. Splatenie dlhopisov v rámci programu pre trhy s cennými papiermi a dvoch predchádzajúcich programov nákupu krytých dlhopisov dosiahli celkovú výšku 5,4 mld. €. Pokiaľ ide o portfóliá APP, od 1. januára 2019 sa program nachádza vo fáze opätovného investovania. Počas fázy opätovného investovania sa z prevádzkových dôvodov môžu vyskytnúť obmedzené dočasné odchýlky v celkovej veľkosti a zložení APP.[14] Priemerný objem programu nákupu aktív verejného sektora (PSPP) sa v sledovanom období mierne znížil o 9,2 mld. € na 2 092,4 mld. €.

Nadbytočná likvidita

V dôsledku uvedeného vývoja sa priemerný objem nadbytočnej likvidity v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím mierne znížil o 42,9 mld. € na 1 829,6 mld. € (graf A). Tento pokles odráža vyššie čisté autonómne faktory a nižšiu likviditu, ktorá bola poskytnutá prostredníctvom tendrových operácií Eurosystému a portfólií menovej politiky. Pokiaľ ide o rozloženie nadmernej likvidity medzi bežné účty a jednodňové sterilizačné operácie, priemerná držba na bežných účtoch mierne stúpla o 1,2 mld. € na 1 372,5 mld. € a priemerný objem jednodňových sterilizačných operácií klesol o 42,0 mld. € na 587,4 mld. €.

Vývoj úrokových sadzieb

Jednodňové nezabezpečené a zabezpečené úrokové sadzby peňažného trhu všeobecného kolaterálu zostali v blízkosti úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií ECB. Na nezabezpečenom trhu ostal index EONIA (referenčná úroková sadzba jednodňových obchodov v eurách) v priemere na úrovni –0,363 %, čo sa v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím nezmenilo. Kolísala medzi najnižšou hodnotou –0,379 % zaznamenanou 19. júna a najvyššou hodnotou –0,252 % pozorovanou 7. júna pred Svätodušným pondelkom (10. júna 2019). Zvýšenie sadzby sa časovo zhodovalo s výrazným poklesom objemu medzi štvrtkom 6. júna a piatkom 7. júna o takmer 800 mil. € na 611 mil. €. Podľa neoficiálnych údajov mala sadzba panelových bánk EONIA v minulosti tendenciu presúvať sa z jednodňových obchodov na operácie s dvojdňovou až trojdňovou

[14] Viac v článku „Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases", *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2019.

splatnosťou s cieľom preklenúť predĺžené víkendy. Objem sadzby EONIA má preto v týchto dňoch tendenciu prudko klesať. Pokiaľ ide o zabezpečený peňažný trh, rozpätie medzi priemernými jednodňovými repo sadzbami pre štandardný a rozšírený kolaterálový kôš na trhu GC Pooling[15] sa mierne rozšírilo. V porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím stúpla priemerná jednodňová repo sadzba pri štandardnom koši kolaterálov asi o 0,6 bázického bodu na –0,419 %, zatiaľ čo v prípade rozšíreného koša stúpla o 1,1 bázického bodu na úroveň –0,397 %.

[15] Trh GC Pooling umožňuje obchodovanie dohôd o spätnom odkúpení na platforme Eurex oproti štandardizovaným košom kolaterálov.

3 Domáce versus vonkajšie faktory stojace za poklesom priemyselnej produkcie eurozóny

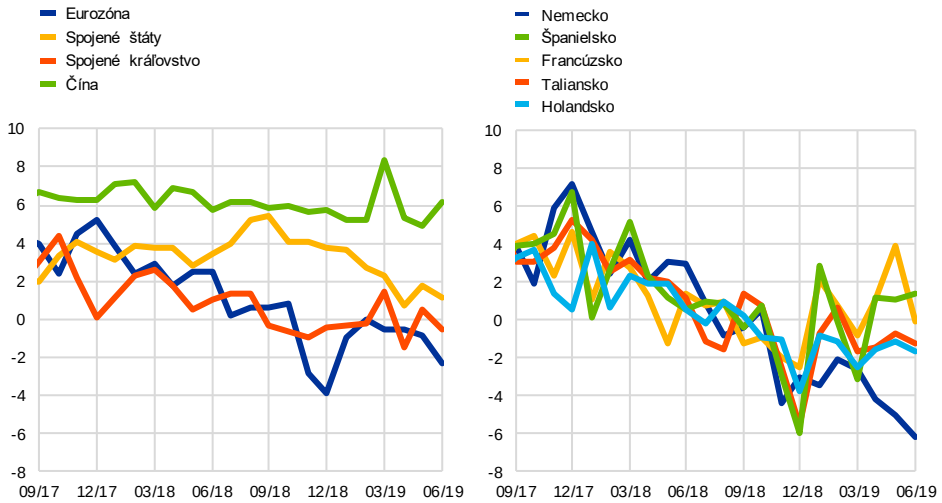
Roberto A. De Santis a Srečko Zimic

Po prudkom poklese v roku 2018 v prostredí nízkeho globálneho obchodu sa medziročný rast priemyselnej produkcie eurozóny (bez stavebníctva) v roku 2019 o niečo oživil, zostal však v zápornom pásme. V období od januára 2018 do júna 2019 klesla miera medziročného rastu priemyselnej produkcie eurozóny (bez stavebníctva) celkovo o 6,3 percentuálneho bodu z 3,9 % na –2,4 % (graf A). Je to výrazne najväčší pokles, aký sa v danom období zaznamenal vo veľkých ekonomikách. V Spojených štátoch sa pokles priemyselnej produkcie začal neskôr, v septembri 2018. Spomedzi najväčších krajín eurozóny sa najväčší pokles zaznamenal v Nemecku (10,9 percentuálneho bodu), v Holandsku (5,7 percentuálneho bodu) a v Taliansku (5,5 percentuálneho bodu). Vo Francúzsku a Španielsku klesla priemyselná produkcia v roku 2018 v súlade s vývojom vo všetkých ostatných krajinách eurozóny, v roku 2019 sa však tento záporný trend zvrátil; modely však zostávajú veľmi nestabilné. Spomalenie výrobnej aktivity v eurozóne malo pravdepodobne záporný vplyv na mieru rastu niektorých podzložiek služieb, hoci sektor služieb bol doposiaľ celkovo pomerne odolný. V tomto boxe sa hodnotia faktory ovplyvňujúce vývoj priemyselnej produkcie eurozóny s cieľom kvantifikovať pomernú významnosť zahraničných šokov v porovnaní s domácimi šokmi cez prizmu modelu štrukturálnej vektorovej autoregresie (SVAR).

Graf A

Priemyselná produkcia bez stavebníctva v eurozóne a ostatných veľkých ekonomikách

(medziročná percentuálna zmena)



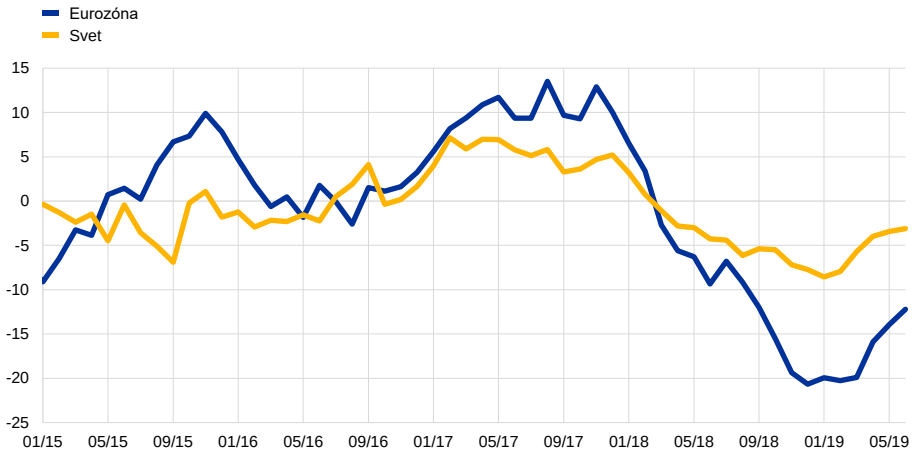
Zdroj: Eurostat.
Poznámka: Posledné údaje sú za jún 2019.

Celý tento vývoj sa zaznamenal v prostredí poklesu globálneho obchodu. Vzhľadom na vystupňovanie obchodného napätia medzi Spojenými štátmi a Čínou a na neistotu okolo brexitu klesli v danom období nové vývozné objednávky vo svete a ešte prudšie v eurozóne (graf B).

Graf B

Index nákupných manažérov pre globálne nové vývozné objednávky a nové vývozné objednávky eurozóny

(medziročná percentuálna zmena)



Zdroj: Markit.
Poznámka: Posledné údaje sú za jún 2019.

Na vyhodnotenie významnosti prenosu negatívnych vplyvov zo zahraničia do priemyselnej produkcie eurozóny sa používa model, ktorý zahŕňa priemyselnú produkciu vo viacerých veľkých ekonomikách. Tento model využíva mesačné rady očistené o sezónne vplyvy týkajúce sa priemyselnej produkcie (bez stavebníctva) v eurozóne, Číne, Spojenom kráľovstve a Spojených štátoch (graf A). Odhaduje sa na pomerne krátke vzorové obdobie (od januára 2007 do júna 2019), sčasti preto, že hospodárske vzťahy medzi krajinami mohli byť pred globálnou hospodárskou a finančnou krízou iné, ale aj preto, aby zahŕňal aj údaje za Čínu. Tento model sleduje aj globálny faktor, ktorý sa odvodzuje od indexu nákupných manažérov (PMI) pre svetové nové vývozné objednávky (graf B). Aby sa zvýšila významnosť tohto globálneho faktora, predpokladá sa, že na šoky priemyselnej produkcie reaguje s oneskorením, zatiaľ čo priemyselná produkcia v každej krajine reaguje na globálne šoky v čase, keď k nim dôjde. Všetky ostatné premenné sa modelujú s predpokladom, že šok má v domovskej krajine na premennú okamžitý účinok, ktorého absolútna hodnota je väčšia ako jeho účinok na zahraničné premenné.[16]

Výsledky tohto modelu naznačujú, že spomalenie rastu priemyselnej produkcie v eurozóne v minulom roku bolo spôsobené nižším zahraničným dopytom po tovare z eurozóny a zápornými domácimi šokmi. Zatiaľ čo v prvom polroku 2018 k spomaleniu rastu priemyselnej produkcie v eurozóne prispel najmä nízky

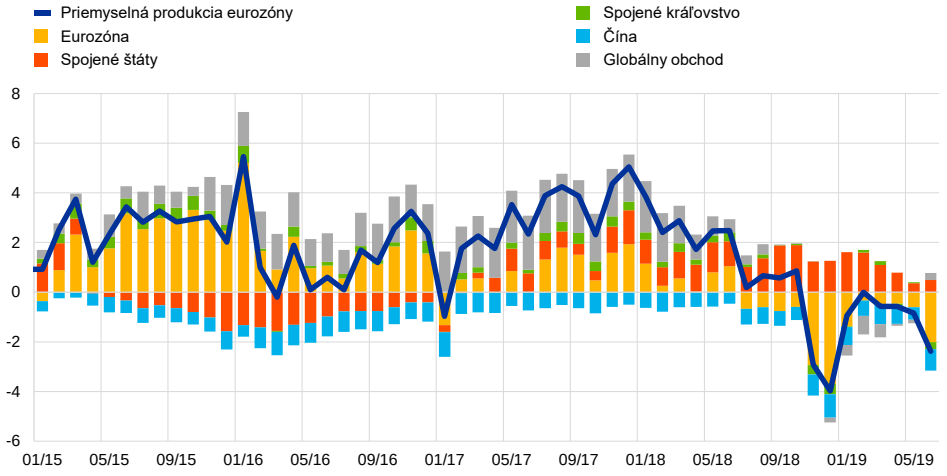
16. Metóda identifikácie šokov je vysvetlená v práci De Santis, R. A. and Zimic, S, Spillovers among sovereign debt markets: Identification through absolute magnitude restrictions, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 33, No 5, 2018, pp. 727-747.

medzinárodný obchod (sivý stĺpec v grafe C),[17] v období od júla 2018 zohrával významnú úlohu aj špecifický vývoj v eurozóne (žltý stĺpec). Je potrebné poukázať aj na to, že na priemyselnú produkciu eurozóny mal vplyv aj nedávny vývoj v Spojených štátoch (červený stĺpec v grafe C). Záporný príspevok Číny je pomerne stabilný od začiatku roku 2016. Vzhľadom na vývoj v Nemecku zobrazený v grafe A môžu byť domáce šoky v eurozóne prejavom nepriaznivého vývoja v nemeckom automobilovom priemysle. Zavedenie nového emisného testu pre motorové vozidlá od 1. septembra 2018 – celosvetového jednotného postupu testovania ľahkých automobilov (WLTP) – ktoré spôsobilo v Nemecku prerušenie dodávok, a možno aj potenciálny zákaz používania dieselových motorov ohlásený v lete 2018, ktorý by mal začať platiť v najväčších nemeckých mestách v roku 2019 a ktorý by mohol odradiť spotrebiteľov od kúpy automobilov s dieselovým motorom, boli pravdepodobne kľúčovými dočasnými faktormi špecifickými pre jednotlivé krajiny, ktoré sa z väčšej časti podieľali na poklese priemyselnej produkcie v eurozóne v druhom polroku 2018. Nedávne zvýšenie záporného príspevku domácich faktorov k rastu priemyselnej produkcie eurozóny (v júni 2019) je spôsobené nižším rastom priemyselnej produkcie v Nemecku (graf A), a môže súvisieť s nižším rastom spotreby zaznamenaným v tejto krajine v druhom štvrťroku 2019.

Graf C

Rozčlenenie šokov v priemyselnej produkcii eurozóny bez stavebníctva

(medziročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat, Markit a výpočty ECB.
Poznámka: Šoky v priemyselnej produkcii jednotlivých krajín sa identifikujú metódou reštrikcie absolútnou magnitúdou (pozri De Santis, R.A. a Zimic, S., op. cit.), pri ktorej sa predpokladá, že účinok šoku na domáce hospodárstvo má v čase jeho dopadu väčšiu absolútnu hodnotu ako je magnitúda prenosu zo zahraničia. Zdá sa, že index PMI pre svetové nové objednávky, ktorý sa odvodzuje z globálneho obchodu, reaguje na šoky priemyselnej produkcie krajín s jednorazovým oneskorením. Celé vzorové obdobie je od januára 2017 do júna 2019.

Spomalený rast priemyselnej produkcie eurozóny v minulom roku bol pravdepodobne spôsobený vystupňovaným napätím v globálnom obchode aj domácim vývojom. Od júla 2018 do júna 2019 sa faktorom globálneho obchodu a všetkými faktormi spojenými s vývojom v Číne, Spojenom kráľovstve a Spojených štátoch vysvetľuje 37 % spomaleného rastu priemyselnej produkcie eurozóny, zatiaľ

[17] V prvom polroku 2018 zaznamenal faktor svetového obchodu záporný príspevok 1,5 percentuálneho bodu k zmene priemyselnej produkcie v eurozóne. Je to rozdiel medzi sivým stĺpcom (v grafe C) v júni 2018 a v januári 2018.

čo domáce faktory prispeli 63 %, hoci tento efekt môže byť čiastočne spôsobený aj dočasnými faktormi súvisiacimi s automobilovým priemyslom v druhom polroku 2018. Výrazné oslabenie výrobnej aktivity sa môže prejaviť v niektorých podzložkách služieb, celkovo je však sektor služieb v súčasnosti odolný voči zápornému šoku. Jeho prípadný vplyv na služby treba pozorne sledovať.

4 Porovnanie súčasného obdobia rastu zamestnanosti s vývojom v minulosti

Vasco Botelho a António Dias da Silva

Tento box sa venuje súčasnému obdobiu rastu zamestnanosti v eurozóne a porovnáva ho s podobnými obdobiami v minulosti. Od dosiahnutia rekordne nízkej úrovne v druhom štvrťroku 2013 zaznamenáva zamestnanosť v eurozóne už takmer šesť rokov nepretržitý rast. Od začiatku súčasného obdobia expanzie zamestnanosti sa zamestnanosť zvýšila o viac než 11 miliónov osôb, zatiaľ čo miera nezamestnanosti klesla o vyše 4 percentuálne body a približuje sa k úrovniam spred vypuknutia finančnej krízy. Rast produktivity práce a reálnych miezd bol v tom istom období relatívne slabý. Tento box sa preto snaží identifikovať podobné črty a rozdiely medzi súčasným a predchádzajúcimi obdobiami expanzie zamestnanosti. Sleduje pritom vzťah medzi rastom zamestnanosti a HDP, vývoj nezamestnanosti, ako aj vzťah medzi rastom produktivity a reálnych miezd a analyzuje ich z dlhodobého hľadiska. Analýza vychádza z ročných údajov databázy Európskej komisie AMECO za 12 krajín, ktoré sa ako prvé stali členmi eurozóny.[18] Údaje pokrývajú roky 1960 až 2018 a sú rozdelené na desať samostatných období nepretržitého rastu alebo poklesu zamestnanosti.[19] Pri hodnotení sily a dĺžky trvania aktuálnej expanzie zamestnanosti predstavujú tieto obdobia užitočné referenčné hodnoty.

Z historického hľadiska nemožno v prípade súčasného obdobia rastu zamestnanosti hovoriť o jeho nezvyčajne dlhom trvaní a aj priemerné tempo rastu zamestnanosti je o niečo nižšie než v predchádzajúcich obdobiach rastu. Graf A zobrazuje priemerné ročné tempá rastu zamestnanosti a HDP v 12 krajinách v jednotlivých obdobiach charakterizovaných rastom alebo poklesom zamestnanosti. Mediánová expanzia zamestnanosti trvala približne šesť rokov, pričom najdlhšie spomedzi období nepretržitého rastu zamestnanosti v intervale rokov analyzovanom v tomto boxe bolo obdobie od roku 1995 do roku 2008. Mediánové obdobie poklesu zamestnanosti trvalo približne dva roky. Z tohto pohľadu nie je dĺžka súčasného obdobia rastu zamestnanosti ničím výnimočná. Pokiaľ ide o tempo rastu, počas posledných troch expanzií sa zamestnanosť zvyšovala priemerným tempom 1,4 % za rok. Počas aktuálnej expanzie zamestnanosť rástla o približne 1,2 % ročne v období 2014 – 2018, pričom v roku 2019 by sa toto tempo malo ešte znížiť.[20]

---

18 Analýza zahŕňa nasledujúcich 12 krajín: Belgicko, Nemecko, Írsko, Grécko, Španielsko, Francúzsko, Taliansko, Luxembursko, Holandsko, Rakúsko, Portugalsko a Fínsko. Tieto krajiny sú označované ako EA12.

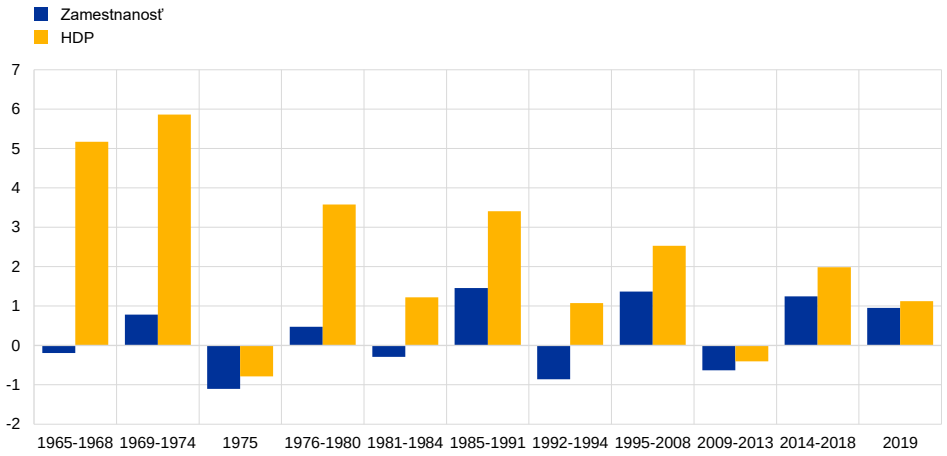
19 V súlade s touto definíciou boli historické údaje za roky 1960 až 2018 rozčlenené do desiatich samostatných časových období. Výnimku predstavuje iba rok 2011, ktorý bol napriek zaznamenanému miernemu nárastu zamestnanosti zahrnutý do obdobia poklesu. V rámci zachovania konzistentnosti s analýzou historických údajov AMECO sú údaje za rok 2019 zobrazené samostatne a vychádzajú z prognózy Európskej komisie z jari 2019.

20 Keďže cieľom analýzy je porovnať rast zamestnanosti s rastom HDP, explicitne sa v nej nezohľadňuje zmena populácie v čase. Pri zohľadnení pomeru zamestnaných osôb k počtu obyvateľov sa však zdá, že zamestnanosť sa v súčasnom období zvyšuje výraznejším tempom než v minulosti. Pomer zamestnaných osôb k počtu obyvateľov (vo vekovej skupine 15 – 64 rokov) dosiahol v roku 2015 predkrízovú úroveň a v súčasnosti dosahuje najvyššiu hodnotu zaznamenanú za celý interval rokov analyzovaný v tomto boxe.

Graf A

Priemerné ročné tempo rastu zamestnanosti a rastu reálneho HDP

(v % za rok)



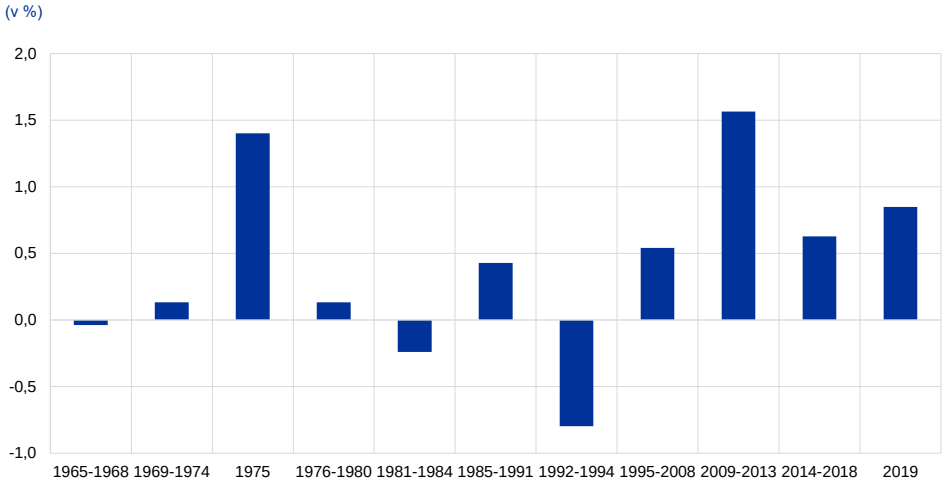
Zdroj: Databáza Európskej komisie AMECO a výpočty odborníkov ECB.
Poznámka: Rok 2019 vychádza z údajov z jarnej prognózy Európskej komisie pre krajiny EA12 dostupných v databáze AMECO.

Ak rast zamestnanosti hodnotíme vo vzťahu s rastom reálneho HDP, počas súčasného obdobia expanzie zaznamenávame vyššie tempo rastu zamestnanosti ako v predchádzajúcich obdobiach.[21] Hoci priemerné tempo rastu reálneho HDP počas aktuálneho obdobia rastu zamestnanosti je najnižšie spomedzi podobných období v sledovanom intervale rokov, spomalenie rastu zamestnanosti je menej výrazné. Z dlhodobejšieho hľadiska sa posledné tri obdobia expanzie zamestnanosti (2014 – 2018, 1995 – 2008 a 1985 – 1991) vyznačovali výrazne vyšším tempom rastu zamestnanosti než tie predchádzajúce. Naznačuje to, že elasticita rastu zamestnanosti (vzhľadom na rast HDP) sa v posledných troch obdobiach rastu posilnila a medzi obdobím 1985 – 1991 a súčasnou expanziou stabilne rástla (graf B).

[21] Viac v boxe s názvom Rast zamestnanosti a HDP v eurozóne, *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB, 2019.

Graf B

Elasticita zamestnanosti vzhľadom na reálny HDP



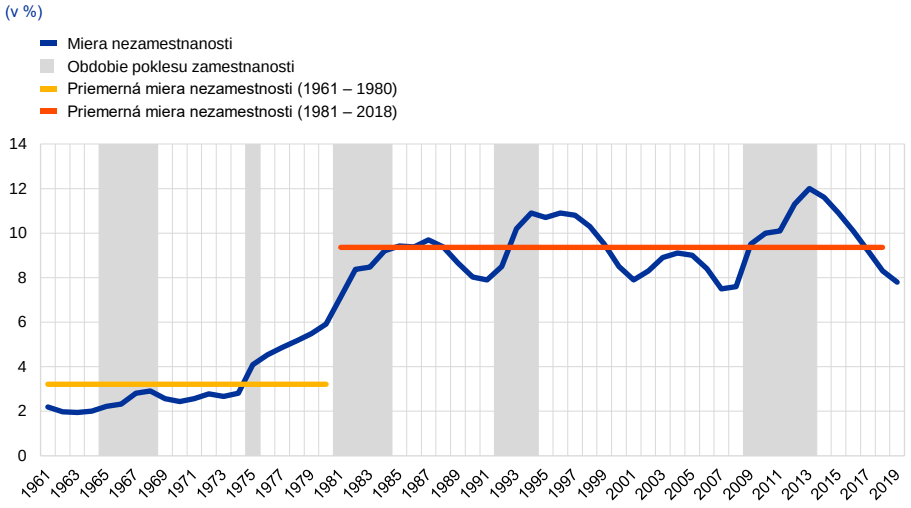
Zdroj: Databáza Európskej komisie AMECO a výpočty odborníkov ECB.
Poznámka: Rok 2019 vychádza z údajov z jarnej prognózy Európskej komisie pre krajiny EA12 dostupných v databáze AMECO. Elasticita sa počíta ako pomer kumulatívneho rastu zamestnanosti a kumulatívneho rastu HDP v jednotlivých obdobiach.

Okrem toho došlo v súčasnom období rastu zamestnanosti k mimoriadne významnému poklesu miery nezamestnanosti z historického hľadiska. V rokoch 2014 až 2018 sa miera nezamestnanosti znižovala v priemere o 0,7 percentuálneho bodu ročne, čo predstavuje najrýchlejšie tempo poklesu v ktoromkoľvek z päťročných období v sledovanom intervale rokov (graf C). K tomuto rýchlemu poklesu dochádza na pozadí vysokých (z historického hľadiska) úrovní miery nezamestnanosti. Pri dlhodobom pohľade dokážeme identifikovať možnú štrukturálnu zmenu v miere nezamestnanosti v skupine 12 krajín približne v polovici 70. rokov 20. storočia, keď miera nezamestnanosti zaznamenala výrazný nárast.[22] V posledných troch desaťročiach sa ročná miera nezamestnanosti iba zriedka dostala pod úroveň 8 %. Pri zachovaní súčasného tempa poklesu sa miera nezamestnanosti do roku 2020 zníži pod úroveň spred krízy. Otázne však zostáva, či miera nezamestnanosti v eurozóne dokáže klesnúť ešte viac a priblížiť sa úrovniam zaznamenaným pred začiatkom 80. rokov minulého storočia.

[22] Dôvody nárastu nezamestnanosti v Európe sa snažili vysvetliť viacerí autori. Niekoľko možných príčin nárastu nezamestnanosti v Európe v 70. rokoch 20. storočia je uvedených napr. v Blanchard, O.: European unemployment: the evolution of facts and ideas, *Economic Policy*, Vol. 21, No 45, 2006, pp. 5 – 59. Hlavné dôvody prvotného nárastu nezamestnanosti v Európe súvisia s vplyvom nepriaznivých a vo všeobecnosti bežných šokov, akými sú napríklad rast cien ropy a spomalenie rastu produktivity. Rôzne inštitúcie sa navyše dopracovali k rozdielnym výsledkom v jednotlivých krajinách a niektoré politiky pracovného trhu neboli postačujúce na zastavenie rastúcej nezamestnanosti.

Graf C

Miera nezamestnanosti



Zdroj: Databáza Európskej komisie AMECO a výpočty odborníkov ECB.
Poznámka: Rok 2019 vychádza z údajov z jarnej prognózy Európskej komisie pre krajiny EA12 dostupných v databáze AMECO.

Pokles nezamestnanosti a nárast zamestnanosti počas súčasného obdobia expanzie sprevádza pokles nákladov práce, ktorý je však miernejší než v predchádzajúcom období expanzie. V rokoch 2014 až 2018 reálne mzdy rástli priemerným tempom 0,3 % ročne, čo je však menej ako 0,5 % ročne zaznamenaných v predchádzajúcom období rastu. Priemerné tempo rastu produktivity však pri súčasnej expanzii dosahuje iba 0,7 %, v porovnaní s 1,1 % v minulosti.[23] Reálne jednotkové náklady práce tak aj naďalej klesajú, hoci pomalším tempom[24] (graf D). Z dlhodobejšieho hľadiska súvisí pokles priemerného tempa rastu HDP a vyššia elasticita rastu zamestnanosti k rastu HDP so spomalením tempa rastu produktivity práce na zamestnanca. Spomalenie rastu produktivity v sledovaných 12 krajinách pretrváva už posledné štyri desaťročia a sprevádza ho oslabovanie rastu reálnych miezd. Pokles tempa rastu reálnych miezd bol výrazný najmä v súvislosti so spomalením rastu produktivity v 80. rokoch minulého storočia, čo viedlo k prudkému poklesu podielu kompenzácií zamestnancom na hrubej pridanej hodnote (labour share), keďže reálne mzdy nezodpovedajú úplne vývoju produktivity práce.

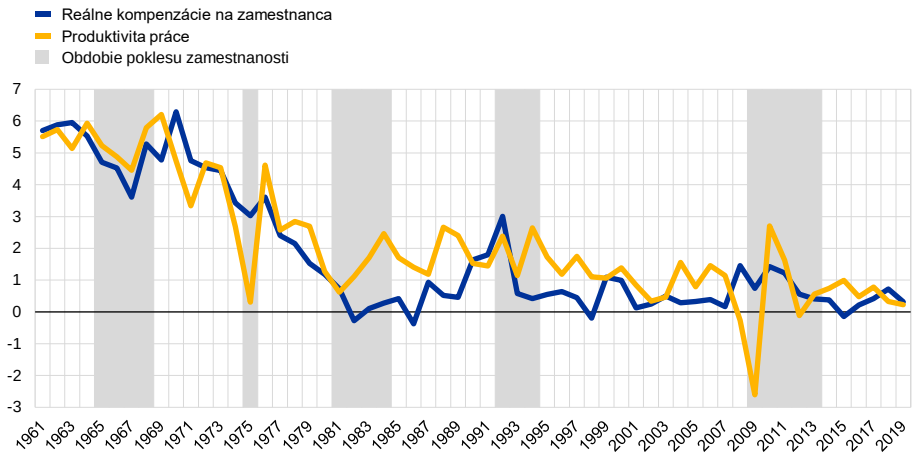
23 Reálne mzdy sú definované ako reálne kompenzácie na zamestnanca za celú ekonomiku, zatiaľ čo produktivita práce je definovaná ako reálny hrubý domáci produkt na zamestnanca. Pri konverzii z nominálneho na reálne vyjadrenie sa využíva cenový deflátor HDP pri trhových cenách.

24 Tempo rastu reálnych jednotkových nákladov práce možno vypočítať ako rozdiel medzi tempom rastu reálnych miezd a tempom rastu produktivity práce. Ako také sa reálne jednotkové náklady práce počas obdobia rastu zamestnanosti v rokoch 1995 až 2008 znižovali v priemere o 0,6 % ročne, zatiaľ čo počas aktuálnej expanzie zamestnanosti klesajú priemerným tempom 0,4 % za rok.

Graf D

Produktivita práce a reálne kompenzácie na zamestnanca

(tempá rastu v %)



Zdroj: Databáza Európskej komisie AMECO a výpočty odborníkov ECB.
Poznámka: Rok 2019 vychádza z údajov z jarnej prognózy Európskej komisie pre krajiny EA12 dostupných v databáze AMECO.

Táto dlhodobá analýza pomáha nazerať na súčasné oživenie hospodárstva v súvislostiach, a to s ohľadom na minulé obdobia rastu a poklesu zamestnanosti. Reakcia zamestnanosti na rast HDP sa od polovice 80. rokov 20. storočia posilňuje, pričom v porovnaní s minulými obdobiami rastu sa jej váha pri súčasnej expanzii ešte zvyšuje. Elasticita zamestnanosti vo vzťahu k HDP však býva historicky vyššia (v absolútnom vyjadrení) skôr počas období poklesu zamestnanosti než jej rastu, čo naznačuje asymetriu v tom, ako sa zamestnanosť prispôsobuje obdobiam rastu a poklesu. Vzťah medzi rastom zamestnanosti a rastom HDP mohlo ovplyvniť veľa faktorov, ako napríklad štrukturálne reformy zamerané na zvyšovanie flexibility trhu práce a trhu produktov alebo dlhodobé posuny v sektorovom členení zamestnanosti a nárast zamestnanosti v sektore služieb. Pozorované zmeny v dlhodobom vzťahu medzi zamestnanosťou a HDP na jednej strane a medzi reálnymi kompenzáciami na zamestnanca a produktivitou na strane druhej však odrážajú aj ďalšie faktory, ako napríklad priaznivý posun v rozvrhnutí ponuky pracovnej sily a tiež nepriaznivý vývoj celkovej produktivity výrobných faktorov a/alebo kapitálovej produktivity v prospech posilňovania dopytu po pracovnej sile a v neprospech dopytu po kapitáli.

5 Príjmové riziko domácností počas hospodárskeho cyklu

Maarten Dossche a Jacob Hartwig

Príjem domácností a nerovnosť majetku sa stali dôležitejšie pri vysvetľovaní makroekonómie. Od finančnej krízy sa zvýšilo povedomie o tom, že heterogenita v domácnostiach a firmách je kľúčom k pochopeniu výkyvov hospodárskeho cyklu (napr. prostredníctvom súvah, úverových obmedzení).[25] Zároveň sa stále zvyšuje záujem verejnosti o distribučné aspekty hospodárskych politík. Vďaka zvýšenej dostupnosti mikroúdajov je navyše možné dokumentovať relevantné mikroekonomické štylizované fakty. Box v tomto duchu vysvetľuje vzťah medzi výkyvmi hospodárskeho cyklu a zmenami príjmov na úrovni jednotlivých pracovníkov v eurozóne.

Dôkazy naznačujú, že príjmové riziko domácností sa počas hospodárskeho cyklu mení a na pracovníkov má nerovnomerný vplyv. Riziko individuálneho zárobku možno považovať za najpriamejšie príjmové riziko domácností, pred poistením zo sociálnych transferov alebo združovaním zdrojov v rámci domácností. Na základe toho Guvenen a kol. dokumentujú rozdiely v riziku individuálnych príjmov pomocou veľkého súboru administratívnych mikroúdajov pre Spojené štáty americké.[26] Prišli k záveru, že asymetria zmeny príjmov je výrazne procyklická: veľké navýšenia príjmov sú počas recesie menej pravdepodobné, kým veľké poklesy sú pravdepodobnejšie. Navyše celkové šoky neovplyvňujú pracovníkov s rôznymi charakteristikami rovnakým spôsobom: príjem niektorých pracovníkov (napr. mladých ľudí s nízkymi príjmami) reaguje na hospodársky cyklus systematicky citlivejšie ako príjem ostatných. To je celkom odlišné od čisto náhodných príjmových šokov, ktoré sa väčšinou používajú pri modelovaní príjmového rizika domácností.

Príjmové riziko domácností je dôležité pre propagáciu makroekonomických šokov a prenos hospodárskych politík. Viacerí autori sa domnievajú, že dynamika príjmového rizika domácností vedie k cyklickému motívu preventívnych úspor, ktorý výrazne zvyšuje citlivosť spotreby na výkyvy agregovaného príjmu.[27] Dôkazy taktiež ukazujú, že hraničný sklon k spotrebe (MPC) disponibilného príjmu je väčší v domácnostiach s vyšším príjmovým rizikom, čím sa ešte zvyšuje citlivosť agregovanej spotreby na hospodársky cyklus.[28] Pokiaľ príjmy domácností s vysokým

---

25 Ahn, S., Kaplan, G., Moll, B., Winberry, T. and Wolf, C., When Inequality Matters for Macro and Macro Matters for Inequality, *NBER Macroeconomics Annual 2017*, Vol. 32, 2018.

26 Guvenen, F., Ozkan, S. and Song, J., The Nature of Countercyclical Income Risk, *Journal of Political Economy*, Vol. 122, No 3, June 2014, pp. 621-660.

27 McKay, A., Time-varying idiosyncratic risk and aggregate consumption dynamics, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 88, June 2017, pp. 1-14; Bayer, C., Luetticke, R., Pham-Dao, L. and Tjaden, V., Precautionary Savings, Illiquid Assets, and the Aggregate Consequences of Shocks to Household Income Risk, *Econometrica*, Vol. 87, Issue 1, January 2019, pp. 255-290; Heathcote, J. and Perri, F., Wealth and Volatility, *The Review of Economic Studies*, Vol. 85, Issue 4, October 2018, pp. 2173-2213.

28 Jappelli, T. and Pistaferri, L., Fiscal Policy and MPC Heterogeneity, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 6, No 4, October 2014, pp. 107-136; Auclert, A., Monetary Policy and the Redistribution Channel, *American Economic Review*, Vol. 109, No 6, June 2019, pp. 2333-2367.

MPC ťažia viac z politík zameraných na makroekonomickú stabilizáciu, rozdelenie príjmového rizika domácností tiež posilňuje účinky fiškálnej a menovej politiky.[29]

Rozdiely v príjmovom riziku v eurozóne možno skúmať pomocou údajov z prieskumu o príjmoch. Z dôvodu až donedávna obmedzenej dostupnosti údajov zatiaľ nedošlo k systematickej analýze trendov v riziku vzťahujúceho sa na individuálne príjmy v eurozóne, a to tak v čase, ako aj medzi jednotlivcami. Na vyriešenie tohto problému sa v boxe používajú dlhodobé údaje o úrovniach individuálnych príjmov za obdobie štyroch rokov, ako ich uvádzajú štatistiky Európskej únie o príjmoch a životných podmienkach (EU SILC). Analýza sa zameriava na štyri najväčšie krajiny eurozóny. Umožňuje tak lepšie chápanie mikroekonomických štylizovaných faktov v celej eurozóne, pričom využíva národné rozdiely, pokiaľ ide o hospodárske štruktúry a najnovší makroekonomický vývoj.[30]

---

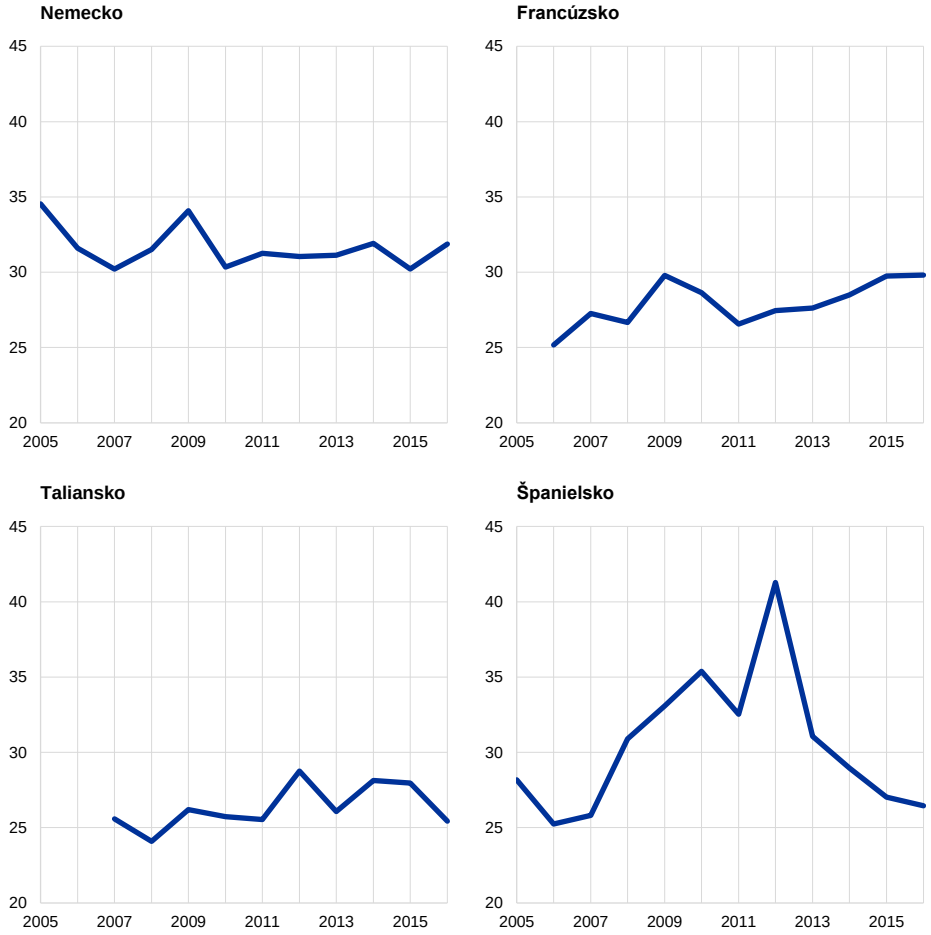
[29] Ampudia, M., Georgarakos, D., Slacalek, J., Tristani, O., Vermeulen, P. and Violante, G., Monetary policy and household inequality, *Working Paper Series*, No 2170, ECB, July 2018; Kaplan, G. and Violante, G., A Model of the Consumption Response to Fiscal Stimulus Payments, *Econometrica*, Vol. 82, No 4, July 2014, pp. 1199-1239.

[30] Dlhodobé údaje EU SILC nie sú k dispozícii v prípade Nemecka. Vzhľadom na to, že nemecké údaje EU SILC sú založené na nemeckom sociálno-ekonomickom paneli (GSOEP), analýza využíva novo vyvinutý klon EU SILC, ktorý poskytuje GSOEP od verzie 34.

Graf A

Riziko poklesu pracovného príjmu

(percentuálny podiel jednotlivcov s poklesom pracovného príjmu)



Zdroj: Eurostat, DIW Berlin a výpočty ECB.
Poznámka: Podiel jednotlivcov vo veku 25 až 65 rokov s poklesom pracovného príjmu (na základe premennej EU SILC PY010G pre hrubý peňažný príjem zamestnanca v súboroch dlhodobých údajov; v prípade Nemecka sa používa klon súboru dlhodobých údajov EU SILC, ktorý poskytuje GSOEP).

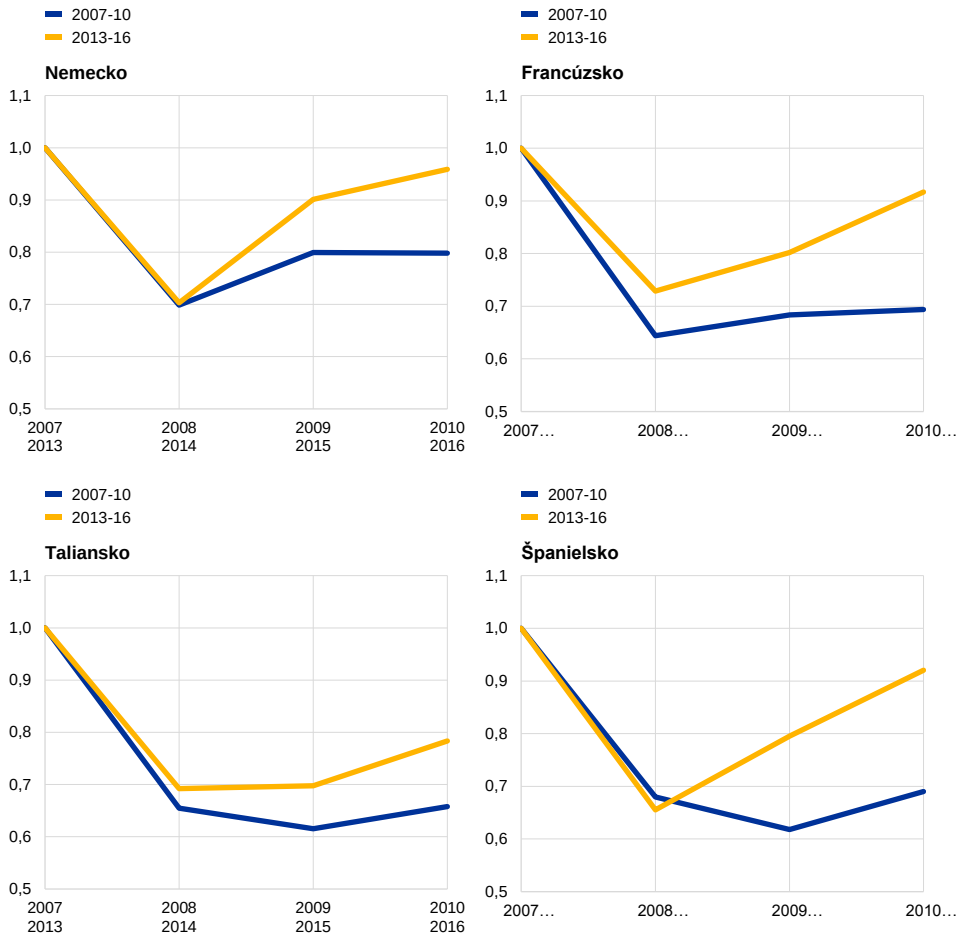
Riziko poklesu príjmov je v eurozóne procyklické, v jednotlivých krajinách sa však výrazne líši. Graf A znázorňuje rozdiel v podiele pracovníkov s poklesom pracovného príjmu v porovnaní s predchádzajúcim rokom (t.j. realizované príjmové riziko).[31] Keďže počas recesií sa zvyšuje počet pracovníkov, ktorí sa stanú nezamestnanými, podiel pracovníkov, ktorí zaznamenajú pokles príjmov, sa počas recesií zvyšuje a naopak. Jasne to je viditeľné v období finančnej krízy v rokoch 2008 a 2009, ale ešte viac v Španielsku počas dlhovej krízy v rokoch 2011 a 2012. V Španielsku sa vyššia variabilita nezamestnanosti odráža aj vo vyššej variabilite podielu pracovníkov s poklesom pracovného príjmu. To nie je až také bežné v Nemecku, Francúzsku a Taliansku, kde sa trhy práce považujú za stabilnejšie.

[31] Percentuálny podiel jednotlivcov s poklesom mzdového príjmu, zachytáva celý rad rôznych javov: obdobia nezamestnanosti, znižovanie miezd a úpravy ponuky pracovnej sily, tak na strane intenzívneho, ako aj extenzívneho rozpätia. Tento ukazovateľ sa preto nedá interpretovať ako meradlo nepružnosti miezd.

Graf B

Vývoj pracovného príjmu po značnom znížení príjmu

(príjem sa v prvom roku normalizoval na 1)



Zdroj: Eurostat, DIW Berlin a výpočty ECB.
Poznámka: Trendy v normalizovanom pracovnom príjme mužov vo veku 26 až 50 rokov, u ktorých bol zaznamenaný značný pokles príjmu (definovaný ako zníženie príjmu o viac ako 15 %) v rokoch 2007 alebo 2013 (príjem na základe premennej EU SILC PY010G pre hrubý peňažný príjem zamestnanca v súboroch dlhodobých údajov; v prípade Nemecka sa používa klon súboru dlhodobých údajov EU SILC, ktorý poskytuje GSOEP).

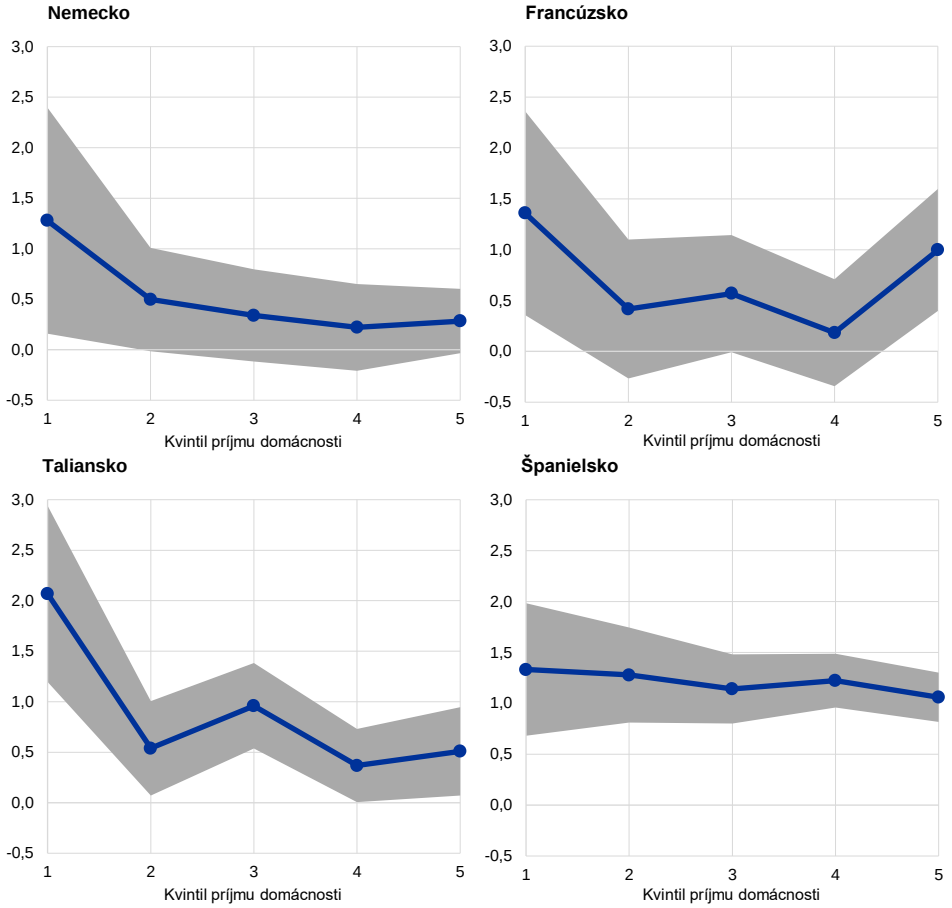
Riziko poklesu príjmov pretrváva, čo má značný vplyv na celoživotné príjmy. Graf B ukazuje, že po väčšom poklese pracovného príjmu jednotlivca má príjem tendenciu byť výrazne nižší aj počas nasledujúcich dvoch rokov. To naznačuje, že realizované riziko poklesu príjmov pretrváva, čo znamená, že straty pracovných miest môžu významne ovplyvniť celoživotný pracovný príjem jednotlivcov, a tým aj spotrebiteľské výdavky.[32] Okrem toho sa zdá, že toto pretrvávanie závisí aj od stavu hospodárskeho cyklu: pokles príjmov od začiatku súčasnej hospodárskej expanzie v roku 2013, sa javí byť menej trvalý ako pokles zaznamenaný na začiatku finančnej krízy. Kým medzi jednotlivými krajinami existujú významné rozdiely, pokiaľ ide o odchýlku v podiele pracovníkov s poklesom pracovného príjmu, miera pretrvávania sa zdá byť pomerne porovnateľná.

[32] Pissarides, C., Loss of Skill During Unemployment and the Persistence of Employment Shocks, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107, No 4, November 1992, pp. 1371-1391.

Graf C

Beta-koeficienty pracovníkov v rámci rozdelenia príjmu

(elasticita príjmu vo vzťahu k rastu HDP)



Zdroj: Eurostat, DIW Berlin a výpočty ECB.
Poznámka: Odhadovaná elasticita pracovného príjmu k agregovanému rastu HDP v rámci rozdelenia príjmu domácností (jednotlivci sú rozdelení do príjmových kvintilov na základe príjmu domácností za predchádzajúce dva roky, aby sa predišlo akejkoľvek neopodstatnenej korelácii medzi expozíciou a rozdelením; príjem domácností je založený na premennej EU-SILC HY020 celkového disponibilného príjmu domácností v súbore dlhodobých údajov; v prípade Nemecka sa používa klon súboru dlhodobých údajov EU SILC, ktorý poskytuje GSOEP). Šedé polia predstavujú 95 % hranice spoľahlivosti údajov.

Príjmové riziko v eurozóne sa v jednotlivých domácnostiach líši. V grafe C je zaznamenaná beta-koeficienty pracovníkov, ako ju dokumentuje Guvenen a kol. pre Spojené štáty.[33] Beta-koeficienty pracovníkov meria elasticitu pracovného príjmu vo vzťahu k zmenám agregovaného rastu HDP. V rámci rozdelenia príjmu je citlivosť pracovného príjmu na zmeny rastu HDP výrazne vyššia u pracovníkov v domácnostiach s nízkymi príjmami. Tento model je možné pozorovať najmä v Nemecku, Francúzsku a Taliansku. V Španielsku je citlivosť pracovného príjmu v domácnostiach s nízkymi príjmami na rast HDP porovnateľná s citlivosťou príjmu pracujúcich v iných krajinách, neznižuje sa však toľko, keď majú domácnosti vyššie príjmy. Môže to odzrkadľovať všeobecne vyššiu variabilitu nezamestnanosti v Španielsku, ktorá má na pracovníkov v rámci rozdelenia príjmu rovnomernejší

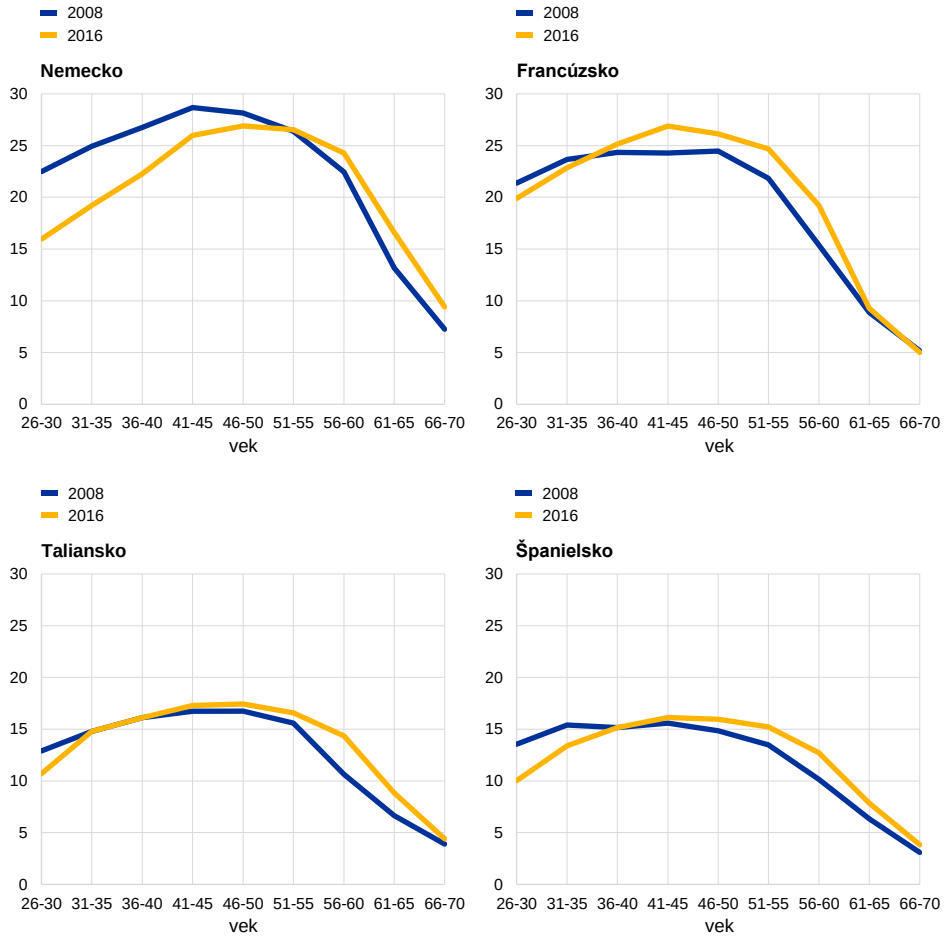
[33] Guvenen, F., Schulhofer-Wohl, S., Song, J. and Yogo, M., Worker Betas: Five Facts about Systematic Earnings Risk, *American Economic Review*, Vol. 107, No 5, May 2017, pp. 398-403.

vplyv.[34] Identifikovanie štrukturálneho vysvetlenia tohto zistenia však presahuje rámec tohto boxu.

Graf D

Pracovný príjem v rámci rozdelenia podľa veku

(v tis. EUR za rok)



Zdroj: Eurostat, DIW Berlin a výpočty ECB.
Poznámka: Odhadovaný pracovný príjem jednotlivcov vo veku 26 až 70 rokov (v päťročných vekových skupinách) v roku 2015 - konštantné euro (na základe premennej EU SILC PY010G pre hrubý peňažný príjem zamestnanca v súboroch dlhodobých údajov; v prípade Nemecka sa používa klon súboru dlhodobých údajov EU SILC, ktorý poskytuje GSOEP).

Rozdelenie príjmového rizika tiež ukazuje, kto ako prvý znáša náklady na výkyvy hospodárskeho cyklu. V rámci makroekonómie sa viedla dlhotrvajúca diskusia o nákladoch na sociálne zabezpečenie hospodárskych cyklov. Pri použití modelu reprezentatívneho agenta Lucas tvrdil, že náklady na sociálne zabezpečenie počas recesií sú pomerne nízke.[35] To znamená, že dôvod na použitie makroekonomických politík zameraných na stabilizáciu hospodárskeho cyklu by bol dosť slabý. Výskum od Lucasovho tvrdenia ukázal, že pochopenie rozdelenia straty príjmov a spotreby a ich pretrvávanie je kľúčom k hodnoteniu škodlivosti

[34] Existujú dôkazy, ktoré naznačujú, že rozdiely v miere nezamestnanosti v rámci jednotlivých krajín eurozóny súvisia s existenciou rôznych inštitúcií na trhu práce. Boeri, T. and Jimeno, J., Learning from the Great Divergence in unemployment in Europe during the crisis, *Labour Economics*, Vol. 41, Issue C, 2016, pp. 32-46.

[35] Lucas, R., *Models of business cycles*, Basil Blackwell, Oxford, 1987.

hospodárskych poklesov.[36] V tejto súvislosti je v grafe D znázornené rozdelenie reálneho pracovného príjmu vo všetkých vekových skupinách v rokoch 2008 a 2016. Naznačuje, že od finančnej krízy sa príjmy mladších pracovníkov nezvýšili rovnakou mierou ako príjmy starších pracovníkov. V Nemecku a Španielsku bol v roku 2016 príjem mladých pracovníkov v reálnom vyjadrení dokonca nižší ako v roku 2008. Vzhľadom na rozdiely medzi jednotlivcami je preto pravdepodobné, že náklady na sociálne zabezpečenie v hospodárskych cykloch budú v eurozóne dosť významné.

Príjmové riziko domácností sa v eurozóne správa podobne ako v iných ekonomikách, čo je užitočný vhľad pre hodnotenie súčasného hospodárskeho výhľadu. Analýza celkovo naznačuje, že v Spojených štátoch, i) riziko individuálnych príjmov je úzko spojené s výkonnosťou trhu práce a ii) pri poklese sa u niektorých skupín pracovníkov zvyšuje oveľa viac ako u iných. Toto je dôležité na pochopenie spôsobu prenosu hospodárskej politiky a posilňovania makroekonomických šokov. V dôsledku výrazného externého šoku, ktorý nedávno zasiahol ekonomiku eurozóny, sa dá pomocou pretrvávajúcej odolnosti na trhu práce (kapitola 3) vysvetliť, prečo príjmové riziko domácností zatiaľ neposilnilo makroekonomický vplyv tohto šoku.

[36] Krebs, T., Job Displacement Risk and the Cost of Business Cycles, *American Economic Review*, Vol. 97, No 3, June 2007, pp. 664-686.

6 Ako zisk formuje domáce cenové tlaky v eurozóne

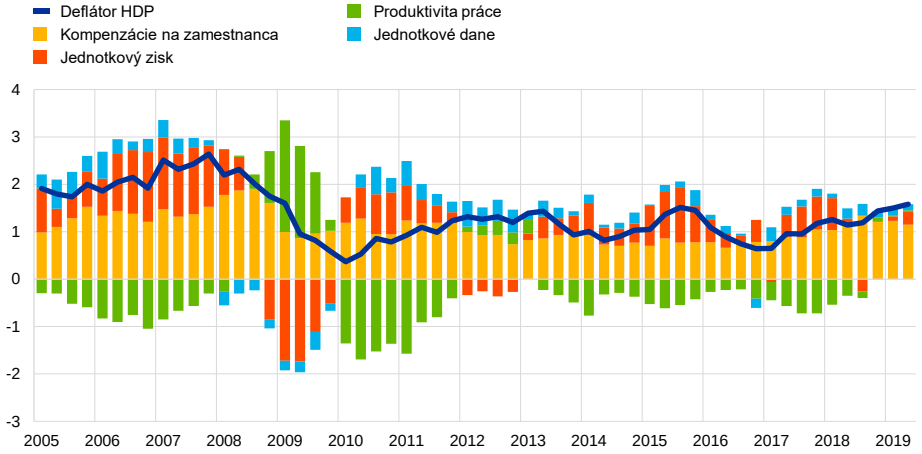
Elke Hahn

Zisk môže tvoriť významnú časť domácej tvorby cien a ovplyvniť premietnutie zmien nákladov do konečných cien. V národných účtoch je široký ukazovateľ zisku, hrubý prevádzkový prebytok, na základe ktorého môžeme zistiť, akú úlohu zohráva zisk pre domáce cenové tlaky merané v deflátore HDP. Graf A zobrazuje túto úlohu z hľadiska pohybu jednotkového zisku, teda hrubého prevádzkového prebytku vydeleného reálnym HDP, čo je meradlo ziskových marží použitých v tomto boxe. Jednotkový zisk predstavoval zhruba jednu tretinu nárastu deflátora HDP eurozóny za posledné dve desaťročia. Tento box ukazuje, ako zisk nedávno ovplyvnil domáce cenové tlaky v eurozóne. Vysvetľuje, ktoré faktory sú hlavnými hnacími silami pohybu ziskových marží a rozoberá, akým spôsobom pravdepodobne prispeli k ich nedávnemu vývoju.

Graf A

Deflátor HDP a príspevky

(ročná percentuálna zmena, príspevky k ročnej percentuálnej zmene v p.b., štvrťročné údaje)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Príspevok kompenzácií na zamestnanca spolu s príspevkom produktivity práce predstavujú príspevok jednotkových nákladov práce. Posledné údaje sú za druhý štvrťrok 2019.

Príspevok jednotkového zisku k domácim nákladovým tlakom sa v roku 2018 znížil a mierne posilnil, ale v prvej polovici roku 2019 zostal na nízkej úrovni. Rast jednotkového zisku sa zreteľne oslabil v priebehu roka 2018, t. j. v období, keď sa rast miezd (meraný ako kompenzácie na zamestnanca) a rast jednotkových nákladov práce výrazne zrýchlil, čím zmiernil tempo zvyšovania miery rastu deflátora HDP (graf A). V prvej polovici roku 2019 bol rast jednotkového zisku mierne pozitívny a podporil postupné ďalšie zvyšovanie miery rastu deflátora HDP. Na agregovanej úrovni existujú dva hlavné hnacie faktory, ktoré sú zvyčajne zodpovedné za pohyby v príspevku jednotkového zisku: hospodársky cyklus a obchodné podmienky.

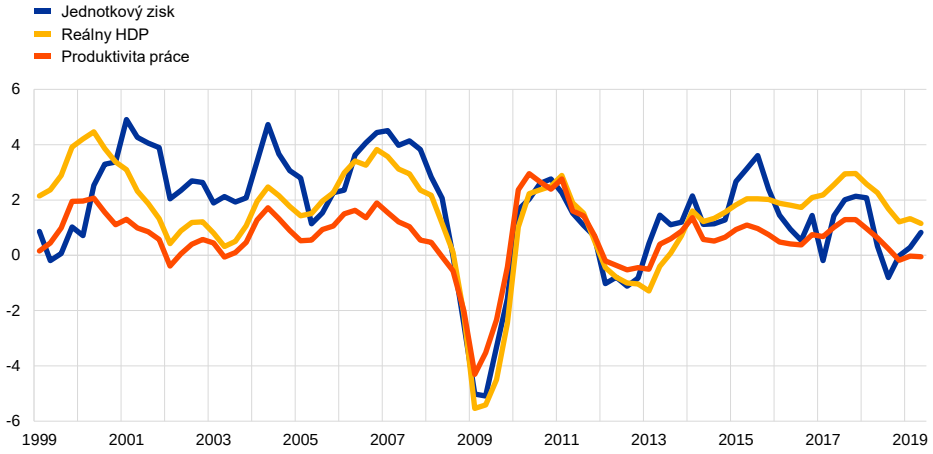
Empiricky sa zistilo, že ziskové marže sa pohybujú spolu s vývojom hospodárskej aktivity (graf B). Pri jej poklese sa jednotkové náklady práce zvyčajne zvyšujú, keďže zmluvne stanovené mzdy reagujú na pokles iba s určitým oneskorením, zatiaľ čo produktivita práce klesá okamžite vzhľadom na to, že

produkcia (output) reaguje na pokles rýchlejšie než zamestnanosť. Keďže horšia hospodárska situácia obmedzuje priestor na vykompenzovanie zvyšovania cien, pri poklese dochádza k stlačeniu ziskových marží, pričom v období rastu je to naopak. Ziskové marže teda vykazujú silnú pozitívnu reakciu na vývoj reálneho HDP a produktivity práce ako všeobecných cyklických ukazovateľov. Graf B ukazuje, že k takémuto spoločnému pohybu došlo aj v roku 2018, keď sa rast jednotkového zisku oslabil spolu so spomalením rastu reálneho HDP a produktivity práce. V prvej polovici roku 2019 sa zhoršovanie všetkých troch ukazovateľov zastavilo, zatiaľ čo rast jednotkového zisku sa už začal postupne posilňovať, čo odráža vplyv iných faktorov, než je cyklus.

Graf B

Jednotkový zisk, HDP a produktivita práce

(ročná percentuálna zmena, štvrťročné údaje)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú za druhý štvrťrok 2019.

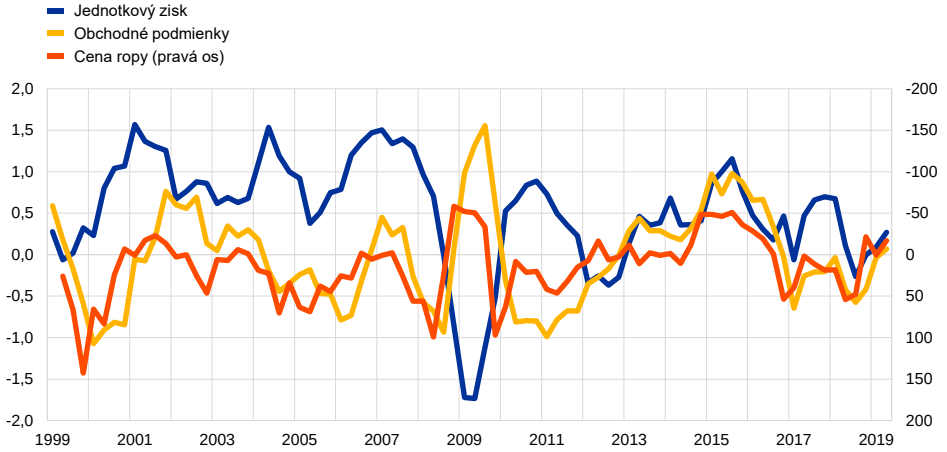
Ziskové marže niekedy tiež úzko súvisia s vývojom obchodných podmienok, najmä ak sa tieto podmienky výrazne zmenia (graf C). Dá sa odsledovať, z akých zdrojov takéto zmeny vyplývajú. Zlepšenie obchodných podmienok súvisiacich s poklesom cien dovážaných vstupných zdrojov, ako je ropa, môže mať pozitívny dopad na ziskové marže, ak podniky znížia svoje predajné ceny o menej, ako sa znížia ich vstupné náklady. Zdá sa, že tak to bolo v období od polovice roku 2014 do začiatku roku 2016. Zmeny vývozných cien spojené so znehodnotením výmenného kurzu eura môžu byť pre ziskové marže prínosom, ak vývozcovia uvedú svoje výrobky na trh a ponechajú svoje vývozné ceny v cudzej mene nezmenené. Vývoj obchodných podmienok môže byť navyše ovplyvnený aj vývojom relatívnych cien medzi domácou a zahraničnou ekonomikou, ak sa premietajú aj do dynamiky vývozných a dovozných cien. V tejto súvislosti by silnejší relatívny vývoj cien v domácom než v zahraničnom hospodárstve mohol priniesť zlepšenie obchodných podmienok s pozitívnym dopadom na ziskové marže. V roku 2018 obchodné podmienky zjavne ovplyvnili ziskové marže, a to najmä v dôsledku zvýšenia cien ropy. Ceny ropy sa však od konca roku 2018 znížili, čo viedlo k zlepšeniu obchodných podmienok. To pravdepodobne podporilo rast jednotkového zisku, a tým prispelo k ich

priaznivejšiemu vývoju v porovnaní s vývojom cyklických ukazovateľov v prvej polovici roku 2019.[37]

Graf C

Jednotkový zisk, obchodné podmienky a ceny ropy

(príspevky k deflátoru HDP v p.b., ročná percentuálna zmena, štvrťročné údaje)



Zdroj: Eurostat, Bloomberg a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú za druhý štvrťrok 2019.

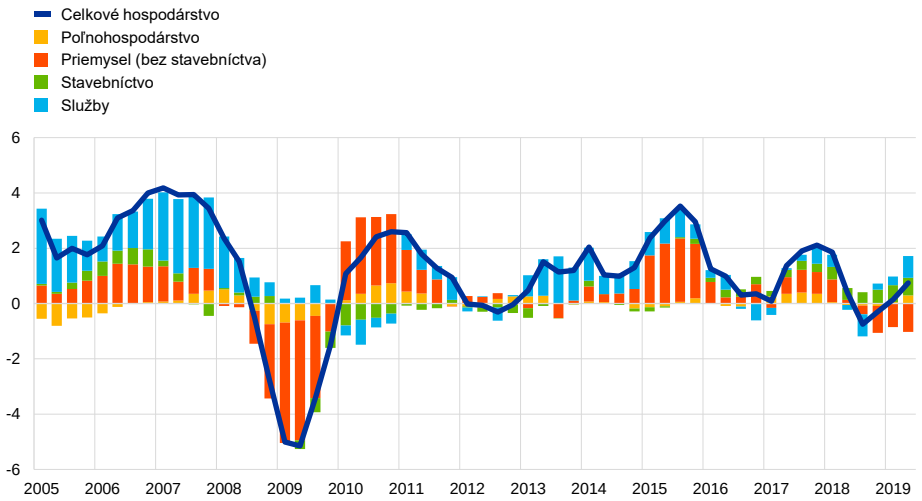
Vývoj jednotkového zisku v jednotlivých sektoroch potvrdzuje, že k jeho oslabeniu v roku 2018 došlo najmä v sektoroch, ktoré sú citlivé na hospodársky cyklus, zatiaľ čo postupné posilňovanie jednotkového zisku v prvej polovici roku 2019 odrážalo vývoj v sektoroch, ktoré sú na hospodársky cyklus menej citlivé (graf D). Procyklický vplyv na jednotkový zisk je zreteľný najmä v priemyselnom sektore (okrem stavebníctva), ktorý je silne vystavený vývoju v obchode a ktorý tak v dôsledku zhoršenia globálneho prostredia a hospodárskeho cyklu eurozóny od konca roku 2017 najviac utrpel. Zhoršenie obchodných podmienok spolu so zvýšením cien ropy v priebehu roka 2018 pravdepodobne prispelo k zmierneniu ziskových marží v roku 2018, najmä v sektoroch, ako je doprava (súčasť sektora služieb), pričom následný pokles cien ropy mohol rovnako podporiť ich zvýšenie. Zároveň sa počas celého obdobia lepšie vyvíjali ziskové marže v sektoroch viac orientovaných na domáci trh, ako je napríklad stavebníctvo, čo je tiež dôsledkom veľmi priaznivých podmienok financovania.

[37] Ďalším faktorom, ktorý prispel k zvýšeniu rastu jednotkového zisku v prvej polovici roku 2019, je zavedenie fiškálneho opatrenia vo Francúzsku v roku 2019. Toto fiškálne opatrenie spočíva v konverzii daňového bonusu (CICE) na trvalé zníženie príspevkov zamestnávateľa do systému sociálneho zabezpečenia, čím sa znížil rast kompenzácií na zamestnanca, ale jednotkový zisk sa zvýšil.

Graf D

Vývoj jednotkového zisku a príspevky hospodárskych sektorov

(ročná percentuálna zmena, príspevky k ročnej percentuálnej zmene, štvrťročné údaje)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Pri rozčlenení rastu jednotkového zisku podľa hospodárskych sektorov sa jednotkový zisk vypočíta na základe pridanej hodnoty. Posledné údaje sú za druhý štvrťrok 2019.

Na záver možno povedať, že agregované ziskové marže sa v priebehu roka 2018 oslabili a utlmili rast domácich cenových tlakov v eurozóne, no v prvej polovici roka 2019 sa začali postupne zvyšovať. Pokles ziskových marží v roku 2018 bol reakciou na nedávne spomalenie hospodárstva a na zhoršenie obchodných podmienok súvisiacich s cenami ropy v danom roku.[38] Táto úprava priniesla čiastočné utlmenie zaznamenaného zvýšenia nákladov práce a vytvára obraz obmedzeného prenosu vývoja miezd na ceny. V prvej polovici roku 2019 došlo k oživeniu ziskových marží, čo bolo okrem iného odrazom zlepšenia obchodných podmienok v súvislosti s nižšími cenami ropy. V nadchádzajúcom období by sa mali ziskové marže zvýšiť spolu s postupným rastom hospodárskej aktivity predpokladaným v septembrových makroekonomických projekciách odborníkov ECB.

[38] Ekonometrické dôkazy naznačujú, že pokles miery rastu jednotkových ziskov v roku 2018 bol vo veľkej miere spôsobený zahraničným dopytom, ponukou ropy a šokmi zo zvyšovania miezd (prejav Philipa R. Lane, „The Phillips Curve at the ECB“, *London School of Economics*, 4 September 2019).

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):	http://sdw.ecb.europa.eu/
Údaje zo štatistickej časti Ekonomického bulletinu sú dostupné v databáze SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813
V databáze SDW sa nachádza aj podrobný Štatistický bulletin ECB:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045
Vysvetlenie metodologických postupov je v časti Všeobecné poznámky Štatistického bulletinu ECB:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023
Informácie o výpočtoch sú v časti Technické poznámky Štatistického bulletinu ECB:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022
Vysvetlenie jednotlivých pojmov a skratiek je v štatistickom glosári ECB:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

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

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):	http://sdw.ecb.europa.eu/
Údaje zo štatistickej časti Ekonomického bulletinu sú dostupné v databáze SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813
V databáze SDW sa nachádza aj podrobný Štatistický bulletin ECB:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045
Vysvetlenie metodologických postupov je v časti Všeobecné poznámky Štatistického bulletinu ECB:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023
Informácie o výpočtoch sú v časti Technické poznámky Štatistického bulletinu ECB:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022
Vysvetlenie jednotlivých pojmov a skratiek je v štatistickom glosári ECB:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Značky a skratky použité v tabuľkách

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

1 Vonkajšie prostredie

1.1 Hlavní obchodní partneri, HDP a CPI

	HDP[1] (percentuálna zmena medzi obdobiami)						CPI (ročná percentuálna zmena)						
	G20	Spojené štáty	Spojené kráľovstvo	Japonsko	Čína	Informatívna položka: eurozóna	Krajiny OECD		Spojené štáty	Spojené kráľovstvo (HICP)	Japonsko	Čína	Informatívna položka: eurozóna[2] (HICP)
							Spolu	bez potravín a energií					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	3,3	1,6	1,8	0,6	6,7	1,9	1,1	1,9	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,8	2,4	1,8	1,9	6,8	2,5	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,7	2,9	1,4	0,8	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2018 Q3	0,8	0,7	0,7	-0,5	1,6	0,2	2,9	2,2	2,6	2,5	1,1	2,3	2,1
Q4	0,7	0,3	0,2	0,4	1,5	0,3	2,8	2,3	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
2019 Q1	0,8	0,8	0,5	0,5	1,4	0,4	2,2	2,2	1,6	1,9	0,3	1,8	1,4
Q2	.	0,5	-0,2	0,3	1,6	0,2	2,3	2,2	1,8	.	0,8	2,6	1,4
2019 Mar.	-	-	-	-	-	-	2,3	2,1	1,9	1,9	0,5	2,3	1,4
Apr.	-	-	-	-	-	-	2,5	2,2	2,0	2,1	0,9	2,5	1,7
Máj	-	-	-	-	-	-	2,3	2,1	1,8	2,0	0,7	2,7	1,2
Jún	-	-	-	-	-	-	2,0	2,2	1,6	2,0	0,7	2,7	1,3
Júl	-	-	-	-	-	-	.	.	1,8	2,1	0,5	2,8	1,0
Aug.[3]	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	1,0

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

	Prieskum nákupných manažérov (difúzne indexy; s. o.)									Merchanting – dovoz tovaru[1]		
	Kompozitný index nákupných manažérov						Globálny index nákupných manažérov[2]					
	Globál[2]	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
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,7	52,0	50,1	1,1	1,4	0,9
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,8	3,1	7,7
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,9	4,4	3,1	5,2
2018 Q3	53,1	54,8	53,9	51,5	52,1	54,3	52,6	53,2	49,8	1,7	0,5	2,4
Q4	53,1	54,7	51,4	52,3	51,5	52,3	52,0	53,5	49,9	-0,9	1,6	-2,4
2019 Q1	52,8	54,8	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	-0,7	-0,2	-1,1
Q2	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,8	49,4	-0,6	-1,4	-0,1
2019 Mar.	53,1	54,6	50,0	50,4	52,9	51,6	50,9	53,8	49,7	-0,7	-0,2	-1,1
Apr.	52,3	53,0	50,9	50,8	52,7	51,5	51,1	52,7	49,6	0,0	-1,2	0,8
Máj	51,0	50,9	50,9	50,7	51,5	51,8	50,3	51,3	49,4	0,5	-0,9	1,3
Jún	51,0	51,5	49,7	50,8	50,6	52,2	49,6	51,5	49,2	-0,6	-1,4	-0,1
Júl	51,7	52,6	50,7	50,6	50,9	51,5	49,9	52,3	49,0	.	.	.
Aug.	51,1	50,7	50,2	51,9	51,6	51,9	50,5	51,3	47,8	.	.	.

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 štvrťročné 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[1)]					Spojené štáty	Japonsko
	Jednodňové vklady (EONIA)	1-mesačné vklady (EURIBOR)	3-mesačné vklady (EURIBOR)	6-mesačné vklady (EURIBOR)	12-mesačné vklady (EURIBOR)	3-mesačné vklady (LIBOR)	3-mesačné vklady (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
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	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019 Feb.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,68	-0,08
Mar.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,61	-0,07
Apr.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,59	-0,06
Máj	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,53	-0,07
Jún	-0,36	-0,38	-0,33	-0,28	-0,19	2,40	-0,07
Júl	-0,37	-0,40	-0,36	-0,35	-0,28	2,29	-0,07
Aug.	-0,36	-0,41	-0,41	-0,40	-0,36	2,16	-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[1),2)]					Eurozóna[1), 2)]	Spojené štáty	Spojené kráľovstvo	Eurozóna[1), 2)]			
	3-mesačná	1-ročná	2-ročná	5-ročná	10-ročná	10-ročná – 1-ročná	10-ročná – 1-ročná	10-ročná – 1-ročná	1-ročná	2-ročná	5-ročná	10-ročná
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019 Feb.	-0,57	-0,57	-0,54	-0,28	0,23	0,80	0,17	0,49	-0,56	-0,44	0,27	1,06
Mar.	-0,57	-0,61	-0,62	-0,45	-0,01	0,60	0,00	0,35	-0,64	-0,59	-0,02	0,75
Apr.	-0,56	-0,60	-0,59	-0,39	0,08	0,67	0,12	0,43	-0,62	-0,54	0,08	0,88
Máj	-0,57	-0,64	-0,69	-0,56	-0,13	0,51	-0,08	0,24	-0,72	-0,72	-0,17	0,64
Jún	-0,60	-0,69	-0,75	-0,64	-0,26	0,43	0,07	0,14	-0,78	-0,79	-0,29	0,44
Júl	-0,67	-0,74	-0,79	-0,72	-0,39	0,35	0,02	0,09	-0,82	-0,84	-0,45	0,25
Aug.	-0,84	-0,88	-0,93	-0,92	-0,65	0,23	-0,27	0,03	-0,94	-1,00	-0,73	-0,12

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	Spotrebný tovar	Ropa a plyn	Finančný sektor	Priemysel	Techno-lógie	Sieťové odvetvia	Teleko-munikácie	Zdravot-níctvo	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	375,5	3 386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2 746,2	22 310,7
2019 Feb.	355,0	3 223,1	699,4	266,4	667,5	329,9	152,9	598,9	480,6	301,7	285,8	743,0	2 754,9	21 123,6
Mar.	365,7	3 332,9	718,3	272,1	692,2	339,9	157,6	621,0	493,4	307,8	297,0	755,1	2 804,0	21 414,9
Apr.	379,0	3 458,8	750,9	277,8	731,0	341,6	163,8	652,7	522,5	311,9	296,9	749,6	2 903,8	21 964,9
Máj	369,4	3 385,4	710,2	267,4	721,6	324,7	157,0	643,9	519,6	312,0	290,9	732,7	2 854,7	21 218,4
Jún	369,7	3 406,0	722,6	264,9	728,5	323,2	152,0	652,3	517,5	323,9	296,6	734,0	2 890,2	21 060,2
Júl	380,0	3 507,8	739,6	271,8	752,7	329,3	155,8	666,2	548,2	326,4	292,2	769,2	2 996,1	21 593,7
Aug.	363,6	3 355,3	704,2	262,0	722,8	303,0	144,1	639,4	523,4	325,7	281,9	778,9	2 897,5	20 629,7

Zdroj: ECB.

2 Finančný vývoj

2.4 Úrokové miery PFI z úverov domácnostiam a z vkladov domácností (nové obchody)[1), 2)]

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

	Vklady				Revolvingové úvery a prečerpania	Poskytnuté úvery z kreditných kariet	Spotrebiteľské úvery			Úvery podnikom s jedným vlastníkom a partnerstvám nezapísaným v obchodnom registri	Úvery na bývanie					
	splatné na požiadanie	splatné na požiadanie do 3 mesiacov	s dohodnutou splatnosťou:				podľa začiatočného obdobia fixácie sadzby		RPMP[3)]		podľa začiatočného obdobia fixácie sadzby				RPMP[3)]	Kompozitný indikátor nákladov na požičiavanie
			do 2 rokov	nad 2 roky			pohyblivá sadzba do 1 roka	nad 1 rok			pohyblivá sadzba do 1 roka	nad 2 a do 5 rokov	nad 5 a do 10 rokov	nad 10 rokov		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2018 Aug.	0,03	0,45	0,30	0,64	6,01	16,78	5,44	5,88	6,41	2,38	1,63	1,82	1,92	1,85	2,11	1,81
Sep.	0,03	0,45	0,30	0,69	6,04	16,71	5,30	5,74	6,27	2,33	1,60	1,81	1,91	1,85	2,08	1,79
Okt.	0,03	0,45	0,29	0,73	5,97	16,73	5,06	5,71	6,23	2,45	1,60	1,80	1,91	1,86	2,09	1,80
Nov.	0,04	0,44	0,29	0,73	5,93	16,67	4,94	5,68	6,18	2,37	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81
Dec.	0,03	0,43	0,30	0,78	5,87	16,68	4,92	5,47	5,98	2,27	1,61	1,80	1,91	1,84	2,10	1,80
2019 Jan.	0,03	0,42	0,33	0,74	5,92	16,63	5,32	5,83	6,34	2,36	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82
Feb.	0,03	0,42	0,32	0,70	5,97	16,61	5,28	5,71	6,28	2,41	1,59	1,84	1,87	1,84	2,09	1,80
Mar.	0,03	0,40	0,30	0,76	5,90	16,65	5,41	5,61	6,18	2,36	1,60	1,80	1,83	1,81	2,06	1,78
Apr.	0,03	0,40	0,32	0,75	5,88	16,66	5,56	5,63	6,19	2,36	1,60	1,77	1,77	1,77	2,02	1,75
Máj	0,03	0,43	0,31	0,79	5,81	16,67	5,61	5,76	6,34	2,33	1,58	1,79	1,73	1,74	1,99	1,72
Jún	0,03	0,43	0,32	0,82	5,81	16,63	5,43	5,67	6,24	2,31	1,56	1,73	1,67	1,65	1,95	1,67
Júl[(p)]	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,58	5,74	5,73	6,30	2,34	1,56	1,71	1,59	1,57	1,90	1,61

Zdroj: ECB.
1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.
2) Vrátane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.
3) Ročná percentuálna miera poplatku (RPMP).

2.5 Úrokové miery PFI z úverov nefinančným korporáciám a z vkladov nefinančných korporácií (nové obchody)[1), 2)]

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

	Vklady			Revolvingové úvery a prečerpania	Ostatné úvery podľa veľkosti a začiatočného obdobia fixácie sadzby									Kompozitný indikátor nákladov na požičiavanie
	splatné na požiadanie	s dohodnutou splatnosťou:			do 0,25 mil. EUR			nad 0,25 mil. EUR a do 1 mil. EUR			nad 1 mil. EUR			
		do 2 rokov	nad 2 roky		pohyblivá sadzba do 3 mesiacov	nad 3 mesiace a do 1 roka	nad 1 rok	pohyblivá sadzba do 3 mesiacov	nad 3 mesiace a do 1 roka	nad 1 rok	pohyblivá sadzba do 3 mesiacov	nad 3 mesiace a do 1 roka	nad 1 rok	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018 Aug.	0,03	0,08	0,61	2,25	2,19	2,43	2,32	1,67	1,63	1,73	1,10	1,27	1,69	1,63
Sep.	0,03	0,08	0,44	2,22	2,21	2,35	2,31	1,65	1,54	1,67	1,13	1,40	1,69	1,65
Okt.	0,03	0,06	0,52	2,22	2,13	2,43	2,33	1,66	1,60	1,69	1,23	1,10	1,66	1,64
Nov.	0,03	0,06	0,63	2,19	2,19	2,40	2,34	1,67	1,60	1,67	1,20	1,35	1,69	1,66
Dec.	0,03	0,07	0,53	2,18	2,20	2,29	2,25	1,60	1,59	1,67	1,21	1,39	1,59	1,63
2019 Jan.	0,03	0,05	0,54	2,22	2,15	2,40	2,32	1,67	1,62	1,72	1,13	1,30	1,61	1,63
Feb.	0,03	0,03	0,52	2,21	2,15	2,41	2,33	1,65	1,63	1,70	1,13	1,39	1,56	1,64
Mar.	0,03	0,07	0,62	2,17	2,17	2,38	2,30	1,66	1,58	1,68	1,19	1,36	1,57	1,65
Apr.	0,03	0,06	0,54	2,19	2,19	2,36	2,26	1,67	1,60	1,64	1,16	1,33	1,44	1,62
Máj	0,03	0,04	0,46	2,15	2,18	2,38	2,29	1,66	1,59	1,63	1,09	1,16	1,50	1,57
Jún	0,03	0,03	0,56	2,17	2,13	2,33	2,25	1,63	1,55	1,56	1,09	1,28	1,39	1,55
Júl[(p)]	0,03	0,04	0,58	2,11	2,06	2,49	2,19	1,65	1,56	1,54	1,16	1,32	1,39	1,56

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)

	Stav							Hrubé emisie[1]						
	Spolu	PFI (vrátane Eurosystému)	Korporácie iné ako PFI			Verejná správa		Spolu	PFI (vrátane Eurosystému)	Korporácie iné ako PFI			Verejná správa	
			Finančné korporácie		Nefinančné korporácie	Ústredná štátna správa	Ostatná verejná správa			Finančné korporácie		Nefinančné korporácie	Ústredná štátna správa	Ostatná verejná správa
			iné ako PFI	FVC						iné ako PFI	FVC			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Krátkodobé													
2016	1 241	518	135	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1 240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1 222	505	174	.	72	424	47	388	171	65	.	41	76	35
2019 Feb.	1 277	539	170	.	94	419	55	392	189	74	.	42	63	24
Mar.	1 331	564	178	.	98	435	55	431	186	81	.	44	79	40
Apr.	1 319	562	169	.	109	418	61	421	195	68	.	53	58	47
Máj	1 338	574	169	.	115	422	59	443	196	70	.	56	83	37
Jún	1 303	557	162	.	100	428	56	370	152	68	.	45	71	35
Júl	1 332	576	167	.	109	424	57	455	204	74	.	55	76	45
	Dlhodobé													
2016	15 379	3 695	3 174	.	1 184	6 684	641	220	62	53	.	19	78	8
2017	15 360	3 560	3 050	.	1 243	6 865	642	247	66	73	.	18	83	7
2018	15 753	3 687	3 151	.	1 267	7 022	626	228	64	68	.	16	75	6
2019 Feb.	15 956	3 749	3 175	.	1 276	7 125	632	300	104	56	.	14	115	11
Mar.	16 024	3 754	3 201	.	1 301	7 127	641	269	76	63	.	25	88	17
Apr.	15 999	3 746	3 183	.	1 307	7 122	641	233	55	68	.	19	84	8
Máj	16 061	3 766	3 202	.	1 306	7 153	635	247	62	80	.	13	86	7
Jún	16 109	3 766	3 222	.	1 313	7 175	633	242	61	74	.	22	80	5
Júl	16 184	3 788	3 254	.	1 324	7 183	636	250	70	70	.	25	76	8

Zdroj: ECB.
1) Z dôvodu porovnateľnosti 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)

	Dlhové cenné papiere							Kótované akcie			
	Spolu	PFI (vrátane Eurosystému)	Korporácie iné ako PFI			Verejná správa		Spolu	PFI	Finančné korporácie iné ako PFI	Nefinančné korporácie
			Finančné korporácie		Nefinančné korporácie	Ústredná štátna správa	Ostatná verejná správa				
			iné ako PFI	FVC							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Stav										
2016	16 620,2	4 213,2	3 309,9	.	1 243,5	7 149,9	703,7	7 089,5	537,6	1 080,2	5 471,6
2017	16 600,8	4 079,3	3 205,3	.	1 312,6	7 303,6	699,9	7 954,7	612,5	1 249,6	6 092,6
2018	16 975,2	4 191,4	3 325,4	.	1 339,7	7 446,0	672,7	7 027,2	465,1	1 099,4	5 462,7
2019 Feb.	17 233,2	4 287,1	3 344,7	.	1 370,8	7 544,0	686,5	7 716,0	518,7	1 225,2	5 972,1
Mar.	17 354,9	4 318,0	3 379,3	.	1 399,5	7 562,4	695,7	7 761,2	495,8	1 230,9	6 034,5
Apr.	17 318,1	4 308,1	3 351,6	.	1 415,7	7 540,5	702,3	8 090,6	537,0	1 281,8	6 271,8
Máj	17 399,4	4 339,3	3 370,9	.	1 421,0	7 574,4	693,8	7 586,8	470,9	1 208,1	5 907,8
Jún	17 411,4	4 322,8	3 383,8	.	1 413,7	7 602,7	688,4	7 940,6	493,3	1 246,0	6 201,3
Júl	17 516,6	4 363,8	3 420,9	.	1 433,3	7 606,2	692,4	7 980,5	484,0	1 252,8	6 243,7
	Miera rastu										
2016	0,3	-3,0	-1,2	.	6,2	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	0,1	.	5,9	2,3	0,5	1,0	6,1	2,8	0,2
2018	1,9	1,7	3,1	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	-0,1	2,4	0,4
2019 Feb.	2,7	3,0	2,6	.	4,6	2,5	-1,6	0,5	-0,1	2,1	0,3
Mar.	2,5	3,0	3,0	.	3,6	2,1	0,0	0,4	-0,2	1,7	0,2
Apr.	2,3	2,9	1,6	.	4,0	2,1	0,7	0,0	-0,2	-0,1	0,1
Máj	2,6	3,9	2,0	.	3,7	2,1	0,6	0,0	-0,2	-0,2	0,0
Jún	2,8	4,4	1,8	.	4,4	2,3	1,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Júl	2,9	5,1	1,9	.	4,7	2,0	1,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1

Zdroj: ECB.

2 Finančný vývoj

2.8 Efektívne výmenné kurzy[1)]
(priemer za obdobie; index: 1999 Q1 = 100)

	EER-19						EER-38	
	Nominálny	Reálny CPI	Reálny PPI	Reálny deflátor HDP	Reálny ULCM[3)]	Reálny ULCT	Nominálny	Reálny CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2016	94,4	89,5	90,8	85,1	79,0	89,3	109,7	88,9
2017	96,6	91,4	91,9	86,0	78,3	89,8	112,0	90,0
2018	98,9	93,4	93,4	87,5	79,3	90,9	117,9	93,8
2018 Q3	99,2	93,7	93,4	87,7	79,3	91,3	119,2	94,8
Q4	98,5	93,0	92,9	87,1	79,1	90,4	118,4	93,8
2019 Q1	97,4	91,7	92,1	85,9	78,6	89,1	116,7	92,1
Q2	97,3	91,4	91,6	.	.	.	116,8	91,9
2019 Mar.	96,9	91,1	91,5	-	-	-	116,2	91,6
Apr.	96,7	91,0	91,3	-	-	-	116,1	91,4
Máj	97,4	91,4	91,8	-	-	-	117,0	91,9
Jún	97,9	91,9	91,9	-	-	-	117,4	92,2
Júl	97,5	91,4	91,1	-	-	-	116,5	91,4
Aug.	98,1	91,9	91,4	-	-	-	117,6	92,1
Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu mesiacu								
2019 Aug.	0,7	0,6	0,4	-	-	-	0,9	0,8
Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu roku								
2019 Aug.	-0,8	-1,6	-1,9	-	-	-	-1,2	-2,7

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 národnej meny voči euru)

	Čínske renminbi	Chorvátska kuna	Česká koruna	Dánska koruna	Maďarský forint	Japonský jen	Poľský zlotý	Libra šterlingov	Rumunský lei	Švédska koruna	Švajčiarsky frank	Americký dolár
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2018 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
Q4	7,895	7,420	25,864	7,462	322,995	128,816	4,299	0,887	4,6605	10,320	1,137	1,141
2019 Q1	7,663	7,422	25,683	7,464	317,907	125,083	4,302	0,873	4,7358	10,419	1,132	1,136
Q2	7,672	7,418	25,686	7,467	322,973	123,471	4,282	0,875	4,7480	10,619	1,126	1,124
2019 Mar.	7,587	7,421	25,676	7,462	315,924	125,674	4,297	0,858	4,7546	10,500	1,131	1,130
Apr.	7,549	7,428	25,677	7,465	321,181	125,436	4,286	0,862	4,7584	10,482	1,132	1,124
Máj	7,674	7,419	25,768	7,468	324,978	122,948	4,296	0,872	4,7594	10,737	1,130	1,118
Jún	7,794	7,408	25,605	7,467	322,559	122,081	4,264	0,891	4,7250	10,626	1,117	1,129
Júl	7,715	7,390	25,548	7,466	325,269	121,406	4,260	0,899	4,7286	10,560	1,108	1,122
Aug.	7,858	7,390	25,802	7,460	326,906	118,179	4,347	0,916	4,7280	10,736	1,089	1,113
Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu mesiacu												
2019 Aug.	1,9	0,0	1,0	-0,1	0,5	-2,7	2,0	1,8	0,0	1,7	-1,7	-0,8
Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu roku												
2019 Aug.	-0,6	-0,5	0,5	0,1	1,2	-7,8	1,4	2,1	1,8	2,6	-4,6	-3,7

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[1]			Priame investície		Portfóliové investície		Čisté finančné deriváty	Ostatné investície		Rezervné aktíva	Informatívna položka: hrubý zahraničný dlh
	Aktíva	Pasíva	Saldo	Aktíva	Pasíva	Aktíva	Pasíva		Aktíva	Pasíva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Stav (medzinárodná investičná pozícia)												
2018 Q2	25 683,4	26 256,5	-573,2	10 999,6	9 039,5	8 752,4	10 907,1	-96,6	5 337,9	6 309,9	690,0	14 294,7
Q3	25 848,2	26 265,3	-417,1	10 967,4	8 923,6	8 891,9	10 984,8	-80,1	5 395,1	6 356,9	673,9	14 343,2
Q4	25 145,7	25 478,1	-332,4	10 679,9	8 813,7	8 481,9	10 369,2	-94,5	5 359,4	6 295,2	719,1	14 054,3
2019 Q1	26 292,8	26 450,1	-157,3	10 900,8	8 851,1	9 091,7	11 127,4	-100,1	5 659,2	6 471,6	741,1	14 431,9
Stav v % HDP												
2019 Q1	226,3	227,6	-1,4	93,8	76,2	78,2	95,8	-0,9	48,7	55,7	6,4	124,2
Transakcie												
2018 Q3	26,5	-58,8	85,3	-110,6	-93,6	39,0	-9,5	34,9	62,0	44,3	1,3	-
Q4	-379,3	-447,2	67,8	-269,6	-182,3	-35,4	-143,7	29,9	-110,0	-121,2	5,8	-
2019 Q1	337,3	279,8	57,5	79,7	27,7	52,9	142,3	6,6	195,4	109,7	2,7	-
Q2	172,3	103,4	68,9	-15,8	2,1	1,5	53,1	13,1	170,7	48,2	2,8	-
2019 Jan.	293,8	291,1	2,6	53,7	38,9	38,3	59,9	1,0	203,5	192,4	-2,7	-
Feb.	-2,6	-5,4	2,8	20,6	7,8	-0,8	23,0	-1,1	-21,6	-36,2	0,2	-
Mar.	46,2	-5,9	52,1	5,4	-18,9	15,3	59,5	6,8	13,5	-46,4	5,2	-
Apr.	166,3	189,6	-23,3	29,0	73,7	9,4	-8,6	3,1	121,7	124,5	3,2	-
Máj	86,8	45,9	40,9	12,8	-4,2	-0,2	58,3	2,2	70,2	-8,1	1,8	-
Jún	-80,8	-132,1	51,3	-57,6	-67,4	-7,7	3,5	7,8	-21,1	-68,2	-2,2	-
12-mesačné kumulované transakcie												
2019 Jún	156,8	-122,7	279,5	-316,3	-246,1	58,0	42,3	84,4	318,2	81,1	12,6	-
12-mesačné kumulované transakcie v % HDP												
2019 Jún	1,3	-1,0	2,4	-2,7	-2,1	0,5	0,4	0,7	2,7	0,7	0,1	-

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

3 Hospodárska aktivita

3.1 HDP z hľadiska použitia

(štvrťročné sezónne očistené údaje; neočistené ročné údaje)

	HDP											
	Spolu	Domáci dopyt								Zahraničná bilancia[1]		
		Spolu	Súkromná spotreba	Spotreba verejnej správy	Tvorba hrubého fixného kapitálu				Zmeny zásob[2]	Spolu	Export[1]	Import[1]
						Stavebníctvo spolu	Strojárstvo spolu	Produkty duševného vlastníctva				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Bežné ceny (v mld. EUR)											
2016	10 806,0	10 340,5	5 853,0	2 228,6	2 211,7	1 053,5	686,2	466,4	47,1	465,5	4 938,7	4 473,1
2017	11 183,8	10 702,9	6 025,6	2 292,4	2 325,1	1 116,8	720,2	482,7	59,8	480,9	5 303,1	4 822,2
2018	11 544,0	11 053,2	6 197,9	2 357,4	2 425,8	1 189,5	757,2	473,9	72,0	490,8	5 560,7	5 069,8
2018 Q3	2 893,1	2 777,4	1 554,1	590,8	612,6	300,3	192,0	119,0	19,9	115,8	1 401,6	1 285,8
Q4	2 917,2	2 800,7	1 564,7	595,5	623,4	305,9	192,9	123,3	17,1	116,5	1 415,6	1 299,0
2019 Q1	2 939,5	2 807,5	1 572,9	599,9	627,1	312,5	192,5	120,8	7,6	132,0	1 429,4	1 297,4
Q2	2 959,2	2 829,9	1 583,9	604,9	633,3	314,5	195,3	122,2	7,7	129,3	1 433,5	1 304,2
	v % HDP											
2018	100,0	95,7	53,7	20,4	21,0	10,3	6,6	4,1	0,6	4,3	-	-
	Reťazové indexy (ceny predchádzajúceho roka)											
	medzištvrťročná percentuálna zmena											
2018 Q3	0,2	0,4	0,2	0,2	0,5	0,1	0,8	1,0	-	-	0,4	0,9
Q4	0,3	0,3	0,4	0,4	1,5	1,3	0,5	3,6	-	-	1,0	1,0
2019 Q1	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	1,4	-0,1	-2,3	-	-	0,9	0,4
Q2	0,2	0,3	0,2	0,3	0,5	0,0	1,2	0,9	-	-	0,0	0,2
	ročná percentuálna zmena											
2016	1,9	2,4	2,0	1,8	4,0	2,8	5,9	4,2	-	-	3,0	4,2
2017	2,5	2,1	1,6	1,5	3,5	3,4	4,4	2,5	-	-	5,4	4,8
2018	1,9	1,5	1,4	1,1	2,3	3,3	4,4	-2,9	-	-	3,5	2,8
2018 Q3	1,7	1,8	1,1	0,9	3,4	2,3	4,3	4,7	-	-	3,3	3,8
Q4	1,2	1,8	1,2	1,0	4,0	3,3	2,3	8,8	-	-	1,9	3,3
2019 Q1	1,3	1,4	1,1	1,3	4,0	4,7	3,2	3,6	-	-	3,4	3,8
Q2	1,2	1,2	1,2	1,3	2,8	2,9	2,4	3,2	-	-	2,4	2,6
	príspevky k medzištvrťročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch											
2018 Q3	0,2	0,4	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,2	-	-
Q4	0,3	0,3	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,0	-	-
2019 Q1	0,4	0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,3	-	-
Q2	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	-	-
	príspevky k ročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch											
2016	1,9	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,0	-0,4	-	-
2017	2,5	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,1	0,5	-	-
2018	1,9	1,5	0,7	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,5	-	-
2018 Q3	1,7	1,8	0,6	0,2	0,7	0,2	0,3	0,2	0,3	-0,1	-	-
Q4	1,2	1,7	0,6	0,2	0,8	0,3	0,2	0,3	0,0	-0,5	-	-
2019 Q1	1,3	1,3	0,6	0,3	0,8	0,5	0,2	0,1	-0,4	0,0	-	-
Q2	1,2	1,1	0,6	0,3	0,6	0,3	0,2	0,1	-0,3	0,0	-	-

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.
1) Export a import zahŕňa tovary a služby a týka sa cezhraničného obchodu v rámci eurozóny.
2) Vrátane akvizícií po odpočítaní poskytnutých cenností.

3 Hospodárska aktivita

3.2 Pridaná hodnota podľa odvetví ekonomickej činnosti

(štvrťročné sezónne očistené údaje; neočistené ročné údaje)

	Hrubá pridaná hodnota (základné ceny)											Dane mínus dotácie produktov
	Spolu	Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov	Priemyselná výroba, energetika a sieťové odvetvia	Stavebníctvo	Obchod, doprava, ubytovacie a stravovacie služby	Informácie a komunikácia	Finančníctvo a poisťovníctvo	Nehnuteľnosti	Odborné, obchodné a podporné služby	Verejná správa, vzdelávanie, zdravotníctvo a sociálna práca	Umenie, zábava a ostatné služby	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
						Bežné ceny (v mld. EUR)						
2016	9 694,0	159,3	1 944,5	485,1	1 831,7	449,1	473,6	1 097,2	1 075,0	1 847,5	331,1	1 112,0
2017	10 024,2	174,0	2 008,4	510,0	1 909,8	470,0	466,4	1 121,4	1 128,7	1 897,8	337,8	1 159,6
2018	10 340,0	175,4	2 059,5	546,5	1 968,8	489,5	467,9	1 153,9	1 179,1	1 956,1	343,3	1 203,9
2018 Q3	2 590,6	44,0	516,6	137,7	492,5	122,4	117,3	288,9	295,4	490,0	85,8	302,5
Q4	2 613,5	44,5	516,2	140,9	497,2	124,7	117,7	291,5	299,5	494,8	86,4	303,7
2019 Q1	2 633,2	44,9	518,0	144,6	501,3	125,8	117,9	294,0	302,1	497,5	87,1	306,3
Q2	2 650,7	46,3	515,5	146,4	505,4	127,0	118,0	296,3	305,5	502,2	88,0	308,5
						v % pridanej hodnoty						
2018	100,0	1,7	19,9	5,3	19,0	4,7	4,5	11,2	11,4	18,9	3,3	-
						Reťazové indexy (ceny predchádzajúceho roka)						
						medzištvrťročná percentuálna zmena						
2018 Q3	0,2	-0,8	-0,2	0,7	0,0	1,6	0,7	0,4	0,2	0,3	0,4	0,1
Q4	0,3	0,8	-0,4	1,2	0,5	0,3	0,0	0,3	0,8	0,5	0,3	0,2
2019 Q1	0,5	0,7	0,0	1,5	1,0	1,3	0,0	0,4	0,2	0,1	0,6	0,1
Q2	0,1	0,0	-0,7	0,1	0,1	0,5	0,7	0,4	0,6	0,3	0,1	0,9
						ročná percentuálna zmena						
2016	1,8	-1,4	3,0	1,6	1,9	3,9	-0,8	0,4	2,5	1,6	0,2	2,8
2017	2,5	1,0	3,4	2,5	3,0	4,9	1,3	0,5	4,1	1,6	0,9	2,5
2018	2,0	1,0	1,9	3,5	2,2	4,2	0,7	1,4	3,4	1,0	0,6	1,7
2018 Q3	1,7	0,1	1,3	3,4	1,8	4,8	0,9	1,3	2,7	0,8	0,4	1,8
Q4	1,2	0,0	-0,6	3,5	1,5	3,5	0,4	1,3	2,8	0,9	0,5	1,3
2019 Q1	1,4	0,4	-0,3	4,6	1,9	4,4	0,9	1,2	1,9	1,1	1,1	0,9
Q2	1,1	0,7	-1,3	3,5	1,6	3,8	1,4	1,5	1,9	1,2	1,4	1,3
						príspevky k medzištvrťročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch						
2018 Q3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
Q4	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2019 Q1	0,5	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Q2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
						contributions to annual percentage changes in value added; percentage points						
2016	1,8	0,0	0,6	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017	2,5	0,0	0,7	0,1	0,6	0,2	0,1	0,1	0,5	0,3	0,0	-
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,0	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2018 Q3	1,7	0,0	0,3	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
Q4	1,2	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2019 Q1	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,0	-
Q2	1,1	0,0	-0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

3 Hospodárska aktivita

3.3 Zamestnanosť[1)]

(štvrťročné sezónne očistené údaje; neočistené ročné údaje)

		Podľa postavenia v zamestnaní		Podľa odvetvia ekonomickej činnosti									
	Spolu	Zamestnanci	Samostatne zárobkovo činné osoby	Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov	Priemyselná výroba, energetika a sieťové odvetvia	Stavebníctvo	Obchod, doprava, ubytovacie a stravovacie služby	Informácie a komunikácia	Finančníctvo a poisťovníctvo	Nehnuteľnosti	Odborné, obchodné a podporné služby	Verejná správa, vzdelávanie, zdravotníctvo a sociálna práca	Umenie, zábava a ostatné služby
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Počet zamestnaných osôb													
v % z celkového počtu zamestnaných osôb													
2016	100,0	85,4	14,6	3,2	14,8	5,9	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	13,8	24,2	7,0
2018	100,0	86,0	14,0	3,1	14,7	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	13,9	24,1	6,9
ročná percentuálna zmena													
2016	1,4	1,7	-0,3	-0,3	0,8	0,3	1,5	3,1	-0,5	2,2	2,9	1,3	0,7
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,6	1,2	1,8	1,7	3,1	-1,4	2,1	3,3	1,3	1,0
2018	1,5	1,8	-0,3	-0,4	1,4	2,6	1,5	3,2	-1,0	1,8	2,6	1,2	0,5
2018 Q3	1,4	1,7	-0,2	0,0	1,3	2,7	1,5	3,6	-1,2	1,7	2,4	1,2	0,0
Q4	1,4	1,6	-0,2	-0,3	1,2	3,2	1,5	3,5	-0,7	1,3	1,9	1,2	-0,1
2019 Q1	1,4	1,6	-0,1	0,2	1,2	2,6	1,3	3,9	-0,3	2,1	1,8	1,2	0,3
Q2	1,2	1,5	-0,5	-1,9	0,9	1,7	1,3	3,9	-0,5	1,3	1,5	1,3	1,1
Počet odpracovaných hodín													
v % z celkového počtu odpracovaných hodín													
2016	100,0	80,7	19,3	4,3	15,3	6,6	25,7	3,0	2,6	1,0	13,3	21,9	6,2
2017	100,0	81,1	18,9	4,2	15,3	6,7	25,7	3,0	2,5	1,0	13,5	21,8	6,2
2018	100,0	81,5	18,5	4,2	15,3	6,8	25,7	3,1	2,5	1,0	13,7	21,8	6,1
ročná percentuálna zmena													
2016	1,4	1,9	-0,5	-0,2	1,0	0,4	1,6	3,1	-0,1	2,7	3,1	1,3	0,6
2017	1,2	1,7	-0,9	-1,1	1,0	1,8	1,2	2,9	-2,0	2,2	2,9	0,8	0,4
2018	1,5	1,9	-0,5	0,2	1,2	2,9	1,2	3,0	-1,1	1,9	2,8	1,3	0,3
2018 Q3	1,6	2,0	0,0	0,7	1,1	3,6	1,4	3,6	-1,1	2,1	3,1	1,3	0,3
Q4	1,5	2,0	-0,3	0,0	1,2	3,5	1,4	3,7	-0,4	0,8	2,3	1,4	0,4
2019 Q1	1,7	2,0	0,5	1,2	1,4	3,8	1,6	4,0	-0,1	1,6	2,2	1,3	0,5
Q2	1,0	1,3	-0,5	-1,7	0,6	2,2	1,0	3,4	-1,0	1,5	1,5	1,0	0,8
Počet odpracovaných hodín na zamestnanú osobu													
ročná percentuálna zmena													
2016	0,0	0,2	-0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,4	0,5	0,1	0,0	-0,1
2017	-0,4	-0,3	-0,3	-0,5	-0,2	0,0	-0,5	-0,2	-0,6	0,1	-0,3	-0,5	-0,6
2018	0,0	0,1	-0,2	0,6	-0,2	0,3	-0,3	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	-0,2
2018 Q3	0,2	0,3	0,2	0,7	-0,2	0,9	-0,1	0,1	0,0	0,4	0,7	0,0	0,3
Q4	0,2	0,3	-0,1	0,3	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,4	-0,5	0,3	0,2	0,5
2019 Q1	0,3	0,4	0,5	1,0	0,2	1,2	0,3	0,1	0,3	-0,5	0,3	0,0	0,2
Q2	-0,2	-0,2	0,0	0,2	-0,3	0,4	-0,3	-0,6	-0,5	0,2	0,1	-0,3	-0,3

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[1]	Nezamestnanosť, v % z pracovnej sily[1]	Nezamestnanosť											Miera voľných pracovných miest[2]
			Spolu		Dlhodobá nezamestnanosť v % z pracovnej sily[1]	Podľa veku				Podľa pohlavia				
						Dospelí		Mladí		Muži		Ženy		
			v miliónoch	v % z pracovnej sily		v miliónoch	v % z pracovnej sily	v miliónoch	v % z pracovnej sily	v miliónoch	v % z pracovnej sily	v miliónoch	v % z pracovnej sily	v % z celkového počtu miest
	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		
2016	162,028	4,3	16,258	10,0	5,0	13,294	9,0	2,965	20,9	8,484	9,7	7,774	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,761	9,1	4,4	12,094	8,1	2,667	18,8	7,637	8,7	7,124	9,5	1,9
2018	163,301	3,8	13,393	8,2	3,8	10,964	7,4	2,429	17,0	6,900	7,9	6,493	8,6	2,1
2018 Q3	163,730	3,6	13,144	8,0	3,6	10,744	7,2	2,400	16,8	6,792	7,7	6,352	8,4	2,1
Q4	163,702	3,7	12,970	7,9	3,6	10,596	7,1	2,375	16,5	6,651	7,6	6,319	8,3	2,3
2019 Q1	163,278	3,6	12,690	7,7	3,5	10,371	6,9	2,319	16,1	6,480	7,4	6,209	8,2	2,3
Q2	.	.	12,417	7,6	.	10,166	6,8	2,251	15,6	6,387	7,3	6,029	7,9	2,3
2019 Feb.	-	-	12,713	7,8	-	10,393	7,0	2,320	16,1	6,495	7,4	6,217	8,2	-
Mar.	-	-	12,563	7,7	-	10,264	6,9	2,299	15,9	6,422	7,3	6,141	8,1	-
Apr.	-	-	12,500	7,6	-	10,238	6,8	2,262	15,6	6,421	7,3	6,079	8,0	-
Máj	-	-	12,413	7,6	-	10,153	6,8	2,260	15,6	6,396	7,3	6,017	7,9	-
Jún	-	-	12,338	7,5	-	10,107	6,8	2,231	15,5	6,345	7,2	5,992	7,9	-
Júl	-	-	12,322	7,5	-	10,077	6,7	2,245	15,6	6,332	7,2	5,991	7,9	-

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 štatistika

	Priemyselná produkcia						Produkcia v stavebníctve	Indikátor nových priemyselných objednávok ECB	Maloobchodný predaj				Registrácie nových osobných automobilov
	Spolu (bez stavebníctva)		Hlavné priemyselné skupiny						Spolu	Potraviny nápoje, tabakové výrobky	Ostatné tovary bez potravín	Palivá	
		Priemyselná výroba	Medzispotreba	Kapitálový tovar	Spotrebný tovar	Energie							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
v % z úhrnu za r. 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
ročná percentuálna zmena													
2016	1,6	1,8	1,8	2,0	1,8	0,5	3,0	0,6	1,6	1,0	2,3	1,3	7,2
2017	2,9	3,2	3,4	3,8	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	1,0	5,7
2018	0,9	1,2	0,6	1,8	1,3	-1,5	2,1	2,7	1,6	1,3	1,9	0,6	0,8
2018 Q3	0,5	0,7	-0,3	1,5	1,0	-1,2	2,4	1,6	1,3	1,1	1,5	0,1	3,4
Q4	-1,9	-1,7	-2,1	-2,0	-0,4	-3,6	1,9	-1,0	1,5	1,4	1,7	1,7	-9,4
2019 Q1	-0,5	-0,2	-0,6	-0,5	1,4	-2,7	4,5	-3,2	2,4	1,1	3,5	2,9	-3,6
Q2	-1,4	-1,5	-2,1	-2,8	1,6	0,1	2,0	-3,3	2,0	1,1	2,9	0,5	-1,7
2019 Feb.	-0,2	0,7	-0,5	0,3	3,4	-6,1	6,9	-3,8	3,0	0,9	4,6	2,9	-2,3
Mar.	-0,7	0,2	-0,3	1,1	-0,2	-7,7	5,9	-3,0	2,1	0,6	3,7	1,8	-5,5
Apr.	-0,7	-0,8	-1,1	-2,2	1,9	0,0	3,0	-1,8	2,1	2,3	1,8	1,5	-0,2
Máj	-0,8	-0,8	-2,4	-1,8	3,1	0,4	1,7	-5,0	1,1	-0,3	2,5	-0,9	1,1
Jún	-2,6	-2,8	-2,6	-4,4	-0,1	-0,1	1,0	-3,1	2,8	1,2	4,4	1,0	-5,6
Júl	.	.	.	.	.	.	.	.	2,2	1,3	2,8	2,0	.
medzimesačná percentuálna zmena (s. o.)													
2019 Feb.	0,0	0,5	0,0	0,0	0,6	-3,3	3,1	-1,5	0,7	0,3	1,1	-0,4	-0,1
Mar.	-0,2	-0,2	0,0	0,8	-0,8	-0,8	-0,2	0,1	0,1	0,4	-0,1	-0,6	-3,6
Apr.	-0,5	-0,8	-0,9	-1,9	0,3	1,8	-1,5	0,9	0,2	0,0	0,4	-0,2	4,8
Máj	0,8	0,8	-0,2	0,9	2,5	0,5	-0,5	-1,9	-0,4	-0,8	0,0	-1,4	2,8
Jún	-1,6	-1,7	-0,8	-4,0	-2,6	-0,2	0,0	0,8	1,2	1,3	1,1	1,8	-6,7
Júl	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,6	-0,3	-1,0	0,0	.

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

3 Hospodárska aktivita

3.6 Prieskumy
(sezónne očistené)

	Prieskum Európskej komisie medzi podnikateľmi a spotrebiteľmi (percentuálne saldo, ak nie je uvedené inak)								Prieskum nákupných manažérov (difúzne indexy)			
	Indikátor ekonomického sentimentu (dlhodobý priemer = 100)	Priemyselná výroba		Indikátor spotrebiteľskej dôvery	Indikátor dôvery v stavebníctve	Indikátor dôvery v maloobchode	Služby		Index nákupných manažérov (PMI) v priemyselnej výrobe	Output v priemysle	Obchodná aktivita v službách	Kompozitný output
		Indikátor dôvery v priemysle	Využitie kapacít (v %)				Indikátor dôvery v službách	Využitie kapacít (v %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-15	99,2	-5,3	80,7	-11,7	-15,0	-8,7	7,2	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2016	104,1	-1,8	81,7	-8,1	-16,4	0,6	11,3	88,9	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,1	5,5	83,2	-5,4	-4,2	2,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,2	6,6	83,8	-4,9	6,1	1,3	15,2	90,3	54,9	54,7	54,5	54,6
2018 Q3	110,9	5,9	83,7	-5,1	6,6	1,9	15,3	90,3	54,3	54,0	54,4	54,3
Q4	108,8	3,6	83,6	-6,4	7,9	-0,3	13,4	90,4	51,7	51,0	52,8	52,3
2019 Q1	106,0	-0,5	83,2	-7,0	7,5	-1,0	11,6	90,7	49,1	49,0	52,4	51,5
Q2	104,1	-4,3	82,4	-7,0	6,1	-0,7	11,6	90,5	47,7	48,5	53,1	51,8
2019 Mar.	105,6	-1,6	-	-6,6	7,5	0,3	11,5	-	47,5	47,2	53,3	51,6
Apr.	103,9	-4,3	82,8	-7,3	6,5	-1,1	11,8	90,6	47,9	48,0	52,8	51,5
Máj	105,2	-2,9	-	-6,5	4,1	-0,9	12,1	-	47,7	48,9	52,9	51,8
Jún	103,3	-5,6	-	-7,2	7,6	0,1	11,0	-	47,6	48,5	53,6	52,2
Júl	102,7	-7,3	81,9	-6,6	5,0	-0,7	10,6	90,5	46,5	46,9	53,2	51,5
Aug.	103,1	-5,9	-	-7,1	3,7	0,5	9,3	-	47,0	47,9	53,5	51,9

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)

	Domácnosti							Nefinančné korporácie					
	Miera úspor (hrubá)[1]	Miera dlhu	Reálny hrubý disponibilný príjem	Finančné investície	Nefinančné investície (hrubé)	Čistá hodnota[2]	Bohatstvo domácností	Podiel na zisku[3]	Miera úspor (čistá)	Pomer dlhu[4]	Finančné investície	Nefinančné investície (hrubé)	Financovanie
	v % hrubého disponibilného príjmu (upravené)		ročná percentuálna zmena					v % čistej pridanej hodnoty		v % HDP	ročná percentuálna zmena		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	12,1	93,8	1,8	2,0	6,1	3,3	2,7	35,7	7,7	139,0	4,9	6,1	2,9
2017	11,7	93,7	1,4	2,1	7,2	4,3	4,2	34,5	6,9	137,3	3,7	4,5	2,3
2018	11,9	93,5	1,6	2,0	7,7	2,5	4,7	34,3	6,6	136,2	2,0	7,7	1,3
2018 Q2	11,7	93,5	2,1	2,0	8,2	4,0	4,7	34,8	7,0	137,7	3,1	1,6	1,8
Q3	11,8	93,5	1,4	2,0	8,5	3,6	4,7	34,4	6,8	137,4	2,7	8,6	1,6
Q4	11,9	93,5	1,6	2,0	8,5	2,5	4,7	34,3	6,6	136,2	2,0	21,3	1,3
2019 Q1	12,4	93,1	2,7	2,2	7,7	3,5	4,0	33,9	6,4	135,9	1,8	5,5	1,3

Zdroj: ECB a Eurostat.
1) Založené na kumulovaných súčtoch za štyri štvrťroky v prípade úspor aj hrubého disponibilného príjmu (očistené od zmeny čistých majetkových účastí domácností v rezervách penzijných fondov).
2) Finančné aktíva (po odpočítaní finančných pasív) a nefinančné aktíva. Nefinančné aktíva tvorí hlavne bohatstvo domácností (rezidenčné stavby a pozemky). Patria tam aj nefinančné aktíva podnikov nezapísaných v obchodnom registri a zaradených v rámci sektora domácností.
3) Podiel zisku predstavuje čisté podnikateľské výnosy, čo je v zásade ekvivalent bežného zisku v podnikovom účtovníctve.
4) Založené na stave úverov, dlhových cenných papierov, obchodných úverov a pasív penzijných schém.

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[1]	
	Spolu			Tovary		Služby		Primárne výnosy		Sekundárne výnosy			
	Inkasá	Platby	Saldo	Inkasá	Platby	Inkasá	Platby	Inkasá	Platby	Inkasá	Platby	Inkasá	Platby
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018 Q3	1 038,1	963,7	74,4	588,2	525,3	230,1	204,4	191,1	165,4	28,7	68,7	8,8	5,7
Q4	1 058,8	978,0	80,8	600,4	530,8	233,3	205,8	195,1	167,4	29,9	74,1	22,0	64,3
2019 Q1	1 061,1	969,7	91,3	606,2	524,6	233,7	205,7	192,0	171,5	29,2	67,9	10,5	14,8
Q2	1 043,9	972,2	71,8	597,0	520,9	232,1	217,4	188,0	171,1	26,8	62,8	9,0	6,1
2019 Jan.	361,0	322,8	38,3	201,7	173,6	77,3	68,8	71,5	56,6	10,5	23,8	3,9	4,6
Feb.	348,9	318,6	30,4	200,8	173,2	77,1	68,1	62,3	55,3	8,7	21,9	3,6	4,1
Mar.	351,1	328,4	22,7	203,6	177,9	79,3	68,7	58,2	59,5	10,0	22,3	3,0	6,1
Apr.	346,9	323,8	23,1	197,9	174,0	77,1	70,9	63,2	58,4	8,7	20,5	2,4	1,9
Máj	350,9	320,6	30,3	199,7	172,8	77,0	71,4	64,8	56,9	9,3	19,5	3,0	2,0
Jún	346,2	327,8	18,4	199,3	174,1	78,0	75,1	60,0	55,8	8,8	22,8	3,6	2,3
12-mesačné kumulované transakcie													
2019 Jún	4 201,8	3 883,6	318,2	2 391,8	2 101,5	929,1	833,3	766,2	675,3	114,6	273,5	50,2	91,0
12-mesačné kumulované transakcie v % HDP													
2019 Jún	35,9	33,2	2,7	20,4	17,9	7,9	7,1	6,5	5,8	1,0	2,3	0,4	0,8

Zdroj: ECB a Eurostat.
1) Kapitálový účet nie je sezónne očistený

3.9 Zahraničný obchod eurozóny,[1] hodnota a objem podľa skupiny produktov[2]
(sezónne očistené, ak nie je uvedené inak)

	Spolu (s. n.)		Vývoz (f. o. b.)					Dovoz (c. i. f.)					
			Spolu				Informatívna položka:	Spolu				Informatívna položka:	
	Vývoz	Dovoz		Medzispotreba	Kapitál	Spotreba	Priemyselná výroba		Medzispotreba	Kapitál	Spotreba	Priemyselná výroba	Ropa
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Hodnota (mld. EUR; ročná percentuálna zmena pre stĺpce 1 a 2)													
2018 Q3	4,7	10,2	572,8	278,5	117,7	166,8	479,1	530,8	310,1	86,1	127,0	373,6	68,5
Q4	3,8	7,8	580,1	278,3	123,3	168,3	485,1	535,6	309,4	88,5	129,9	379,8	66,0
2019 Q1	4,1	5,1	588,1	283,9	120,5	172,7	492,9	531,6	306,5	85,0	132,6	381,2	64,2
Q2	2,4	2,4	582,4	.	.	.	485,8	529,7	.	.	.	378,0	.
2019 Jan.	2,6	3,5	195,2	94,9	40,6	56,9	164,3	177,9	102,6	29,0	43,7	127,0	20,9
Feb.	6,2	5,6	195,4	94,2	40,0	57,1	163,9	174,8	100,8	27,5	43,9	126,2	21,0
Mar.	3,5	6,2	197,5	94,9	40,0	58,7	164,6	178,9	103,2	28,5	45,0	128,0	22,2
Apr.	5,4	6,8	192,7	92,4	39,1	58,2	159,8	177,4	101,8	27,9	44,8	126,8	21,8
Máj	7,1	4,8	195,5	91,6	40,4	59,0	163,3	175,9	101,1	28,3	43,7	125,0	22,3
Jún	-4,7	-4,2	194,3	.	.	.	162,7	176,4	.	.	.	126,2	.
Objemové indexy (2000 = 100; ročná percentuálna zmena pre stĺpce 1 a 2)													
2018 Q3	1,1	2,0	125,4	125,8	125,3	127,6	126,2	115,6	115,1	119,1	115,6	120,4	99,5
Q4	0,2	1,7	126,0	124,9	130,1	127,7	126,6	116,2	115,2	119,9	117,1	120,8	100,5
2019 Q1	0,1	1,4	126,8	126,9	126,2	129,3	126,9	116,6	116,6	115,3	118,8	120,7	107,9
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 Dec.	-5,0	0,3	125,6	123,7	132,5	127,6	125,6	116,8	116,0	120,0	115,4	119,8	108,9
2019 Jan.	-1,1	1,9	126,4	127,1	127,9	128,3	126,8	117,6	118,2	118,8	116,9	120,6	111,3
Feb.	2,0	1,5	126,6	126,3	125,6	128,4	126,7	115,3	115,0	112,4	118,8	120,5	105,8
Mar.	-0,7	0,8	127,5	127,1	125,1	131,2	127,1	116,9	116,7	114,6	120,9	121,2	106,5
Apr.	0,9	2,4	123,6	123,1	121,4	129,6	122,9	115,8	114,9	113,1	120,4	120,7	98,8
Máj	3,3	1,3	125,3	122,1	125,9	130,2	125,6	115,1	113,6	117,0	118,0	119,5	99,2

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[1)]

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	Spolu					Spolu (s. o.; percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu obdobiu)[2)]						Informatívne položky: regulované ceny	
	Index: 2015 =100	Spolu	Spolu bez nesprac. potravín a energií	Tovary	Služby	Spolu	Spracované potraviny	Nespracované potraviny	Priemyselné tovary bez energií	Energie (s. n.)	Služby	HICP spolu bez regulovaných cien	Regulované ceny
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
V % z úhrnu za r. 2019	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	86,7	13,3
2016	100,2	0,2	0,8	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,2
2018 Q3	104,1	2,1	1,0	2,6	1,5	0,5	0,4	0,3	0,1	2,7	0,3	2,1	2,4
Q4	104,3	1,9	1,0	2,3	1,5	0,3	0,3	0,3	0,1	1,6	0,2	1,8	2,8
2019 Q1	103,5	1,4	1,0	1,5	1,4	0,0	0,6	0,2	0,1	-2,4	0,3	1,3	2,4
Q2	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,5	0,6	-0,2	0,1	1,6	0,6	1,3	2,1
2019 Mar.	104,4	1,4	0,8	1,6	1,1	0,1	0,4	-1,3	-0,1	0,8	0,2	1,3	2,2
Apr.	105,1	1,7	1,3	1,5	1,9	0,3	0,1	0,0	0,0	0,7	0,5	1,7	2,1
Máj	105,2	1,2	0,8	1,4	1,0	0,1	0,2	0,5	0,1	0,9	-0,2	1,1	2,0
Jún	105,4	1,3	1,1	1,0	1,6	0,1	0,2	0,4	0,0	-1,2	0,4	1,1	2,2
Júl	104,9	1,0	0,9	0,9	1,2	0,0	0,2	0,4	0,1	-0,6	0,1	1,0	1,3
Aug.[3)]	105,1	1,0	0,9	.	1,3	0,1	0,2	0,9	0,0	-0,6	0,1	.	.

	Tovary						Služby					
	Potraviny (vrát. alkoholických nápojov a tabaku)			Priemyselné tovary			Bývanie		Doprava	Pošta a telekomunikácie	Rekreácia a osobné služby	Rôzne
	Spolu	Spracované potraviny	Nespracované potraviny	Spolu	Priemyselné tovary bez energií	Energie		Nájomné				
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
V % z úhrnu za r. 2019	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,3	1,2
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4
2018 Q3	2,5	2,1	3,8	2,7	0,2	9,5	1,1	1,1	1,4	0,2	2,2	1,3
Q4	2,0	1,9	2,0	2,4	0,2	8,4	1,2	1,1	1,5	-0,3	1,9	1,7
2019 Q1	2,0	1,9	1,9	1,3	0,3	3,9	1,2	1,2	1,3	-0,6	1,7	1,5
Q2	1,5	1,8	0,6	1,2	0,3	3,6	1,3	1,3	2,1	-1,2	2,0	1,5
2019 Mar.	1,8	2,0	1,1	1,5	0,1	5,3	1,2	1,2	1,1	-0,7	1,2	1,5
Apr.	1,5	1,7	0,8	1,6	0,2	5,3	1,3	1,2	2,5	-1,2	2,8	1,6
Máj	1,5	1,9	0,4	1,3	0,3	3,8	1,3	1,2	1,5	-1,5	1,0	1,4
Jún	1,6	1,9	0,7	0,6	0,3	1,7	1,5	1,4	2,2	-0,9	2,1	1,4
Júl	1,9	2,0	1,7	0,4	0,4	0,5	1,5	1,5	2,1	-1,1	0,8	1,4
Aug.[3)]	2,1	2,0	2,5	.	0,4	-0,6	.	.	.	.	.	.

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.
1) Údaje sa týkajú meniaceho 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 sezónneho očisťovania opísanej v boxe 1 Ekonomického bulletinu 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)

	Ceny priemyselných výrobcov okrem stavebníctva[1]										Staveb-níctvo[2]	Ceny nehnu-teľností na bývanie[3]	Experimentálny indikátor cien komerčných nehnuteľností[3]
	Spolu (index: 2015 = 100)	Spolu		Priemysel okrem stavebníctva a energetiky						Energie			
			Priemy-selná výroba	Spolu	Medzi-spotreba	Kapitálové tovary	Spotrebné tovary						
							Spolu	Potraviny, nápoje a tabakové výrobky	Iné ako potraviny				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
V % z úhrnu za r. 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,7	4,0	5,0
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,3	4,8
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,4	4,8	4,2
2018 Q3	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,5	3,0	4,9	3,3
Q4	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	2,3	4,7	3,0
2019 Q1	105,4	3,0	1,3	1,1	1,3	1,5	0,4	-0,1	1,0	7,7	2,5	4,0	.
Q2	104,8	1,6	1,0	0,9	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,1	.	.	.
2019 Feb.	105,5	3,0	1,5	1,2	1,3	1,6	0,5	0,0	1,0	8,0	-	-	-
Mar.	105,4	2,9	1,7	1,1	1,2	1,6	0,2	-0,4	1,0	7,7	-	-	-
Apr.	105,1	2,6	1,6	1,1	1,2	1,5	0,8	0,6	1,0	6,4	-	-	-
Máj	105,0	1,6	1,2	1,0	0,8	1,6	1,0	0,9	0,9	3,1	-	-	-
Jún	104,4	0,7	0,3	0,8	0,2	1,5	1,2	1,3	0,9	-0,2	-	-	-
Júl	104,6	0,2	0,3	0,6	-0,2	1,5	1,0	1,1	0,8	-1,7	-	-	-

Zdroj: Eurostat, výpočty ECB, výpočty ECB založené na údajoch MSCI a národné zdroje (stĺpec 13).
1) Len domáci obrat.
2) Vstupné ceny obytných budov
3) 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).

4.3 Ceny komodít a deflátory hrubého domáceho produktu

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	Deflátory HDP								Ceny ropy (EUR za barel)	Ceny neenergetických komodít (EUR)					
	Spolu (s. o.; index: 2010 = 100)	Spolu	Domáci dopyt				Vývoz[1]	Dovoz[1]		Vážené podľa dovozu[2]			Vážené podľa použitia[2]		
			Spolu	Súkromná spotreba	Spotreba verejnej správy	Tvorba hrubého fixného kapitálu				Spolu	Potraviny	Iné ako potraviny	Spolu	Potraviny	Iné ako potra-viny
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
podiel v %										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
2016	106,9	0,8	0,4	0,4	0,5	0,7	-1,3	-2,4	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	107,9	0,9	1,3	1,3	1,4	1,6	1,9	2,9	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	109,2	1,3	1,7	1,5	1,7	1,9	1,3	2,3	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,2	-5,5	5,7
2018 Q3	109,3	1,2	1,9	1,7	1,9	2,3	2,2	3,8	64,8	2,0	-3,4	7,1	3,1	-2,2	8,8
Q4	109,9	1,4	2,0	1,7	1,7	2,1	1,7	2,9	59,5	1,9	0,1	3,6	2,3	0,2	4,4
2019 Q1	110,3	1,5	1,6	1,3	1,6	2,2	1,3	1,6	55,6	3,2	3,7	2,8	3,9	5,2	2,7
Q2	110,8	1,6	1,6	1,4	1,6	2,2	1,1	1,2	61,0	-1,8	-0,6	-2,8	-0,1	4,8	-4,9
2019 Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	58,8	4,3	2,4	6,0	5,9	6,3	5,5
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	2,0	1,2	2,8	4,3	7,5	1,0
Máj	-	-	-	-	-	-	-	-	63,1	-4,2	-3,3	-5,0	-2,3	2,6	-7,1
Jún	-	-	-	-	-	-	-	-	56,0	-2,9	0,5	-5,8	-2,1	4,4	-8,4
Júl	-	-	-	-	-	-	-	-	57,1	2,9	4,2	1,8	3,0	7,8	-1,6
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,3	-1,0	1,0	-2,7	-1,2	3,3	-5,7

Zdroj: Eurostat, výpočty ECB a Bloomberg (stĺpec 9).
1) Deflátory exportu a importu sa týkajú tovarov a služieb a zahŕňajú 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
1999-15	4,2	-	-	-3,6	32,0	56,7	56,3	-	49,7
2016	-0,4	2,3	4,4	-7,1	0,6	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,2	5,1	6,9	2,5	12,7	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,5	7,4	9,4	12,1	20,3	65,4	57,9	56,1	52,7
2018 Q3	11,1	7,5	9,0	12,4	21,2	65,2	58,4	55,5	52,8
Q4	11,9	8,5	10,0	13,0	23,9	62,6	58,4	54,5	52,7
2019 Q1	8,9	8,2	10,4	11,4	20,4	53,9	57,7	53,0	53,1
Q2	4,6	7,2	9,1	6,1	19,7	50,6	57,1	51,2	52,3
2019 Mar.	6,9	7,8	10,4	8,9	21,5	52,3	56,8	52,3	53,3
Apr.	5,2	8,3	10,1	7,8	15,6	52,7	57,7	51,4	53,1
Máj	5,3	7,7	8,2	6,7	22,6	51,2	57,5	51,6	51,6
Jún	3,2	5,5	9,0	3,9	21,0	48,0	56,2	50,6	52,3
Júl	1,4	6,8	8,5	4,0	18,7	46,3	56,7	48,8	52,3
Aug.	2,2	6,0	8,7	4,4	18,1	46,7	56,8	49,4	52,1

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 ekonomické činnosti		Informatívna položka: indikátor dojednaných miezd[1)]
			Platy a mzdy	Sociálne príspevky zamestnávateľa	Výrobné odvetvia	Prevažne nevýrobné odvetvia	
	1	2	3	4	5	6	7
V % z úhrnu za r. 2012	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2016	100,0	1,3	1,4	1,0	1,1	1,6	1,4
2017	101,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,5
2018	104,1	2,2	2,1	2,7	2,4	1,8	2,0
2018 Q3	100,8	2,4	2,3	2,9	2,6	2,1	2,1
Q4	110,6	2,3	2,3	2,4	2,3	2,4	2,1
2019 Q1	99,6	2,5	2,5	2,2	2,4	2,4	2,3
Q2	.	.	.	.	.	.	2,0

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).

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; štvrťročné sezónne očistené údaje; ročné neočistené údaje)

	Spolu (index: 2010 = 100)	Spolu	Podľa odvetví ekonomickej činnosti									
			Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov	Priemyselná výroba, energetika a sieťové odvetvia	Stavebníctvo	Obchod, doprava, ubytovacie a stravovacie služby	Informácie a komunikácia	Finančníctvo a poisťovníctvo	Nehnuteľnosti	Odborné, obchodné a podporné služby	Verejná správa, vzdelávanie, zdravotníctvo a sociálna práca	Umenie, zábava a ostatné služby
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Jednotkové náklady práce												
2016	105,6	0,8	1,3	-0,7	0,5	1,1	-0,2	2,7	4,6	1,0	1,1	2,0
2017	106,3	0,7	-0,7	-0,8	1,0	0,2	0,6	-1,9	4,1	1,8	1,3	1,6
2018	108,1	1,7	0,7	1,5	0,9	1,7	1,8	-0,3	3,7	1,9	2,2	2,2
2018 Q3	108,5	2,2	2,2	2,2	1,5	2,4	1,5	-0,4	4,3	2,7	2,5	2,5
Q4	109,0	2,4	1,3	3,5	1,6	2,3	2,3	0,0	4,2	2,0	2,3	2,5
2019 Q1	109,4	2,2	1,3	3,6	1,0	2,3	1,4	-0,5	4,8	2,0	2,0	1,7
Q2	110,0	2,1	-0,9	3,8	0,8	2,2	1,6	-1,1	2,7	2,1	2,0	2,7
Kompenzácie na zamestnanca												
2016	109,6	1,3	0,1	1,4	1,8	1,5	0,6	2,4	2,8	0,6	1,4	1,5
2017	111,4	1,6	0,8	1,4	1,7	1,5	2,3	0,8	2,5	2,6	1,6	1,5
2018	113,8	2,1	2,1	1,9	1,8	2,4	2,8	1,4	3,2	2,7	2,0	2,3
2018 Q3	114,3	2,4	2,4	2,2	2,2	2,7	2,7	1,8	3,9	3,0	2,1	2,9
Q4	114,9	2,2	1,6	1,7	1,9	2,3	2,3	1,1	4,3	2,9	2,0	3,2
2019 Q1	115,3	2,2	1,6	2,1	2,9	2,9	1,9	0,8	3,9	2,0	1,8	2,5
Q2	115,9	2,1	1,8	1,5	2,6	2,5	1,5	0,9	3,0	2,5	1,9	3,0
Produktivita práce na jednu zamestnanú osobu												
2016	103,8	0,5	-1,1	2,2	1,3	0,4	0,8	-0,2	-1,7	-0,4	0,3	-0,5
2017	104,8	0,9	1,5	2,2	0,7	1,3	1,8	2,7	-1,6	0,8	0,3	-0,1
2018	105,2	0,4	1,5	0,4	0,8	0,7	1,0	1,7	-0,4	0,7	-0,2	0,2
2018 Q3	105,3	0,2	0,1	0,0	0,7	0,3	1,2	2,1	-0,4	0,3	-0,4	0,4
Q4	105,3	-0,2	0,3	-1,8	0,4	0,0	0,0	1,2	0,0	0,9	-0,3	0,7
2019 Q1	105,4	0,0	0,3	-1,5	1,9	0,6	0,5	1,3	-0,8	0,0	-0,2	0,8
Q2	105,3	-0,1	2,7	-2,2	1,8	0,3	-0,1	2,0	0,2	0,4	-0,1	0,3
Kompenzácie na odpracovanú hodinu												
2016	111,2	1,1	-0,5	1,2	1,9	1,0	0,5	1,9	2,4	0,2	1,4	1,6
2017	113,3	1,9	1,0	1,5	1,6	1,8	2,5	1,4	2,4	2,7	2,1	2,1
2018	115,6	2,0	1,8	2,0	1,2	2,4	2,7	1,5	2,7	2,4	1,9	2,1
2018 Q3	115,5	2,1	2,4	2,2	1,4	2,5	2,5	1,8	2,8	2,3	2,0	2,1
Q4	116,0	1,8	1,3	1,7	1,3	2,1	1,9	0,8	4,0	2,5	1,7	2,4
2019 Q1	116,5	1,8	0,2	1,9	1,9	2,3	1,6	0,5	3,8	1,7	1,8	2,4
Q2	117,3	2,2	2,7	1,8	2,4	2,6	1,7	1,3	2,6	2,5	2,2	3,4
Hodinová produktivita práce												
2016	105,7	0,5	-1,2	2,0	1,2	0,3	0,8	-0,6	-2,2	-0,5	0,3	-0,4
2017	107,2	1,3	2,1	2,4	0,8	1,8	2,0	3,3	-1,7	1,2	0,8	0,6
2018	107,7	0,5	0,8	0,6	0,5	1,0	1,2	1,8	-0,5	0,5	-0,3	0,3
2018 Q3	107,2	0,1	-0,6	0,2	-0,1	0,4	1,1	2,1	-0,8	-0,4	-0,5	0,1
Q4	107,2	-0,3	0,0	-1,7	0,0	0,1	-0,2	0,8	0,5	0,6	-0,5	0,2
2019 Q1	107,3	-0,3	-0,7	-1,7	0,7	0,2	0,3	1,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,6
Q2	107,5	0,2	2,5	-1,9	1,3	0,6	0,4	2,5	0,0	0,3	0,2	0,7

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

5 Peňažné a úverové agregáty

5.1 Menové agregáty[1)]

(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 podiely fondov peňažného trhu	Dlhové cenné papiere so splatnosťou do 2 rokov		
	Obeživo	Vklady splatné na požiadanie		Vklady s dohodnutou splatnosťou do 2 rokov	Vklady s výpovednou lehotou do 3 mesiacov							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
						Stav						
2016	1 075,3	6 082,8	7 158,1	1 330,6	2 221,0	3 551,5	10 709,7	69,6	523,1	86,6	679,2	11 388,9
2017	1 111,6	6 637,3	7 748,9	1 197,0	2 260,9	3 457,9	11 206,8	74,7	512,0	71,6	658,4	11 865,1
2018	1 162,7	7 114,8	8 277,4	1 128,2	2 298,0	3 426,1	11 703,6	74,6	523,3	73,1	670,9	12 374,5
2018 Q3	1 150,6	7 009,8	8 160,3	1 126,6	2 284,6	3 411,2	11 571,5	71,4	495,4	60,4	627,3	12 198,8
Q4	1 162,7	7 114,8	8 277,4	1 128,2	2 298,0	3 426,1	11 703,6	74,6	523,3	73,1	670,9	12 374,5
2019 Q1	1 180,7	7 285,2	8 465,9	1 113,0	2 318,5	3 431,5	11 897,4	74,4	509,6	30,9	614,9	12 512,3
Q2	1 188,0	7 419,2	8 607,2	1 110,2	2 338,9	3 449,1	12 056,3	74,9	509,6	38,0	622,6	12 678,9
2019 Feb.	1 172,8	7 190,1	8 362,9	1 125,1	2 308,9	3 433,9	11 796,8	70,7	505,1	57,4	633,2	12 430,0
Mar.	1 180,7	7 285,2	8 465,9	1 113,0	2 318,5	3 431,5	11 897,4	74,4	509,6	30,9	614,9	12 512,3
Apr.	1 182,2	7 307,3	8 489,5	1 126,3	2 327,2	3 453,5	11 943,0	73,9	514,0	39,4	627,3	12 570,3
Máj	1 185,4	7 365,5	8 550,9	1 124,6	2 335,2	3 459,8	12 010,7	70,7	511,9	46,0	628,5	12 639,2
Jún	1 188,0	7 419,2	8 607,2	1 110,2	2 338,9	3 449,1	12 056,3	74,9	509,6	38,0	622,6	12 678,9
Júl[(p)]	1 193,1	7 492,8	8 685,9	1 099,5	2 345,0	3 444,5	12 130,3	76,5	525,1	36,2	637,8	12 768,2
						Transakcie						
2016	38,1	541,6	579,7	-106,1	16,1	-90,0	489,8	-4,3	34,3	18,3	48,3	538,0
2017	36,4	591,8	628,1	-110,5	34,3	-76,2	551,9	6,9	-10,9	-18,4	-22,4	529,5
2018	50,0	461,9	511,9	-71,5	45,0	-26,5	485,4	-3,5	11,3	-2,3	5,5	490,8
2018 Q3	16,0	116,1	132,1	-51,8	14,1	-37,7	94,4	-2,4	-12,6	-4,8	-19,7	74,7
Q4	12,1	105,3	117,4	0,3	13,4	13,7	131,1	2,9	27,7	9,3	39,8	170,9
2019 Q1	18,1	167,8	185,9	-17,5	21,0	3,5	189,4	-0,5	-20,5	-38,7	-59,6	129,7
Q2	7,9	138,8	146,6	-3,7	20,3	16,5	163,2	0,8	0,3	7,6	8,6	171,8
2019 Feb.	5,1	66,3	71,4	0,8	6,2	6,9	78,3	-4,3	-3,5	-4,2	-12,0	66,2
Mar.	8,0	90,7	98,7	-13,4	9,5	-3,9	94,8	3,5	2,5	-24,7	-18,7	76,1
Apr.	1,5	22,3	23,8	13,2	8,6	21,7	45,6	-0,5	4,6	8,2	12,3	57,9
Máj	3,2	58,4	61,6	-3,2	8,0	4,7	66,3	-3,2	-2,1	5,3	0,0	66,3
Jún	3,2	58,0	61,2	-13,7	3,8	-9,9	51,3	4,5	-2,2	-5,9	-3,6	47,6
Júl[(p)]	5,0	70,4	75,4	-12,1	6,0	-6,1	69,3	1,4	15,6	-3,0	13,9	83,3
						Miera rastu						
2016	3,7	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,8	7,0	26,1	7,6	5,0
2017	3,4	9,8	8,8	-8,4	1,5	-2,1	5,2	10,0	-2,1	-21,4	-3,3	4,7
2018	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,6	2,2	-3,4	0,8	4,1
2018 Q3	4,1	7,3	6,9	-7,4	1,8	-1,4	4,3	2,5	-6,7	-26,1	-8,1	3,6
Q4	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,6	2,2	-3,4	0,8	4,1
2019 Q1	5,6	7,8	7,5	-5,5	2,6	-0,2	5,2	-1,1	-1,7	-49,5	-6,3	4,5
Q2	4,8	7,7	7,2	-6,2	3,0	-0,1	5,0	1,1	-1,0	-39,6	-4,7	4,5
2019 Feb.	5,0	6,9	6,6	-4,9	2,2	-0,2	4,5	-7,1	-1,7	-4,1	-2,6	4,1
Mar.	5,6	7,8	7,5	-5,5	2,6	-0,2	5,2	-1,1	-1,7	-49,5	-6,3	4,5
Apr.	5,2	7,7	7,4	-3,7	2,8	0,6	5,3	-4,6	-0,8	-42,9	-5,8	4,7
Máj	4,9	7,6	7,2	-3,9	3,0	0,7	5,2	-2,4	-0,3	-28,2	-3,4	4,8
Jún	4,8	7,7	7,2	-6,2	3,0	-0,1	5,0	1,1	-1,0	-39,6	-4,7	4,5
Júl[(p)]	5,0	8,3	7,8	-5,5	3,0	0,1	5,5	10,7	1,9	-40,5	-1,2	5,2

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

5 Peňažné a úverové agregáty

5.2 Vklady zahrnuté v M3[1)]

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

	Nefinančné korporácie[2)]					Domácnosti[3)]					Finančné korporácie iné ako PFI a PKPF[2)]	Poisťovacie korporácie a penzijné fondy (PKPF)	Ostatná verejná správa[4)]
	Spolu	Vklady splatné na požiadanie	Vklady s dohodnutou splatnosťou do 2 rokov	Vklady s výpovednou lehotou do 3 mesiacov	Repo obchody	Spolu	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
Stav													
2016	2 093,2	1 630,3	295,1	159,6	8,2	6 055,5	3 402,3	644,9	2 006,3	2,1	972,0	199,5	383,8
2017	2 239,0	1 795,5	285,7	148,8	9,1	6 315,2	3 700,7	562,0	2 051,9	0,7	998,6	204,4	412,6
2018	2 336,5	1 900,3	280,8	147,5	7,8	6 643,0	4 034,7	517,3	2 089,8	1,2	1 004,6	200,2	431,2
2018 Q3	2 309,7	1 886,3	267,9	148,7	6,8	6 545,8	3 946,3	524,6	2 073,8	1,1	986,4	212,2	438,3
Q4	2 336,5	1 900,3	280,8	147,5	7,8	6 643,0	4 034,7	517,3	2 089,8	1,2	1 004,6	200,2	431,2
2019 Q1	2 383,9	1 960,5	269,6	147,9	5,9	6 753,9	4 126,3	515,0	2 111,2	1,3	977,7	213,2	462,3
Q2	2 407,2	1 985,8	263,8	150,2	7,4	6 844,1	4 203,9	510,3	2 128,0	1,9	1 012,3	217,4	462,3
2019 Feb.	2 347,9	1 919,0	275,8	147,0	6,1	6 723,4	4 103,0	516,8	2 102,0	1,5	965,2	206,0	452,1
Mar.	2 383,9	1 960,5	269,6	147,9	5,9	6 753,9	4 126,3	515,0	2 111,2	1,3	977,7	213,2	462,3
Apr.	2 390,9	1 963,1	271,7	148,8	7,2	6 789,7	4 156,2	513,5	2 118,3	1,7	983,4	211,7	459,0
Máj	2 401,7	1 977,0	268,5	149,2	7,0	6 828,6	4 188,3	512,7	2 126,1	1,6	990,2	216,7	458,7
Jún	2 407,2	1 985,8	263,8	150,2	7,4	6 844,1	4 203,9	510,3	2 128,0	1,9	1 012,3	217,4	462,3
Júl [(p)]	2 438,0	2 018,0	263,2	150,4	6,4	6 898,1	4 253,7	508,8	2 133,4	2,1	1 003,2	220,9	453,6
Transakcie													
2016	131,8	156,6	-25,2	0,3	0,1	300,7	334,2	-46,5	13,9	-0,9	24,1	-28,4	19,1
2017	179,8	182,7	-3,1	-0,8	1,0	254,1	303,6	-81,6	33,5	-1,3	55,4	6,3	26,9
2018	93,6	103,0	-6,9	-1,1	-1,4	327,1	325,8	-45,1	45,9	0,5	-1,9	-4,8	17,8
2018 Q3	25,9	35,4	-9,9	0,6	-0,2	76,0	75,5	-10,7	11,3	0,0	-29,2	-8,0	11,4
Q4	27,3	14,2	13,0	-0,7	0,9	96,6	88,3	-7,5	15,7	0,1	17,2	-12,4	-6,8
2019 Q1	50,1	61,9	-11,4	0,8	-1,2	109,7	90,9	-2,7	21,4	0,1	-31,8	12,4	30,5
Q2	26,8	28,1	-5,4	2,6	1,5	90,2	78,1	-4,8	16,3	0,6	34,9	4,5	-0,3
2019 Feb.	22,6	19,6	4,4	-0,3	-1,0	44,9	38,8	-0,5	6,8	-0,1	-14,5	2,1	13,7
Mar.	34,0	40,0	-6,6	0,8	-0,2	29,7	22,8	-2,1	9,2	-0,3	9,8	7,0	10,0
Apr.	7,0	2,7	2,1	1,0	1,3	35,1	29,8	-2,0	6,9	0,4	6,4	-1,6	-3,3
Máj	11,8	15,0	-3,3	0,3	-0,2	38,8	32,0	-0,9	7,7	-0,1	4,7	5,0	-0,3
Jún	8,1	10,5	-4,1	1,3	0,4	16,3	16,3	-1,9	1,7	0,3	23,8	1,0	3,3
Júl [(p)]	30,2	31,1	0,1	0,0	-1,0	53,6	49,6	-1,8	5,4	0,3	-12,8	3,3	-8,7
Miera rastu													
2016	6,8	10,4	-7,9	0,3	1,4	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,3	2,5	-12,5	5,2
2017	8,6	11,2	-1,1	-0,5	12,5	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,5	5,8	3,2	7,0
2018	4,2	5,7	-2,5	-0,7	-16,0	5,2	8,8	-8,0	2,2	65,1	-0,2	-2,3	4,3
2018 Q3	4,8	7,0	-6,8	0,3	27,4	4,5	8,4	-10,0	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,8
Q4	4,2	5,7	-2,5	-0,7	-16,0	5,2	8,8	-8,0	2,2	65,1	-0,2	-2,3	4,3
2019 Q1	5,9	7,7	-2,7	0,2	-17,5	5,7	8,9	-5,5	2,9	-18,1	-2,4	0,4	10,8
Q2	5,7	7,6	-4,9	2,3	12,4	5,8	8,6	-4,8	3,1	73,3	-0,9	-1,7	8,1
2019 Feb.	4,4	6,0	-2,8	-0,1	-25,7	5,6	8,9	-6,1	2,5	-13,6	-3,7	-1,3	8,4
Mar.	5,9	7,7	-2,7	0,2	-17,5	5,7	8,9	-5,5	2,9	-18,1	-2,4	0,4	10,8
Apr.	5,8	7,1	-0,6	1,6	0,1	5,8	8,9	-5,2	2,9	1,5	0,1	-0,5	9,2
Máj	5,5	6,8	-1,3	1,4	8,9	6,0	8,9	-4,7	3,2	20,2	-0,7	0,3	8,8
Jún	5,7	7,6	-4,9	2,3	12,4	5,8	8,6	-4,8	3,1	73,3	-0,9	-1,7	8,1
Júl [(p)]	7,0	8,8	-3,0	2,4	-8,1	6,1	9,2	-4,6	3,1	15,9	-0,2	1,5	6,2

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

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

3) Vrátane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

4) Sektor verejnej správy bez ústrednej štátnej správy.

5 Peňažné a úverové agregáty

5.3 Pohľadávky voči rezidentom eurozóny[1)]

(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[2)]	nefinančným korporáciám[3)]	domácnostiam[4)]	finančným korporáciám iným ako PFI a PKPF[3)]	poisťovacím korporáciám a penzijným fondom (PKPF)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Stav												
2016	4 389,3	1 084,0	3 292,1	12 881,4	10 711,1	10 982,1	4 311,4	5 449,3	836,7	113,5	1 387,4	782,9
2017	4 625,9	1 033,3	3 578,7	13 116,4	10 874,1	11 167,4	4 325,4	5 600,0	839,1	109,6	1 442,4	799,8
2018	4 687,0	1 007,4	3 668,2	13 418,1	11 127,0	11 484,9	4 408,8	5 741,5	848,8	127,9	1 520,0	771,0
2018 Q3	4 627,4	1 003,5	3 609,9	13 363,1	11 064,5	11 394,1	4 396,2	5 702,0	841,9	124,4	1 513,8	784,8
Q4	4 687,0	1 007,4	3 668,2	13 418,1	11 127,0	11 484,9	4 408,8	5 741,5	848,8	127,9	1 520,0	771,0
2019 Q1	4 662,8	1 001,3	3 650,1	13 527,0	11 196,3	11 548,1	4 422,3	5 788,2	854,4	131,4	1 527,4	803,4
Q2	4 633,4	1 000,7	3 621,0	13 642,4	11 293,8	11 668,4	4 461,7	5 825,7	874,9	131,4	1 546,6	802,0
2019 Feb.	4 684,7	1 000,8	3 672,0	13 502,5	11 179,4	11 527,1	4 425,2	5 770,5	857,4	126,3	1 533,1	789,9
Mar.	4 662,8	1 001,3	3 650,1	13 527,0	11 196,3	11 548,1	4 422,3	5 788,2	854,4	131,4	1 527,4	803,4
Apr.	4 639,6	998,2	3 630,0	13 570,4	11 234,0	11 591,2	4 443,8	5 800,5	864,1	125,7	1 523,3	813,1
Máj	4 632,4	1 004,3	3 616,4	13 592,9	11 257,4	11 623,7	4 463,9	5 807,5	862,8	123,2	1 533,9	801,6
Jún	4 633,4	1 000,7	3 621,0	13 642,4	11 293,8	11 668,4	4 461,7	5 825,7	874,9	131,4	1 546,6	802,0
Júl (p)	4 673,6	1 000,6	3 661,4	13 680,0	11 338,8	11 710,6	4 486,4	5 842,7	876,1	133,7	1 534,2	807,0
Transakcie												
2016	485,9	-34,5	520,3	319,6	235,8	259,9	82,5	121,1	43,2	-11,0	80,3	3,6
2017	289,7	-43,2	332,3	362,7	274,8	315,6	82,7	173,7	22,0	-3,5	64,3	23,6
2018	92,5	-28,3	120,8	372,6	304,7	378,4	124,0	166,2	-3,6	18,1	89,4	-21,4
2018 Q3	48,0	-16,2	64,5	105,3	91,0	88,0	48,7	49,9	-12,1	4,5	18,6	-4,2
Q4	40,8	4,0	36,8	66,0	60,1	92,6	16,5	42,0	-1,8	3,4	13,6	-7,7
2019 Q1	-41,0	-6,8	-34,2	107,5	83,1	78,7	25,2	50,1	6,0	1,8	-1,7	26,1
Q2	-56,9	-1,4	-55,8	126,4	113,8	134,4	53,8	38,7	24,2	-2,8	17,5	-4,9
2019 Feb.	10,9	-4,8	15,3	46,4	25,0	32,2	17,6	12,9	-4,1	-1,4	7,1	14,3
Mar.	-38,8	0,4	-38,7	26,2	23,1	27,7	3,2	18,8	-2,4	3,5	-8,7	11,8
Apr.	-22,2	-3,2	-19,0	40,5	41,7	46,6	26,1	12,6	8,6	-5,7	-6,3	5,2
Máj	-8,3	5,9	-14,5	34,0	25,6	33,7	21,9	7,6	-1,5	-2,5	13,9	-5,5
Jún	-26,4	-4,1	-22,3	52,0	46,6	54,0	5,8	18,4	17,1	5,3	10,0	-4,6
Júl (p)	14,8	-0,2	15,0	34,7	45,0	43,0	25,9	17,1	-0,1	2,2	-14,2	3,9
Miera rastu												
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	2,7	-3,1	4,6	3,0
2018	2,0	-2,7	3,4	2,8	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2018 Q3	3,1	-4,4	5,3	3,0	3,0	3,4	3,2	3,1	-0,3	11,7	5,9	-1,1
Q4	2,0	-2,7	3,4	2,8	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2019 Q1	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,2	2,5	3,1	-1,3	14,8	4,1	1,9
Q2	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,8	3,2	1,2
2019 Feb.	2,5	-2,6	4,0	2,8	2,7	3,3	2,6	3,2	-1,4	10,6	5,3	-0,3
Mar.	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,2	2,5	3,1	-1,3	14,8	4,1	1,9
Apr.	1,3	-2,7	2,5	2,7	2,8	3,4	2,8	3,2	0,6	5,4	2,6	1,2
Máj	0,6	-2,2	1,5	2,6	2,7	3,3	2,7	3,1	-0,4	1,6	3,1	0,5
Jún	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,8	3,2	1,2
Júl (p)	-0,5	-1,4	-0,2	2,9	3,2	3,6	3,3	3,2	2,5	7,1	1,2	1,8

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 nefinančných skupín preklasifikované zo sektora nefinančných korporácií do sektora finančných korporácií. Tieto subjekty sú zaradené v bilančnej štatistike PFI v rámci položky finančné korporácie iné ako PFI a poisťovacie korporácie a penzijné fondy (PKPF).
4) Vrátane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

5 Peňažné a úverové agregáty

5.4 Úvery PFI nefinančným korporáciám a domácnostiam eurozóny[1)]

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

	Nefinančné korporácie[2)]					Domácnosti[3)]				
	Spolu		do 1 roka	nad 1 rok a do 5 rokov	nad 5 rokov	Spolu		Spotrebiteľ-ské úvery	Úvery na bývanie	Ostatné úvery
		očistené úvery[4)]					očistené úvery[4)]			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Stav										
2016	4 311,4	4 309,1	1 013,3	795,7	2 502,4	5 449,3	5 728,7	615,9	4 084,1	749,3
2017	4 325,4	4 360,1	987,3	820,2	2 517,9	5 600,0	5 866,6	654,4	4 217,0	728,6
2018	4 408,8	4 494,3	995,7	844,3	2 568,7	5 741,5	6 023,3	683,5	4 353,9	704,1
2018 Q3	4 396,2	4 459,8	999,7	836,2	2 560,4	5 702,0	5 979,1	678,6	4 311,7	711,7
Q4	4 408,8	4 494,3	995,7	844,3	2 568,7	5 741,5	6 023,3	683,5	4 353,9	704,1
2019 Q1	4 422,3	4 508,9	979,9	852,0	2 590,4	5 788,2	6 065,7	694,4	4 391,6	702,2
Q2	4 461,7	4 555,9	978,6	867,7	2 615,5	5 825,7	6 112,2	707,6	4 421,3	696,8
2019 Feb.	4 425,2	4 506,1	980,1	851,5	2 593,7	5 770,5	6 051,7	690,8	4 375,6	704,0
Mar.	4 422,3	4 508,9	979,9	852,0	2 590,4	5 788,2	6 065,7	694,4	4 391,6	702,2
Apr.	4 443,8	4 528,0	984,9	858,9	2 600,0	5 800,5	6 083,2	695,7	4 405,3	699,5
Máj	4 463,9	4 546,6	982,4	865,7	2 615,9	5 807,5	6 098,7	701,0	4 409,5	697,0
Jún	4 461,7	4 555,9	978,6	867,7	2 615,5	5 825,7	6 112,2	707,6	4 421,3	696,8
Júl [(p)]	4 486,4	4 575,9	987,1	874,7	2 624,6	5 842,7	6 133,0	710,8	4 437,0	694,9
Transakcie										
2016	82,5	100,4	-14,7	43,2	54,0	121,1	113,8	24,1	105,4	-8,4
2017	82,7	131,7	-0,3	38,0	45,0	173,7	165,5	45,1	134,3	-5,8
2018	124,0	176,1	19,6	33,5	70,8	166,2	188,6	39,6	136,4	-9,8
2018 Q3	48,7	47,8	16,4	9,7	22,6	49,9	48,6	10,3	40,5	-0,9
Q4	16,5	40,9	-2,3	7,4	11,3	42,0	50,8	7,7	39,2	-4,9
2019 Q1	25,2	23,7	-14,3	10,3	29,2	50,1	49,0	11,7	38,7	-0,3
Q2	53,8	58,4	2,6	18,6	32,7	38,7	48,6	13,1	27,3	-1,7
2019 Feb.	17,6	17,3	0,7	5,3	11,6	12,9	17,5	3,3	9,1	0,5
Mar.	3,2	8,3	-0,8	2,2	1,9	18,8	16,1	3,9	15,8	-0,9
Apr.	26,1	23,7	6,4	7,2	12,6	12,6	17,4	2,8	10,2	-0,4
Máj	21,9	18,8	-2,4	7,0	17,4	7,6	16,9	5,6	4,2	-2,2
Jún	5,8	15,8	-1,4	4,4	2,8	18,4	14,3	4,7	12,8	0,8
Júl [(p)]	25,9	21,8	8,3	7,3	10,3	17,1	20,9	3,3	15,5	-1,7
Miera rastu										
2016	1,9	2,4	-1,4	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017	1,9	3,1	0,0	4,8	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,1	2,0	4,1	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	-1,4
2018 Q3	3,2	4,3	3,3	4,6	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,9
Q4	2,9	4,1	2,0	4,1	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	-1,4
2019 Q1	2,5	3,7	-1,2	4,6	3,3	3,1	3,3	6,1	3,5	-1,5
Q2	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,4	3,4	-1,1
2019 Feb.	2,6	3,8	0,1	4,5	3,0	3,2	3,3	6,0	3,5	-1,2
Mar.	2,5	3,7	-1,2	4,6	3,3	3,1	3,3	6,1	3,5	-1,5
Apr.	2,8	3,9	-0,9	5,3	3,4	3,2	3,3	5,8	3,5	-1,3
Máj	2,7	3,8	-1,6	5,5	3,5	3,1	3,3	6,1	3,4	-1,6
Jún	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,4	3,4	-1,1
Júl [(p)]	3,3	3,9	-0,2	5,7	3,9	3,2	3,4	6,2	3,5	-1,2

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

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

3) Vrátane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

4) 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[1)]

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

	Pasíva PFI						Aktíva PFI			
	V držbe ústrednej štátnej správy[2)]	Dlhodobejšie finančné záväzky voči rezidentom eurozóny					Čisté zahraničné aktíva	Ostatné		
		Spolu	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[3)]	Reverzné repo obchody s centrálnymi protistranami[3)]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
					Stav					
2016	307,7	6 955,9	2 089,5	70,9	2 145,9	2 649,6	1 124,8	257,0	205,9	121,6
2017	343,9	6 768,4	1 968,3	59,7	2 014,1	2 726,2	935,5	299,8	143,5	92,5
2018	378,9	6 808,8	1 941,4	56,0	2 090,6	2 720,8	1 028,6	428,5	187,0	194,9
2018 Q3	403,7	6 693,6	1 934,8	56,9	2 048,5	2 653,5	881,1	424,5	177,3	183,0
Q4	378,9	6 808,8	1 941,4	56,0	2 090,6	2 720,8	1 028,6	428,5	187,0	194,9
2019 Q1	367,4	6 903,1	1 937,7	55,6	2 144,8	2 764,9	1 174,3	418,6	199,0	212,3
Q2	366,6	6 980,2	1 955,8	57,6	2 132,3	2 834,6	1 315,2	434,7	191,5	207,8
2019 Feb.	409,0	6 875,6	1 936,6	55,6	2 140,6	2 742,7	1 110,1	417,2	198,1	210,5
Mar.	367,4	6 903,1	1 937,7	55,6	2 144,8	2 764,9	1 174,3	418,6	199,0	212,3
Apr.	362,2	6 892,0	1 934,7	56,0	2 129,7	2 771,5	1 196,5	417,9	216,8	232,2
Máj	361,8	6 905,8	1 932,2	56,5	2 130,3	2 786,8	1 271,1	410,5	212,8	229,2
Jún	366,6	6 980,2	1 955,8	57,6	2 132,3	2 834,6	1 315,2	434,7	191,5	207,8
Júl (p)	370,5	7 015,8	1 927,8	58,1	2 148,5	2 881,5	1 399,7	401,2	206,5	224,1
					Transakcie					
2016	22,0	-122,9	-71,3	-8,6	-118,7	75,7	-278,3	-90,2	12,8	-12,0
2017	39,1	-74,9	-83,7	-6,6	-72,0	87,4	-92,5	-66,2	-61,2	-28,5
2018	39,0	45,1	-37,8	-4,9	17,0	70,8	64,6	45,2	21,8	24,2
2018 Q3	76,4	29,8	-16,2	-1,5	19,2	28,4	38,9	-11,3	3,2	-0,8
Q4	-24,1	16,4	-0,5	-0,9	3,4	14,4	34,7	21,8	9,7	11,9
2019 Q1	-11,4	50,8	-10,7	-0,3	44,7	17,1	109,7	-7,1	2,7	5,5
Q2	-0,7	46,8	20,5	2,0	-1,8	26,2	109,0	39,4	-7,1	-4,5
2019 Feb.	31,5	21,3	-3,3	0,0	26,3	-1,8	42,7	19,1	-0,9	2,1
Mar.	-41,4	8,4	-1,5	0,0	-1,4	11,3	48,0	7,6	-8,4	-10,2
Apr.	-5,2	-5,4	-2,6	0,3	-14,0	10,9	26,5	2,5	17,8	19,8
Máj	-0,4	5,2	-1,8	0,6	-0,9	7,2	58,9	-13,5	-4,1	-2,9
Jún	4,8	47,1	24,8	1,1	13,1	8,1	23,6	50,4	-20,8	-21,4
Júl (p)	3,9	-3,5	-29,1	0,4	10,0	15,3	59,0	-24,9	14,9	16,3
					Miera rastu					
2016	7,8	-1,7	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,7	-3,4	3,3	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,3	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,7	-	-	11,0	2,2
2018 Q3	14,3	0,0	-2,8	-9,3	0,0	2,3	-	-	7,5	3,9
Q4	11,3	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,7	-	-	11,0	2,2
2019 Q1	8,8	1,3	-1,6	-6,4	2,5	2,7	-	-	18,9	12,7
Q2	12,0	2,1	-0,4	-1,3	3,2	3,2	-	-	5,1	6,7
2019 Feb.	19,7	1,4	-1,8	-7,1	2,9	2,8	-	-	35,9	27,9
Mar.	8,8	1,3	-1,6	-6,4	2,5	2,7	-	-	18,9	12,7
Apr.	4,6	1,1	-1,9	-5,4	2,2	2,6	-	-	40,6	44,3
Máj	8,7	1,3	-1,6	-3,8	2,4	2,8	-	-	14,4	15,9
Jún	12,0	2,1	-0,4	-1,3	3,2	3,2	-	-	5,1	6,7
Júl (p)	5,5	1,9	-1,9	0,5	3,8	3,4	-	-	7,1	9,9

Zdroj: ECB.
1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.
2) Zahŕňa vklady ústrednej štátnej správy v sektore PFI a cenné papiere vydané sektorom PFI.
3) Neočistené od sezónnych vplyvov.

6 Fiškálny vývoj

6.1 Deficit/prebytok
(v % HDP; toky počas obdobia 1 roka)

	Deficit (-)/prebytok (+)					Informatívna položka: Primárny deficit (-)/prebytok (+)
	Spolu	Ústredná štátna správa	Regionálna štátna správa	Miestna samospráva	Fondy sociálneho zabezpečenia	
	1	2	3	4	5	6
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,6	-1,7	-0,1	0,2	0,1	0,6
2017	-1,0	-1,3	0,0	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,1	0,1	0,2	0,3	1,3
2018 Q2	-0,5	.	.	.	.	1,4
Q3	-0,4	.	.	.	.	1,4
Q4	-0,5	.	.	.	.	1,3
2019 Q1	-0,7	.	.	.	.	1,1

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

6.2 Príjmy a výdavky
(v % HDP; toky počas obdobia 1 roka)

	Príjmy						Výdavky						
	Spolu	Bežné príjmy				Kapitálové príjmy	Spolu	Bežné výdavky					Kapitálové výdavky
			Priame dane	Nepriame dane	Čisté sociálne príspevky				Kompenzácie zamestnancov	Medzi-spotreba	Úroky	Sociálne benefity	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	12,5	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	5,2	2,0	22,4	3,8
2018	46,3	45,9	13,0	13,0	15,2	0,4	46,8	43,1	9,8	5,2	1,8	22,3	3,7
2018 Q2	46,2	45,8	12,9	12,9	15,2	0,4	46,7	43,0	9,8	5,2	1,9	22,3	3,7
Q3	46,2	45,8	12,9	13,0	15,2	0,4	46,7	43,0	9,8	5,2	1,9	22,3	3,6
Q4	46,3	45,9	13,0	13,0	15,2	0,4	46,8	43,1	9,8	5,2	1,8	22,3	3,7
2019 Q1	46,2	45,7	12,9	13,0	15,1	0,4	46,8	43,1	9,8	5,2	1,8	22,3	3,7

Zdroj: ECB v prípade ročných údajov; Eurostat v prípade štvrťročných 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	PFI	Ostatní veritelia	do 1 roka	nad 1 rok	do 1 roka	nad 1 a do 5 rokov	nad 5 rokov	Euro alebo zúčastnené meny	Ostatné meny
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2015	90,1	2,8	16,4	70,9	44,3	27,5	45,7	9,1	81,0	17,5	31,3	41,3	88,0	2,1
2016	89,2	2,7	15,6	70,9	46,8	30,7	42,5	8,8	80,5	17,2	29,8	42,2	87,2	2,1
2017	87,1	2,6	14,5	70,0	47,6	32,1	39,5	8,0	79,0	15,8	28,9	42,3	85,2	1,8
2018	85,1	2,6	13,7	68,9	47,3	32,3	37,8	7,5	77,7	15,6	28,2	41,3	83,7	1,5
2018 Q2	86,6	2,6	14,0	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	86,4	2,6	13,8	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	85,1	2,6	13,7	68,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 Q1	85,9	2,6	13,6	69,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiškálny vývoj

6.4 Ročná zmena pomeru štátneho dlhu k HDP a hlavné faktory[1)]

(v % HDP; toky počas obdobia 1 roka)

	Zmena pomeru dlhu k HDP[2)]	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 podiely v investičných fondoch				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	-0,4	1,6
2017	-2,2	-1,0	-0,1	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,1	0,9
2018	-1,9	-1,3	0,3	0,3	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,9	0,8
2018 Q2	-2,8	-1,4	-0,2	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,4	-1,3	0,5
Q3	-2,0	-1,4	0,5	0,7	0,6	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,1	-1,1	1,0
Q4	-1,9	-1,3	0,3	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,9	0,8
2019 Q1	-1,2	-1,1	0,7	0,7	0,6	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,8	1,2

Zdroj: ECB v prípade ročných údajov; Eurostat v prípade štvrťročných údajov.
1) Medzištátne pôžičky v kontexte finančnej krízy sú konsolidované, s výnimkou štvrťročných údajov týkajúcich sa úpravy deficitu a dlhu.
2) Vypočítané ako rozdiely medzi pomermi štátneho dlhu k HDP na konci referenčného obdobia a predchádzajúceho roka.

6.5 Štátne dlhové cenné papiere[1)]

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

	Dlhová služba splatná v rámci 1 roka[2)]					Priemerná zostatková splatnosť v rokoch[3)]	Priemerný nominálny výnos[4)]						
	Spolu	Istina		Úrok			Stav					Transakcie	
			splatnosť do 3 mesiacov		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
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
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2018 Q2	12,5	10,9	3,4	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9
Q3	12,7	11,1	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9
Q4	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019 Q1	12,7	11,2	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0
2019 Feb.	12,7	11,2	4,0	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	0,0	2,7	2,4	0,4	0,9
Mar.	12,7	11,2	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0
Apr.	13,1	11,6	3,9	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	1,1
Máj	12,8	11,4	3,4	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0
Jún	12,8	11,4	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9
Júl	13,0	11,5	4,0	1,5	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	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	Nemecko	Estónsko	Írsko	Grécko	Španielsko	Francúzsko	Taliansko	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Deficit (–)/prebytok (+) verejnej správy								
2015	-2,4	0,8	0,1	-1,9	-5,6	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3
2016	-2,4	0,9	-0,3	-0,7	0,5	-4,5	-3,5	-2,5	0,3
2017	-0,8	1,0	-0,4	-0,3	0,7	-3,1	-2,8	-2,4	1,8
2018	-0,7	1,7	-0,6	0,0	1,1	-2,5	-2,5	-2,1	-4,8
2018 Q2	-0,4	1,9	0,1	-0,6	0,8	-2,7	-2,7	-2,0	3,5
Q3	-0,3	2,0	0,1	-0,5	0,8	-2,6	-2,5	-2,1	-4,9
Q4	-0,7	1,7	-0,6	0,0	1,1	-2,5	-2,5	-2,1	-4,8
2019 Q1	-1,0	1,7	-0,7	0,0	0,4	-2,4	-3,2	-2,1	-4,2
	Dlh verejnej správy								
2015	106,4	71,6	9,9	76,8	175,9	99,3	95,6	131,6	108,0
2016	106,1	68,5	9,2	73,5	178,5	99,0	98,0	131,4	105,5
2017	103,4	64,5	9,2	68,5	176,2	98,1	98,4	131,4	95,8
2018	102,0	60,9	8,4	64,8	181,1	97,1	98,4	132,2	102,5
2018 Q2	105,9	62,2	8,7	68,4	177,5	98,2	99,0	133,5	102,9
Q3	105,4	61,8	8,5	67,4	182,3	98,3	99,4	133,5	110,1
Q4	102,0	60,9	8,4	63,6	181,1	97,1	98,4	132,2	102,5
2019 Q1	105,1	61,0	8,1	65,6	181,9	98,7	99,7	134,0	105,0

	Lotyšsko	Litva	Luxembursko	Malta	Holandsko	Rakúsko	Portugalsko	Slovinsko	Slovensko	Fínsko
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
	Deficit (–)/prebytok (+) verejnej správy									
2015	-1,4	-0,3	1,4	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,6	-2,8
2016	0,1	0,2	1,9	0,9	0,0	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2017	-0,6	0,5	1,4	3,4	1,2	-0,8	-3,0	0,0	-0,8	-0,8
2018	-1,0	0,7	2,4	2,0	1,5	0,1	-0,5	0,7	-0,7	-0,7
2018 Q2	-0,2	0,7	1,7	3,8	1,8	0,1	-1,1	0,5	-0,6	-1,0
Q3	-0,5	0,6	2,1	3,4	2,0	0,2	-0,2	0,5	-0,5	-0,7
Q4	-1,0	0,7	2,4	2,0	1,5	0,1	-0,5	0,7	-0,7	-0,8
2019 Q1	-0,9	0,2	2,8	1,9	1,8	-0,2	-0,1	0,6	-0,7	-0,8
2015	36,8	42,6	22,2	57,9	64,6	84,7	128,8	82,6	52,2	63,4
2016	40,3	40,0	20,7	55,5	61,9	83,0	129,2	78,7	51,8	63,0
2017	40,0	39,4	23,0	50,2	57,0	78,2	124,8	74,1	50,9	61,3
2018	35,9	34,2	21,4	46,0	52,4	73,8	121,5	70,1	48,9	58,9
2018 Q2	36,9	35,0	22,1	49,0	53,9	76,3	124,9	72,6	51,9	60,0
Q3	37,0	35,0	21,7	46,0	52,9	75,4	124,8	71,1	51,5	59,4
Q4	35,9	34,2	21,4	46,0	52,4	73,8	121,5	70,1	48,9	59,5
2019 Q1	37,2	34,1	21,3	46,6	50,9	72,7	123,0	67,9	48,9	59,3

Zdroj: Eurostat.

© Európska centrálna banka 2019

Poštová adresa 60640 Frankfurt am Main Germany
Telefón +49 69 1344 0
Internetová stránka www.ecb.europa.eu

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

Za zostavenie Ekonomického 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 11. septembra 2019.

Bližšie vysvetlenie odborných termínov je v glosári ECB (len v anglickom jazyku).

ISSN 2363-3549 QB-BP-19-006-SK-N