



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



SPRÁVA O MEDZINÁRODNEJ EKONOMIKE

JÚN 2016

Vydavateľ:
© Národná banka Slovenska

Adresa:
Národná banka Slovenska
Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava

Kontakt:
02/5787 2146

<http://www.nbs.sk>

Prerokované Bankovou radou NBS
28. júna 2016.

Dátum uzávierky pre spracovanie štvrťročnej správy
bol 16. júna 2016.

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

ISSN 1339-9624 (elektronická verzia)



OBSAH

1	GLOBÁLNA EKONOMIKA	5	Graf 8 Faktory limitujúce produkciu v priemysle	11
2	KOMODITY	7	Graf 9 Faktory limitujúce produkciu v priemysle	11
3	SPOJENÉ ŠTÁTY AMERICKÉ	8	Graf 10 Miera nezamestnanosti a miera dlhodobej nezamestnanosti	12
4	EUROZÓNA	10	Graf 11 Očakávania vývoja zamestnanosti jednotlivými odvetviami	12
5	VÝVOJ V ČESKEJ REPUBLIKE, MAĎARSKU A POĽSKU	17	Graf 12 Predstihové indikátory a štvrťročný rast HDP eurozóny	12
	ZOZNAM BOXOV		Graf 13 Podmienky na veľké nákupy a súkromná spotreba	13
Box 1	Konvergenčná správa ECB 2016	20	Graf 14 Medziročná miera celkovej inflácie HICP a príspevky vybraných komponentov	13
	ZOZNAM TABULIEK		Graf 15 Ceny ropy v EUR a USD	13
Tab. 1	Globálna ekonomika	23	Graf 16 Medziročný vývoj cien ropy a cien energií v HICP	14
Tab. 2	USA	23	Graf 17 Ceny potravín: Komodity, výroba, spotrebiteľské ceny	14
Tab. 3	Eurozóna	23	Graf 18 Ceny výrobcov potravín a spracovaných potravín	14
Tab. 4	Česká republika	23	Graf 19 Ceny priemyselných tovarov bez energií a vývoj nominálneho výmenného kurzu	15
Tab. 5	Maďarsko	23	Graf 20 Spotrebiteľský dopyt a inflácia cien služieb	15
Tab. 6	Poľsko	23	Graf 21 Cenové očakávania v priemysle, službách a maloobchode	15
	ZOZNAM TABULIEK V BOXOCH		Graf 22 Cenové očakávania v priemysle a ceny výrobcov	15
Tab. A	Prehľad plnenia konvergenčných kritérií	21	Graf 23 Rast HDP	17
	ZOZNAM GRAFOV		Graf 24 Príspevky k medzištvrtročnému rastu HDP	17
Graf 1	Vývoj HDP a CLI	6	Graf 25 Príspevky k medziročnému rastu HICP inflácie	18
Graf 2	Príspevky jednotlivých komponentov k analizovanému rastu HDP	8	Graf 26 Indexy kurzov mien V4 voči euru	18
Graf 3	Medziročná miera inflácie CPI a príspevky vybraných komponentov	8	Graf 27 Kľúčové sadzby NCB krajín V4	19
Graf 4	Ekonomický rast	10		
Graf 5	Príspevky jednotlivých komponentov k štvrťročnému rastu HDP	10		
Graf 6	Hodnotenie konkurencieschopnosti v priemysle a priemyselná výroba	11		
Graf 7	Exportné očakávania v priemysle, export a priemyselná výroba	11		



POUŽITÉ SKRATKY

b. c.	bežné ceny
CPI	Consumer Price Index – index spotrebiteľských cien
EA	Euro Area – eurozóna
ECB	Európska centrálna banka
EIA	Energy Information Administration
EK	Európska komisia
EMU	Economic and Monetary Union – Hospodárska a menová únia
EONIA	Euro OverNight Index Average – referenčná sadzba pre skutočne realizované jednoduchové obchody v eurách
ESA 95	European System of Accounts 1995 – európsky systém národných a regionálnych účtov
EÚ	Európska únia
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate – medzibanková referenčná sadzba v rámci EMU
Fed	Federal Reserve System – centrálna banka USA
FNM	Fond národného majetku
HDP	hrubý domáci produkt
HICP	Harmonised Index of Consumer Prices – harmonizovaný index spotrebiteľských cien
HMÚ	Hospodárska a menová únia
HND	hrubý národný dôchodok
HNDD	hrubý národný disponibilný dôchodok
i. n.	inde neuvedené
IPP	index priemyselnej produkcie
MF SR	Ministerstvo financií SR
MMF	Medzinárodný menový fond
NARKS	Národná asociácia realitných kancelárií Slovenska
NBS	Národná banka Slovenska
NCB	National Central Bank – národná centrálna banka
NISD	neziskové inštitúcie slúžiace domácnostiam
p. a.	per annum – za rok
p. b.	percentuálne body
PFI	peňažné finančné inštitúcie
PMI	Purchasing Managers' Indexes – index nákupných manažérov
PPI	Producer Price Index – index cien priemyselných výrobcov
PZI	priame zahraničné investície
q-q	Quarter-on-Quarter – zmena oproti predchádzajúcemu štvrtroku
ROMR	rovnaké obdobie minulého roka
s. c.	stále ceny
s. o.	sezónne očistené
ŠÚ SR	Štatistický úrad SR
ULC	Unit Labour Costs – jednotkové náklady práce
UoZ	uchádzači o zamestnanie
ÚPSVR	Ústredie práce, sociálnych vecí a rodiny
VZPS	výberové zisťovanie pracovných síl
Y-Y	Year-on-Year – zmena oproti minulému roku
ZFS	začiatočná fixácia sadzby

Použité symboly v tabuľkách:

- . – Údaj ešte nie je k dispozícii.
- – Údaj sa nevyskytoval / neexistujúci údaj.
- (p) – Predbežný údaj.



1 GLOBÁLNA EKONOMIKA

V 1. štvrtroku 2016 pokračoval mierny rast svetovej ekonomiky. Pokles pesimizmu ohľadom napredovania globálnej ekonomiky zo začiatku roka a následné zvýšenie sentimentu na finančných trhoch spolu so zmenou trendu cien komodít však naznačovali pozitívnejšie tendencie v globálnej ekonomickej aktivite. Medzinárodné prostredie v tomto období ovplyvňovalo aj niekoľko ďalších faktorov. Na jednej strane to bol pretrvávajúci efekt nízkych cien komodít, perspektíva prísnejších finančných podmienok v rozvíjajúcich sa ekonomikách v dôsledku normalizácie menovej politiky v USA a jej divergencia od ostatných vyspelých krajín. Súčasne štrukturálne spomalenie a postupný prechod Číny k vyváženějšímu rastu spolu s geopolitickým napätím v niektorých regiónoch tlmili globálny ekonomický vývoj.

Hospodársky rast vyspelých ekonomík bol mierne a opätovne sa potvrdil rozdielny vývoj v jednotlivých krajinách. Kým v niektorých vyspelých štátoch došlo k spomaleniu ekonomickej aktivity, ďalšie zaznamenali pozitívnejší vývoj v porovnaní s očakávaniami. Opätovne sa znížil rast USA v dôsledku pomalšej dynamiky rastu súkromnej spotreby, poklesu nerezidenčných investícií a zhoršenia čistého exportu. Súčasne však došlo k výraznému posilneniu investícií do rezidenčných nehnuteľností. Rast zamestnanosti, obnovená akumulácia zásob a ukončenie úprav v energetickom sektore by mali v ďalšom období pôsobiť prorastovo na ekonomiku, na druhej strane aktuálny apreciačný trend amerického dolára a slabý rast zahraničného dopytu môže tlmieť prorastové faktory. Napriek obnove investičného dopytu a miernemu posilneniu súkromnej a vládnej spotreby sa v porovnaní s posledným štvrtkom 2015 spomalila aj ekonomika Veľkej Británie, nakoľko došlo k poklesu vývozu. Hospodárstvo Japonska sa začiatkom roka 2016 vyhlo technickej recesii, keď po poklese koncom minulého roka sa mu vďaka rastu súkromnej aj vládnej spotreby podarilo relatívne úspešne vyrovnáť sa so spomalením Číny a silnejšou domácou menou. Vyšší ako očakávaný rast hospodárstva v tomto roku bol však do určitej miery ovplyvnený aj revíziou dát za posledný štvrtrok 2015, podľa ktorej bol výsledný pokles japonskej

ekonomiky nižší. Pozitívny vývoj začiatkom roka 2016 zatiaľ naznačuje, že nemusel byť opodstatnený odklad zvýšenia spotrebnej dane naplánovaného na budúci rok. Nad očakávania rástlo aj hospodárstvo eurozóny ťahané domácim dopytom, najmä spotrebou.

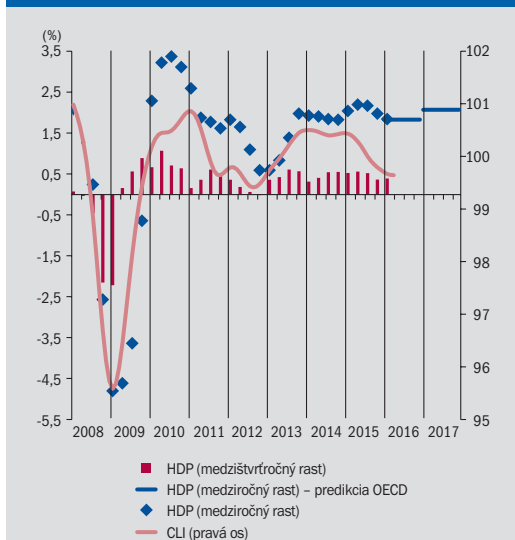
Aj v rámci rozvíjajúcich sa ekonomík pretrvával divergentný vývoj. Potvrdilo sa spomaľovanie čínskej ekonomiky, avšak oživenie na trhu s nehnuteľnosťami, ako aj infraštruktúrne výdavky z dodatočných stimulov naďalej napomáhali ekonomickému rastu. Aj do budúcnosti sa predpokladá, že infraštruktúrne výdavky budú iba čiastočne nahrádzať spomaľovanie podnikateľských investícií, keďže sa skončilo obdobie prebytočných kapacít v niektorých priemyselných odvetviach. V závere roka 2015 sa mierne spomalila aj ekonomika Indie, začiatkom roka 2016 však výraznejšie posilnila svoju výkonnosť a pozitívne vyhliadky naďalej pretrvávajú. Súkromná spotreba by mala ťažiť z rastu miezd vo verejnom sektore a klesajúcej inflácie, investície porastú v dôsledku znižovania nadmerných kapacít. Ruská ekonomika naďalej zotrvala v hlbokjej recesii, aktuálny prorastový trend cien ropy však naznačuje priaznivejšiu perspektívu. Rovnako klesala už piaty štvrtrok v rade aj najväčšia ekonomika Latinskej Ameriky, v dôsledku masívnych výdavkov brazílskej vlády bol však pokles oveľa miernejší. Jej budúci ekonomický vývoj je naďalej neistý kvôli politickej nestabilite.

Celkovo sa v 1. štvrtroku 2016 rast ekonomickej aktivity v krajinách OECD nezmenil a zostal na úrovni predchádzajúceho štvrtroka (0,4 %). V medziročnom porovnaní sa znížil z 2,0 % na 1,8 %. Kompozitný indikátor ekonomickej dôvery (Composite Leading Indicators)¹ v krajinách OECD pokračoval aj v 1. štvrtroku 2016 v klesajúcom trende, čo naznačuje spomaľovanie rastu globálnej ekonomiky v krátkodobom horizonte, v apríli sa jeho hodnota oproti predchádzajúcemu mesiacu nezmenila.

Rast globálnej ekonomiky by sa mal postupne posilňovať v dôsledku pokračujúceho rastu vyspelých ekonomík a postupného znižovania hlbokých recesií niektorých rozvíjajúcich sa ekono-

¹ Indikátory CLI sú pravidelne na mesačnej báze publikované OECD – posledné dostupné údaje publikované v júni 2016 sú do apríla 2016.

Graf 1 Vývoj HDP a CLI



Zdroj: OECD.

Poznámka: CLI – Composite Leading Indicators.

mík. Vyspelé ekonomiky budú ťažiť z priaznivých finančných podmienok a zlepšujúcej sa pozície na trhu práce. Postupné spomaľovanie čínskej ekonomiky, sprísňovanie finančných podmienok, ako aj politická neistota a geopolitické napätie môžu tlmiť rozvíjajúce sa ekonomiky. Na druhej strane aktuálny rast cien komodít môže

do určitej miery zmierniť negatívne dôsledky tlmiacich faktorov.

Miera inflácie krajín OECD sa v 1. štvrtroku 2016 výraznejšie nezmenila, keď v marci dosiahla 0,8 % v porovnaní s 0,9 % zaznamenanými v decembri 2015. V januári však došlo ku krátkodobej akcelerácii spotrebiteľskej inflácie. V dôsledku relatívne stabilnej dynamiky cien potravín a jadrovej inflácie vývoj v hodnotenom období určovali opäť ceny energií, ktorých prepád sa zmiernil. Následná obnova dynamickejšieho poklesu cien energií viedla k návratu celkovej inflácie k nižším hodnotám. Jadrová inflácia zostala počas celého obdobia nezmenená na úrovni 1,9 %. V apríli došlo opäť k zmierneniu poklesu cien energií, ale ich vývoj nespôsobil vyššiu mieru inflácie (0,8 %), nakoľko nižšia dynamika rastu cien potravín, ako aj nižšia jadrová inflácia (1,8 %) stlmili rast spotrebiteľských cien.

Z krátkodobého hľadiska by miera globálnej inflácie mala byť vplyvom poklesu cien komodít na začiatku roka 2016 ešte utlmená, aktuálny rast cien komodít, hlavne ropy, by sa však už v druhej polovici roka 2016 mal prorastovo prejavovať na spotrebiteľských cenách. Zo strednodobého hľadiska však pretrvávajúce nadmerné voľné kapacity na globálnej úrovni budú tlmiť mieru inflácie.



2 KOMODITY

Priemerná cena ropy Brent sa v 1. štvrtroku 2016 opäťovne znížila a dosiahla úroveň 35 USD/barel, čo bolo približne o 8 USD/barel menej v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom. Priemerná cena ropy síce v uvedenom období poklesla, jej hodnotu však výrazne ovplyvnil výrazný prepád v prvej polovici januára až na 12-ročné minimum v dôsledku turbulencií na čínskych akciových trhoch a s tým súvisiacimi obavami rýchlejšieho spomaľovania čínskej ekonomiky. Súčasne cenu ropy stlačilo k nižším hodnotám aj zrušenie embarga na vývoz ropy z Iránu. V ďalšom období však cena ropy začala výrazne rásť po informáciách, že ECB na marcovom zasadnutí prehodnotí svoju menovú politiku, ako aj po dohode Ruska s niektorými krajinami OPEC obmedziť ťažbu. Súčasne cena ropy reagovala na optimistické očakávania zo stretnutia krajín OPEC a producentov mimo kartelu v Katar v polovici apríla o zmrazení ťažby. Ukončenie uvedeného stretnutia bez dohody oslabilo cenu ropy iba krátkodobo a opäťovne začali dominovať prorastové faktory. Jej hodnotu ovplyvnil jednak pokles zásob v USA, ale aj obavy z obmedzenia ťažby v dôsledku rozsiahlych požiarov v Kanade. Uvedené ponukové faktory súčasne s vyššou prognózou globálneho dopytu zvýšili cenu ropy koncom mája až na úroveň 50 USD/barel.

V 1. štvrtroku 2016 sa zastavil aj klesajúci vývoj cien neenergetických komodít. Uvedené ceny v reakcii na prebytočnú ponuku, ale aj slabší globálny dopyt ešte začiatkom roka pokračovali v poklese, od februára však hlavne ceny kovov ovplyvnili zmenu trendu ich cenového vývoja. Zníženie produkcie a obnova dopytu, ako aj cenový vývoj ropy viedli k nárastu cien kovov. Zvýšila sa hlavne cena železnej rudy, ktorá reagovala na predzásobenie Číny pred letnou stavebnou sezónou. Vzárástla však aj cena iných kovov, hlavne medi, zinku a cínu. Uvedené faktory vplývali na pokračujúci rast aj v apríli, v máji sa však medzimesačný nárast zastavil a hlavne kvôli poklesu cien železnej rudy a niklu sa ceny kovov znížili. Prorastovo na ceny neenergetických komodít v 1. štvrtroku 2016 pôsobili aj agrokomodity. Ich ceny sa začali miernym tempom zvyšovať už koncom roka 2015 a začiatkom roka 2016, ich dynamiky však začali výraznejšie determinovať vývoj cien neenergetických komodít až v marci. Aj v cenách agrokomodít sa prejavila slabšia ponuka (v prípade pšenice, sóje a cukru vplyv nepriaznivého počasia na produkciu), ale aj vyšší dopyt. Prorastový vývoj cien agrokomodít pokračoval aj v apríli a máji.

3 SPOJENÉ ŠTÁTY AMERICKÉ

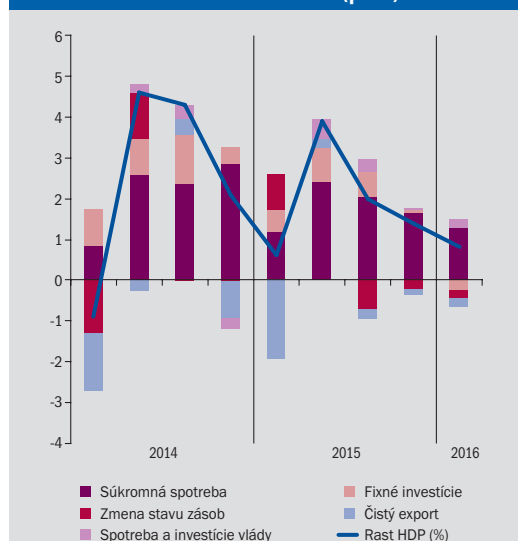
Rast americkej ekonomiky sa v 1. štvrtroku 2016 spomalil už tretí štvrtrok v rade. Anualizovaná dynamika rastu sa znížila na 0,8 % z 1,4 % dosiahnutých v predchádzajúcom štvrtroku. Tempo rastu na medziročnej báze zostalo nezmenené na úrovni 2,0 %. Napriek klesajúcej dynamike rastu HDP sa americká ekonomika dostala do stavu takmer plnej zamestnanosti, súčasne došlo k cenovej akcelerácii. V 1. štvrtroku 2016 ekonomiku USA tlmilo niekoľko faktorov, ktoré by v nasledujúcom období mali postupne slabnúť a rast hospodárstva by sa mal zrýchliť.

Ekonomika USA v 1. štvrtroku 2016 ťažila predovšetkým zo súkromnej spotreby. Jej rast sa však mierne spomalil v dôsledku poklesu výdavkov na motorové vozidlá, ktoré v poslednom štvrtroku 2016 zaznamenali rekordnú úroveň. Spomalenie súkromnej spotreby bolo do istej miery prekvapením, nakoľko reálny disponibilný príjem domácností si zachoval stabilný rast. Prorastovo na americké hospodárstvo pôsobili aj spotreba a investície vlády na štátnej a lokálnej úrovni. Na druhej strane tlmiaci efekt mali fixné investície, ktoré poklesli po prvýkrát za posledných 5 rokov. Ich vývoj v rámci

nerezidenčných investícií ovplyvnili štrukturálne investície, v ktorých sa prejavil pokles ropy s dopadom na prepád investícií do ťažby. V dôsledku aktuálneho rastu ropy by sa mal dopad uvedeného efektu postupne znižovať. Prehĺbil sa však aj prepád investícií do zariadení, čo mohlo súvisieť s poklesom ziskovosti. Pozitívne sa však vyvíjali rezidenčné investície, ktoré anualizovanou mierou rastu 17 % výraznou mierou tlmili celkový pokles fixných investícií. Nižšia ekonomická výkonnosť bola poznačená aj zahraničným obchodom, keď sa prehĺbil negatívny príspevok čistého exportu v dôsledku dynamickejšieho poklesu vývozu v porovnaní s dovozom. Tlmíaco na hospodárstvo pôsobila aj zmena stavu zásob.

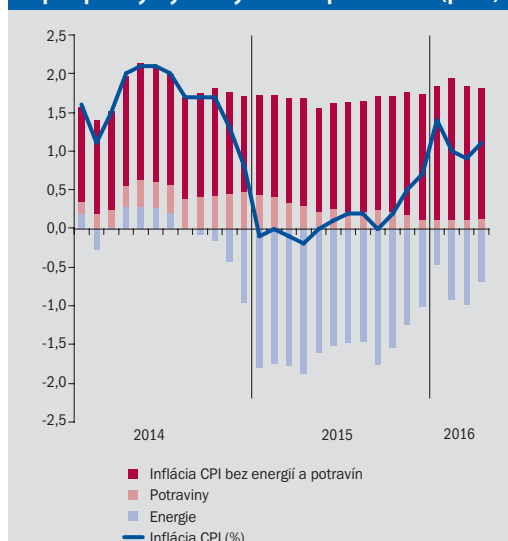
Medziročný rast spotrebiteľských cien v USA sa v 1. štvrtroku 2016 opäťovne zrýchľil. Miera inflácie však vzrástla iba na začiatku roka, keď sa stlmil prepád cien energií v dôsledku výrazného poklesu cien benzínu v rovnakom období roka 2015. K akcelerácii spotrebiteľskej inflácie však prispeli aj domáce cenové tlaky, nakoľko jadrová inflácia za zvýšila na 3,5-ročné maximum. Tá zostala na vyššej úrovni aj v ďalších mesiacoch a v dôsledku stabilného rastu cien potravín tak

Graf 2 Príspevky jednotlivých komponentov k anualizovanému rastu HDP (p. b.)



Zdroj: Bureau of Economic Analysis.

Graf 3 Medziročná miera inflácie CPI (%) a príspevky vybraných komponentov (p. b.)



Zdroj: Bureau of Labour Statistics a výpočty NBS.



vývoj inflácie determinovali ceny energií. Obnovenie ich rýchlejšieho poklesu v ďalších mesiacoch stlačilo rast spotrebiteľských cien k nižším hodnotám, inflácia však zostala nad úrovňou posledného štvrťroka 2015. Miera inflácie v USA sa tak zvýšila z 0,7 % v decembri na 0,9 % v marci a celková inflácia bez potravín a energií z 2,1 % na 2,2 %. V ďalšom období sa vo vývoji inflácie začalo odrážať oživenie cien komodít. Výrazný nárast cien benzínov stlmil prepád cien energií a v apríli prispel k zvýšeniu inflácie na 1,1 %. Jadrová inflácia sa v uvedenom období v dôsledku bazického efektu znížila na 2,1 %. Súčasný nárast cien komodít naznačuje, že cenová dynamika by sa mala v 2. polroku 2016 zvýšiť.

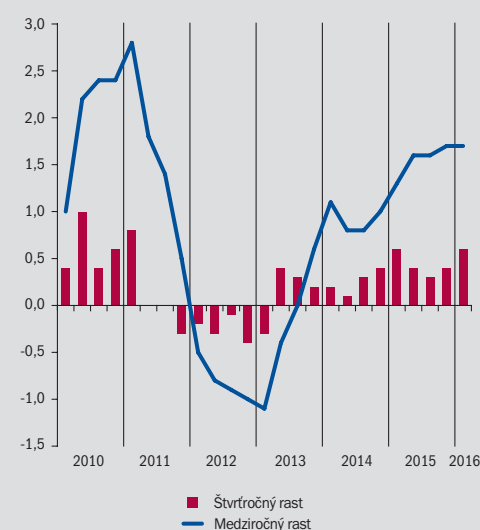
Federálny výbor pre operácie na voľnom trhu (FOMC) na svojich zasadnutiach v januári, marci, apríli a júni ponechal cieľovú sadzbu federálnych fondov nezmenenú na úrovni 0,25 % až 0,50 %. Charakter menovej politiky je aj naďalej akomodačný a podporujúci ďalšie zlepšovanie podmienok na trhu práce a návrat k 2 % inflácii. FOMC vo svojich vyhláseniach konštatoval, že pri načasovaní a rozsahu budúcich zmien úrokových sadzieb bude hodnotiť aktuálne a očakávané ekonomické podmienky vzhľadom k cieľom maximálnej zamestnanosti a 2 % inflácie. Uvedené hodnotenie bude brať do úvahy ďalšie informácie zahŕňajúce podmienky na trhu práce, indikátory inflačných tlakov, inflačné očakávania a finančný a medzinárodný vývoj.

4 EUROZÓNA

Hospodárstvo eurozóny v 1. štvrťroku 2016 vzrástlo o 0,6 % a jeho dynamika sa tak v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom (0,4 %) výraznejšie zrýchlila. Spomedzi najväčších ekonomík sa ekonomický rast zrýchlil predovšetkým v Nemecku (z 0,3 % na 0,7 %), ale aj vo Francúzsku (z 0,4 % na 0,6 %), Holandsku (z 0,3 % na 0,5 %) a v menšej miere v Taliansku (z 0,2 % na 0,3 %). V Španielsku zotrvala dynamika hospodárstva na relatívne vysokej úrovni predchádzajúceho štvrťroka (0,8 %). Medziročný rast hrubého domáceho produktu v eurozóne dosiahol rovnako ako v predchádzajúcom štvrťroku 1,7 %.

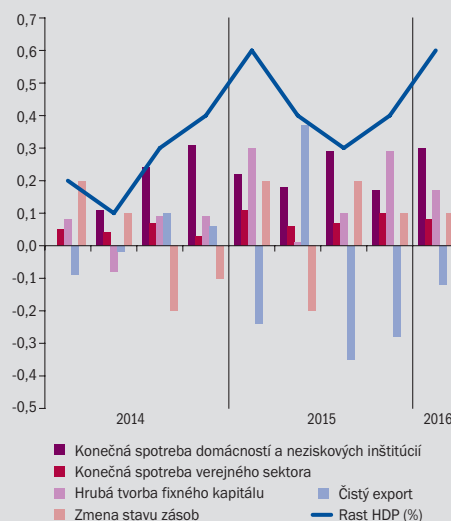
Ekonomický rast bol podobne ako v dvoch predchádzajúcich štvrťrokoch ťahaný domácim dopytom. Výraznejšie akcelerovala spotreba domácností, ktorá rástla už dvanásť štvrťrokov v rade. Pomerne silný rast zaznamenala aj konečná spotreba verejnej správy. K rastu hospodárstva prispel aj investičný dopyt, jeho rast sa však zmiernil. Z hľadiska štruktúry investičného dopytu naznačujú údaje za najväčších päť ekonomík pokračujúci rast stavebníctva (Nemecko, Holandsko, Francúzsko).

Graf 4 Ekonomický rast (stále ceny, %)



Zdroj: Macrobond.

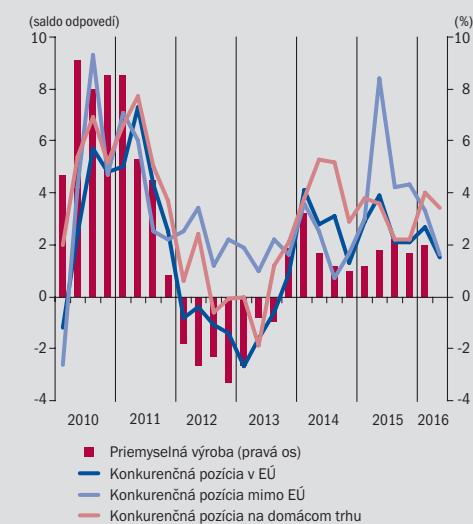
Graf 5 Príspevky jednotlivých komponentov k štvrťročnému rastu HDP (p. b.)



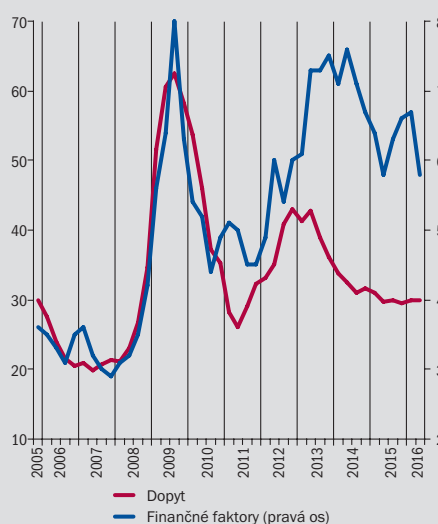
Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

Vo viacerých krajinách sa zvýšili tiež investície do strojov a zariadení (Nemecko, Francúzsko, Taliansko a Španielsko). Domáci dopyt bol naďalej podporovaný akomodačnou menovou politikou ECB. Ekonomika bola naopak už tretí štvrťrok po sebe tlmená negatívnym príspevom čistého exportu.

Napriek relatívne priaznivej výkonnosti priemyselnej výroby v 1. štvrťroku 2016 (rast o 1,1 % v porovnaní s 0,3 % v predchádzajúcom štvrťroku) ako exportného odvetvia sa export tovarov spomalil. Na začiatku 2. štvrťroka ekonomické subjekty v priemysle hodnotili svoju konkurenčnú pozíciu najmä na trhoch mimo EÚ ako oslabujúcu sa. To mohlo súvisieť so zhodnotením efektívneho výmenného kurzu euro v nominálnom i reálnom vyjadrení, ako aj miernym rastom globálnej ekonomiky. Súčasne sa zhoršili vyhliadky budúcej exportnej výkonnosti, čo v najbližšom období nevytvára predpoklady výraznejšieho rastu produkcie v priemyselnej výrobe, rovnako ani oživenia vývozu.

Graf 6 Hodnotenie konkurencieschopnosti v priemysle (saldo odpovedí) a priemyselná výroba (medziročný rast v %)


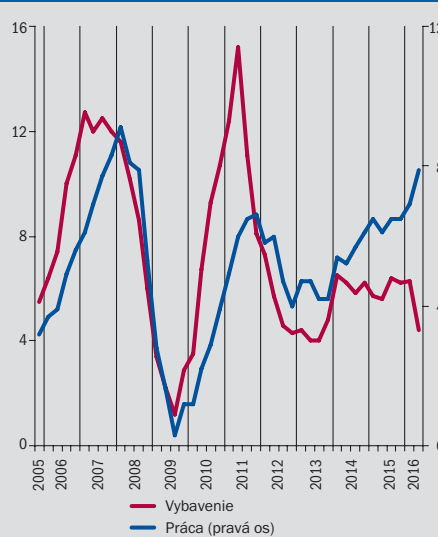
Zdroj: Európska komisia, Eurostat a výpočty NBS.

Graf 8 Faktory limitujúce produkciu v priemysle (%)


Zdroj: Európska komisia.

Graf 7 Exportné očakávania v priemysle (saldo odpovedí), export a priemyselná výroba (medziročný rast v %)


Zdroj: Európska komisia, Eurostat a výpočty NBS.

Graf 9 Faktory limitujúce produkciu v priemysle (%)


Zdroj: Európska komisia.

Vnímanie obmedzení pre produkciu v priemysle zo strany dopytu sa v 2. štvrťroku nezmenilo a stagnovalo už piaty štvrťrok za sebou. Slabý dopyt tak nevytvára predpoklady pre výraznejšiu akceleráciu produkcie v priemysle. Naopak, pomerne signifikantne sa znížilo vnímanie obmedzení zo strany finančných faktorov, čo prav-

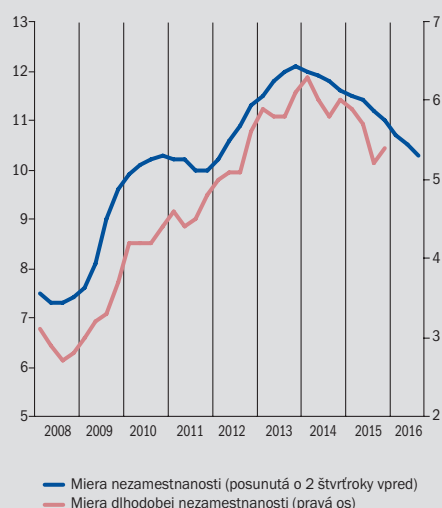
depodobne reflektovalo rozšírenie neštandardných menovopolitických opatrení ECB. Pomerne prekvapivé však bolo zníženie vnímaných obmedzení zo strany vybavenia, nakoľko investície boli od začiatku finančnej krízy veľmi slabé a ich úroveň výrazne zaostáva za predkrízovým obdobím. Postupná amortizácia existujúceho vybavenia by

tak naopak mala prispievať k zvyšovaniu týchto obmedzení. Celkovo však môže toto hodnotenie naznačovať relatívne slabý investičný dopyt. Nárast vnímaných obmedzení zo strany práce dokumentuje pokračujúce zlepšovanie situácie na pracovnom trhu.

Miera nezamestnanosti klesala aj v 1. štvrtroku 2016, keď sa v porovnaní s koncom roka znížila

o 0,3 percentuálneho bodu na 10,2 % a na tejto úrovni zotrvala aj v apríli. Tendencia posilňovania trhu práce, ktorá pretrváva od roku 2014, vytvára predpoklady aj pre postupné znižovanie dlhodobej miery nezamestnanosti. Očakávania ďalšieho vývoja zamestnanosti v jednotlivých odvetviach sa po zhoršení v priebehu 1. štvrtroka v apríli a máji mierne posilnili najmä v priemysle a službách.

Graf 10 Miera nezamestnanosti (%) a miera dlhodobej nezamestnanosti

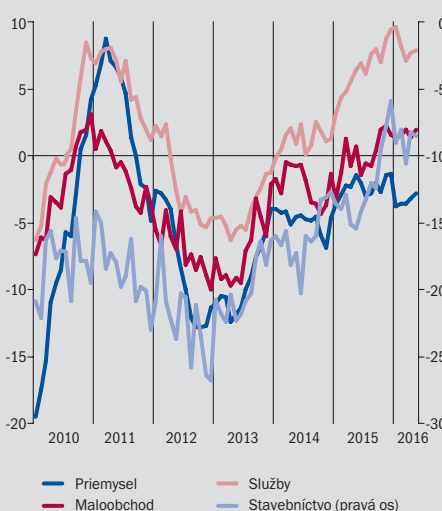


Zdroj: Eurostat.

Signály pre budúci ekonomický vývoj eurozóny z predstihových indikátorov sú nejednoznačné. PMI pre eurozónu sa v apríli a máji prakticky nezmenil, ale v priemere bol mierne pod úrovňou 1. štvrtroka. Naopak, indikátor ekonomického sentimentu vzrástol v oboch týchto mesiacoch. Dôvera sa posilnila vo všetkých sektoroch, predovšetkým v stavebníctve, službách a maloobchode. Výraznejšie sa zlepšila spotrebiteľská dôvera, ako aj hodnotenie podmienok na veľké nákupy, čo poukazuje na pravdepodobné pokračovanie relatívne priaznivého vývoja súkromnej spotreby aj v nasledujúcom období. Celkovo však možno očakávať, že tempo rastu hospodárstva v najbližších štvrtrokoch nedosiahne úroveň 1. štvrtroka.

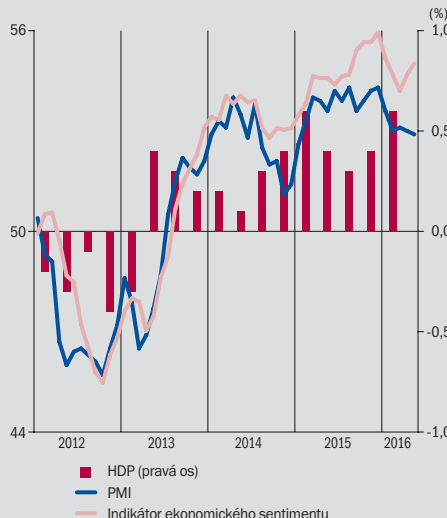
V priebehu 1. štvrtroka poklesla celková inflácia HICP z 0,2 % v decembri 2015 na 0 % v marci 2016. K tomuto vývoju prispelo najmä prehĺbenie poklesu cien energií, ako aj spomalenie

Graf 11 Očakávania vývoja zamestnanosti jednotlivými odvetviami (saldá odpovedí)



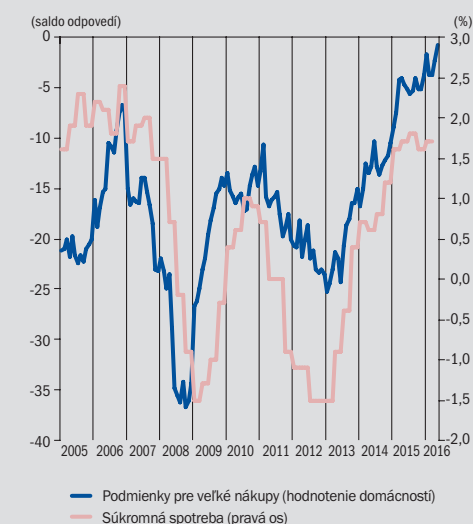
Zdroj: Európska komisia.

Graf 12 Predstihové indikátory a štvrtročný rast HDP eurozóny



Zdroj: Európska komisia, Eurostat, Bloomberg a výpočty NBS.
Poznámka: IES – normovaný index.

Graf 13 Podmienky na veľké nákupy (saldo odpovedí) a súkromná spotreba (medziročná zmena v %)



Zdroj: Macrobond.

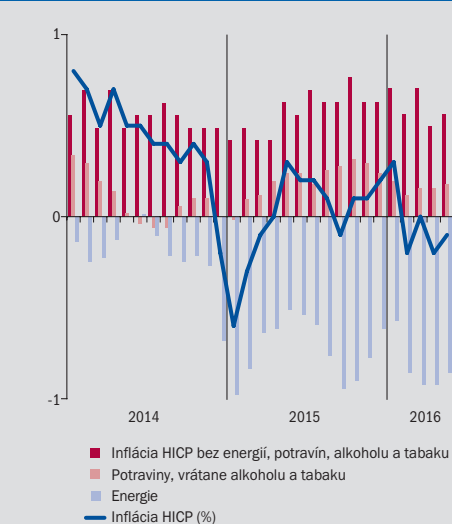
Poznámka: Medziročný rast spotreby v jednotlivých mesiacoch každého štvrťroka je aproximovaný rastom na úrovni celého štvrťroka.

rastu cien potravín. Inflácia bez cien energií a potravín sa mierne zvýšila z 0,9 % v decembri na 1,0 % v marci. V apríli miera inflácie poklesla opäť do záporných hodnôt (-0,2 %), pričom

v máji mierne korigovala predchádzajúce spomalenie (-0,1 %). Tento vývoj bol do značnej miery ovplyvnený zvýšenou volatilitou inflácie bez cien energií a potravín, najmä v segmente služieb. Súviselo to s kalendárnym efektom načasovania Veľkej noci, ktorá bola v roku 2015 v apríli a v roku 2016 už v marci. To sa premietlo do zrýchlenia cenovej dynamiky v marci a výraznejšieho spomalenia v apríli. Májové mierne zrýchlenie cenového vývoja súviselo s odznievaním tohto efektu a inflácia bez cien energií sa vrátila na februárovú úroveň (0,8 %). Celkovo je cenový vývoj aj naďalej utlmený bez výraznejších náznakov oživenia.

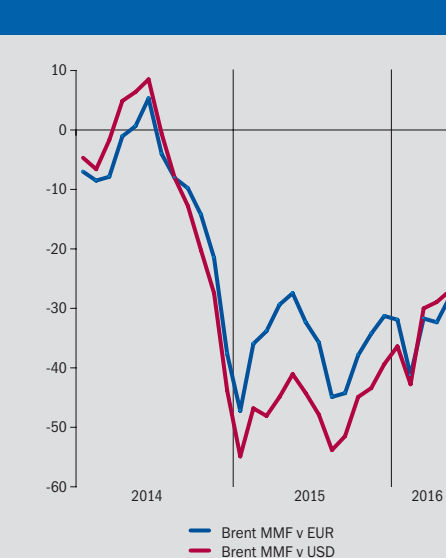
Vývoj spotrebiteľských cien bol aj v priebehu 1. štvrťroka 2016, ako aj v ďalších dvoch mesiacoch výrazne ovplyvňovaný vývojom cien ropy na svetových trhoch. Prehĺbenie prepadu cien energií v 1. štvrťroku bolo ovplyvnené výrazným poklesom cien ropy na prelome rokov. To sa premietlo do zrýchlenia medziročného poklesu cien energií v priebehu februára a marca. Už od februára však začala cena ropy postupne rásť a rovnako sa zmierňoval aj jej medziročný prepád. Ceny energií však nereagovali tak promptne na vývoj na komoditných trhoch ako v predchádzajúcom období a zmiernenie ich medziročného poklesu bolo možné pozorovať až v máji.

Graf 14 Medziročná miera celkovej inflácie HICP (%) a príspevky vybraných komponentov (p. b.)

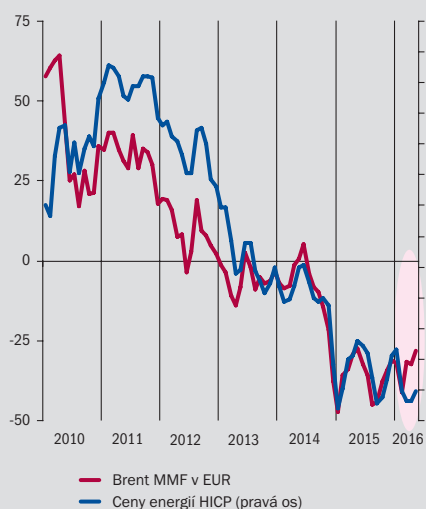


Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

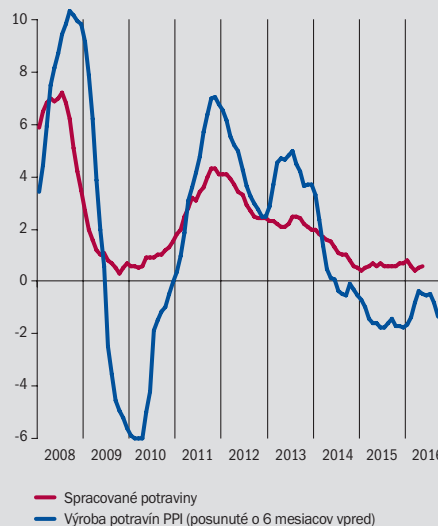
Graf 15 Ceny ropy v EUR a USD (medziročný rast v %)



Zdroj: MMF a výpočty NBS.

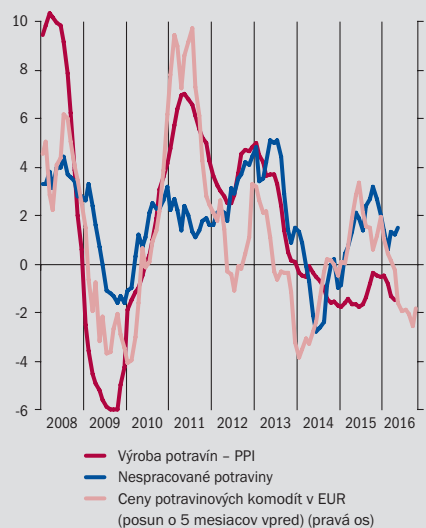
Graf 16 Medziročný vývoj cien ropy a cien energií v HICP (%)


Zdroj: Macrobond, MMF a výpočty NBS.

Graf 18 Ceny výrobcov potravín a spracovaných potravín (medziročný rast v %)


Zdroj: Macrobond.

Prehlbovanie medziročného poklesu cien potravinových komodít sa s oneskorením postupne premietalo tak do cien výrobcov potravín, ako aj cien nespracovaných potravín určených pre spotrebiteľov. Ich medziročný rast sa v priebehu 1. štvrťroka znížil o 0,7 percentuálneho bodu na 1,3 %, v máji však mierne akceleroval na 1,5 %.

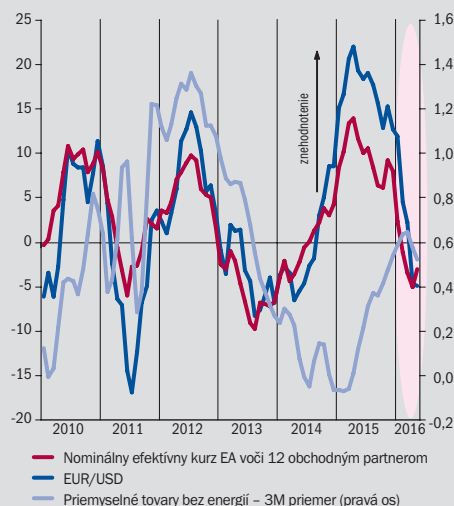
Graf 17 Ceny potravín: Komodity, výroba, spotrebiteľské ceny (medziročný rast v %)


Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

Od mája sa však medziročný pokles cien komodít zmiernil, čo súviselo s oživením na tomto trhu. Tlmiaci vplyv komodít na medziročný rast nespracovaných potravín i ceny výrobcov potravín by sa tak mal zmierniť. Rast cien spracovaných potravín sa tiež v priebehu 1. štvrťroka mierne spomalil (o 0,3 percentuálneho bodu na 0,4 %), v nasledujúcom období sa však opäť oživil (na 0,6 % v máji). Ceny spracovaných potravín tak naďalej len čiastočne reflektovali pretrvávajúci pokles cien výrobcov.

Cenový vývoj dopytovo senzitívnych položiek bol aj naďalej tlmený vysokou úrovňou konkurencie. Navyše bol vývoj cien služieb ovplyvnený kalendárnym efektom Veľkej noci, čo spôsobilo volatilitu v tomto segmente. V máji dosiahol cenový rast služieb 1,0 %, čo bolo len nepatrne menej ako v decembri 2015. Postupne sa posilňujúci spotrebiteľský dopyt síce naznačuje, že by mohlo dôjsť k zrýchleniu rastu cien služieb, ale zatiaľ sa nepremiata do ich inflácie tak ako v predchádzajúcom období. Rast cien priemyselných tovarov bez energií sa po prechodnom zrýchlení v januári a februári vrátil v marci na decembrovú úroveň (0,5 %) a zotrval na nej aj v nasledujúcich dvoch mesiacoch. Tlmiaco naň pôsobilo odznenie depreciácie eura, keď sa v apríli a máji euro už medziročne zhodnocovalo.

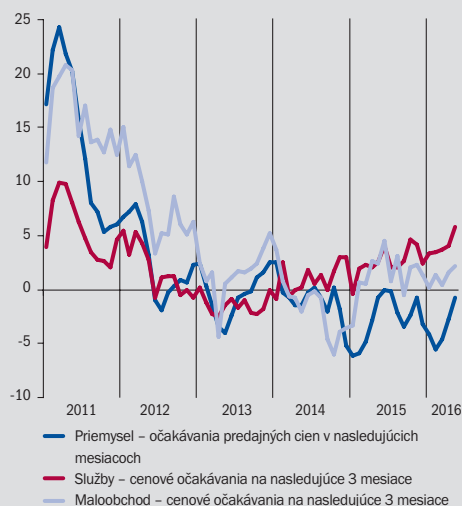
Graf 19 Ceny priemyselných tovarov bez energií a vývoj nominálneho výmenného kurzu (medziročná zmena v %)



Zdroj: Macrobond.

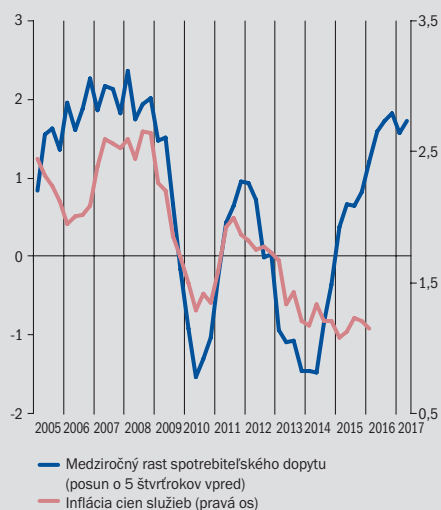
Poznámka: Kladné hodnoty v prípade výmenného kurzu vyjadrujú znehodnotenie eura.

Graf 21 Cenové očakávania v priemysle, službách a maloobchode (saldá odpovedí)



Zdroj: Európska komisia a Eurostat.

Graf 20 Spotrebiteľský dopyt a inflácia cien služieb (medziročná zmena v %)



Zdroj: Eurostat a ECB.

Graf 22 Cenové očakávania v priemysle a ceny výrobcov



Zdroj: Európska komisia, Eurostat a Macrobond.

Cenové očakávania sa naďalej nachádzajú na veľmi nízkych úrovniach. Prieskumové indikátory Európskej komisie však od marca signalizujú mierny nárast cenových očakávaní v priemysle, keď výraznejšie vzrástli najmä vo výrobe medziproduktov. Do nárastu cenových očakávaní sa pravdepodobne premietla zvyšujúca sa cena

ropy, ktorá do mája v eurovom vyjadrení vzrástla v porovnaní s januárovým dvanásťročným minimom o viac ako 43 % (priemerná mesačná úroveň). Cenové očakávania sa zvýšili aj v ďalších odvetviach. Zvyšujúce sa cenové očakávania v priemysle sa však zatiaľ nepremietajú do cien výrobcov, ktorých pokles sa od začiatku roka až



do apríla postupne prehlboval a bol ovplyvňovaný zrýchlením medziročného poklesu importných cien.

Na svojom marcovom menovopolitickom rozhodnutí sa Rada guvernérov rozhodla prijať súbor opatrení v snahe zabezpečiť cenovú stabilitu. Tento komplexný balík využíva vzájomné synergie jednotlivých nástrojov a je zameraný na ďalšie uvoľnenie podmienok financovania, povzbudenie poskytovania nových úverov a následné stimulovanie dynamiky hospodárskeho oživenia v eurozóne a urýchlenie návratu inflácie k úrovni pod, ale blízko 2 %.

V súvislosti s tým Rada guvernérov rozhodla, že s účinnosťou od 16. 3. 2016 bude úroková sadzba hlavných refinančných operácií Eurosystému znížená o 5 bazických bodov na 0,00 %, úroková sadzba jednodňových refinančných operácií znížená o 5 bazických bodov na 0,25 % a úroková sadzba jednodňových sterilizačných operácií bude znížená o 10 bazických bodov na -0,40 %.

Zároveň Rada guvernérov rozhodla, že objem mesačných nákupov v rámci programu nákupu aktív sa od apríla zvýši zo 60 mld. € na 80 mld. €. Tieto budú pokračovať do konca marca 2017, resp. dlhšie, pokiaľ to bude podľa Rady guvernérov nevyhnutné pre zabezpečenie približovania sa inflácie k cieľu ECB v strednodobom horizonte. Pre zabezpečenie hladkého priebehu implementácie nákupov aktív sa taktiež rozhodla zvýšiť podiely limitov emitentov a emisií pre nákupy

cenných papierov vydaných oprávnenými medzinárodnými organizáciami a multilaterálnymi rozvojovými bankami z 33 % na 50 %.

Ďalej Rada guvernérov odsúhlasila, že zoznam aktív akceptovateľných v rámci pravidelných nákupov bude rozšírený o eurové dlhopisy investičného stupňa vydané nebankovými spoločnosťami so sídlom v eurozóne v rámci nového programu nákupu dlhopisov korporátneho sektora (Corporate Sector Purchase Programme – CSPP), ktoré budú zahrnuté do programu APP v rámci mesačných nákupov. Tieto nákupy začnú na konci 2. štvrťroka 2016.

Súčasne bolo rozhodnuté, že v júni 2016 sa začne nová séria štyroch cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO II), každá s dobou splatnosti štyri roky. Tieto operácie budú vykonávané v štvrťročných intervaloch do marca 2017. Protistrany budú môcť splatiť objemy zapožičané v rámci TLTRO II v štvrťročných intervaloch po dvoch rokoch od uzavretia každého obchodu. Úroková sadzba pre každú operáciu bude pevne stanovená na úrovni úrokovej sadzby hlavných refinančných operácií Eurosystému (MROs) v čase uzavretia obchodu. V prípade, ak zmluvná strana, ktorej čisté úverovanie v období medzi 1. 2. 2016 a 31. 1. 2018 presiahne určitú stanovenú hodnotu, bude sadzba TLTRO II nižšia, pričom jej spodná hranica môže byť až na úrovni úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií v čase uzavretia obchodu. V rámci TLTRO II nebude platiť žiadna povinnosť predčasných splátok a bude možný prechod z TLTRO I².

² Podrobnejšie informácie o jednotlivých nástrojoch sú, resp. budú zverejnené na stránke [www.ecb.eu](http://www.ecb.europa.eu).

5 VÝVOJ V ČESKEJ REPUBLIKE, MAĎARSKU A POĽSKU

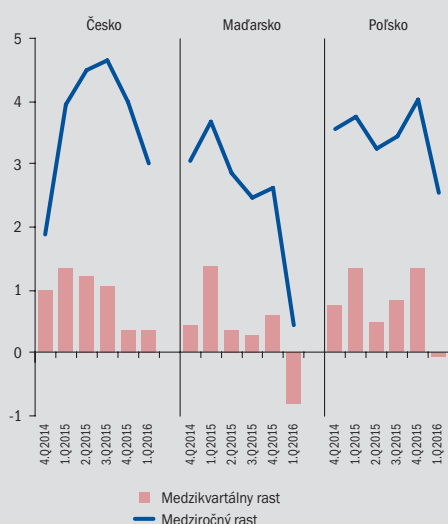
V 1. štvrtroku 2016 na medziročnej báze zaznamenali všetky sledované ekonomiky spomalenie: česká ekonomika o 1,0 percentuálneho bodu na 3,0 %, maďarská ekonomika o 2,2 percentuálneho

ho bodu na 0,4 % a poľská ekonomika o 1,4 percentuálneho bodu na 2,6 %.

Ekonomický rast v regióne bol naprieč všetkými krajinami ovplyvnený slabšou investičnou aktivitou, pravdepodobne najmä v dôsledku ukončenia rozpočtového obdobia čerpania eurofondov. V medzištvrtročnom vyjadrení si v 1. štvrtroku 2016 zachovala česká ekonomika rovnaké tempo rastu ako v predchádzajúcom štvrtroku 0,4 %, avšak ekonomický rast v Maďarsku aj Poľsku sa prepadol do negatívneho teritória (prepad o 1,4 percentuálneho bodu na -0,8 %, resp. na -0,1 %). Vývoj českej ekonomiky bol ovplyvnený najmä výraznejším prehĺbením poklesu investícií. Negatívne na rast českej ekonomiky pôsobil aj čistý export, keď sa tempo rastu importu zrýchlilo a naopak, export sa spomalil. Tieto negatívne vplyvy však vykompenzoval prorastový efekt zásob, zrýchlenie zaznamenala aj spotreba verejnej správy. Konečná spotreba domácností si zachovala približne rovnaké tempo rastu ako v predchádzajúcom štvrtroku. V Maďarsku k prepadu ekonomického rastu prispeli najmä investície a čistý export. Investičný dopyt sa prepadol z kladných čísel do výrazne záporných. Negatívny vplyv čistého exportu bol daný zrýchlením importu, ktoré bolo výraznejšie ako zrýchlenie exportu. Pozitívny vplyv rastu zásob nedokázal kompenzovať uvedené tlmiace vplyvy. Tempo rastu konečnej spotreby domácností sa v porovnaní s predchádzajúcim štvrtkom takmer nezmenilo a konečná spotreba verejnej správy stagnovala. V Poľsku k poklesu ekonomiky prispel prepad investícií, avšak v menšom rozsahu ako vo vyššie uvedených krajinách. Tlmiaco na rast pôsobil aj čistý export, keď tempo rastu importu prevýšilo tempo rastu exportu. Pozitívne na rast pôsobila zmena stavu zásob, ale aj konečná spotreba domácností. Konečná spotreba verejnej správy stagnovala.

Koncom 1. štvrtroka 2016 v porovnaní s predchádzajúcim štvrtkom zaznamenali medziročne spotrebiteľské ceny v Českej republike rast, v Maďarsku pokles a v Poľsku sa dynamika poklesu cien nezmenila. K rastu spotrebiteľských cien v **Českej republike** (na 0,3 % oproti -0,1 % z konca predchádzajúceho štvrtroka)

Graf 23 Rast HDP (%)



Zdroj: Eurostat.

Graf 24 Príspevky k medzištvrtročnému rastu HDP (p. b.)



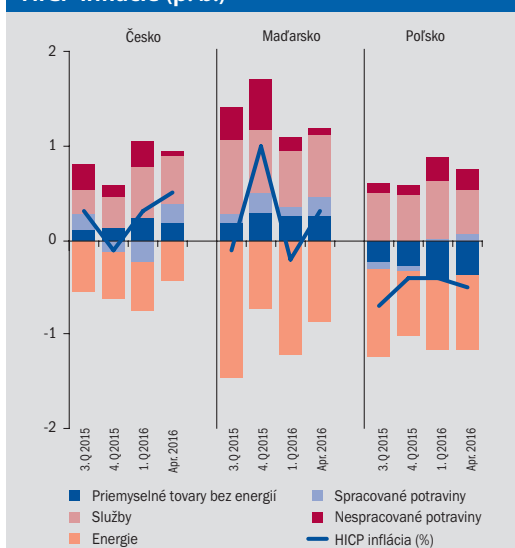
Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

prispeli najmä ceny priemyselných tovarov bez energií, ceny nespracovaných potravín a ceny služieb, keď všetky uvedené cenové položky výraznejšie zrýchlili svoju dynamiku rastu. Naopak, u cien spracovaných potravín aj cien energií sa prehĺbil ich pokles. V apríli sa celková inflácia v Českej republike opäť zrýchlila, keď po poklese z predchádzajúceho obdobia opäť začali rásť ceny spracovaných potravín. V **Maďarsku** po raste spotrebiteľských cien z konca minulého štvrťroka (1,0 %) v tomto štvrťroku spotrebiteľské ceny poklesli (-0,2 %). K tomuto vývoju prispeli všetky zložky inflácie s výnimkou cien priemyselných tovarov bez energií, ktorých dynamika sa prakticky nezmenila. Rast cien energií sa v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom ešte viac znížil, rast cien potravín aj služieb sa výraznejšie spomalil. V apríli sa inflácia v Maďarsku opäť zrýchlila, keď sa zvýšil rast cien spracovaných potravín a pokles cien služieb a cien energií sa spomalil. V **Poľsku** sa v 1. štvrťroku 2016 v porovnaní s koncom predchádzajúceho štvrťroka dynamika poklesu spotrebiteľských cien nezmenila (-0,4 %). Prehĺbil sa tlmiaci efekt cien priemyselných tovarov bez energií a cien energií, zatiaľ čo ceny potravín a ceny služieb pôsobili prorastovo. V apríli sa v Poľsku medziročný pokles spotrebiteľských cien mierne prehĺbil, keď sa zmiernila cenová dynamika všetkých segmentov inflácie s výnimkou spracovaných potravín.

Na konci 1. štvrťroka 2016 v porovnaní s koncom predchádzajúceho štvrťroka sa kurz českej koruny voči euru takmer nezmenil (mierne znehodnotenie o 0,10 %), kurzy maďarského forintu a poľského zlotého sa mierne zhodnotili (o 0,60 %, resp. o 0,15 %). Stále platí, že kurz českej koruny je aj naďalej obmedzený predovšetkým smerom k posilňovaniu vďaka rozhodnutiu centrálnej banky používať devízové intervencie na udržanie uvoľnených menovopolitických podmienok (za prvé štyri mesiace roka 2016 ČNB nakúpila na devízovom trhu 3,2 mld. €). Vývoj sledovaných kurzov, najmä maďarského forintu a poľského zlotého, v tomto období ovplyvňoval sentiment na finančných trhoch, ktorý sa odvíjal najmä od obáv súvisiacich s prognózami globálneho rastu, nastavenia menovej politiky hlavných svetových centrálnych bánk a informácií prichádzajúcich z trhov s ropou. V priebehu štvrťroka sa zmiernili riziká súvisiace s ekonomickým rastom v rozvíjajúcich sa ekonomikách (najmä Číny).

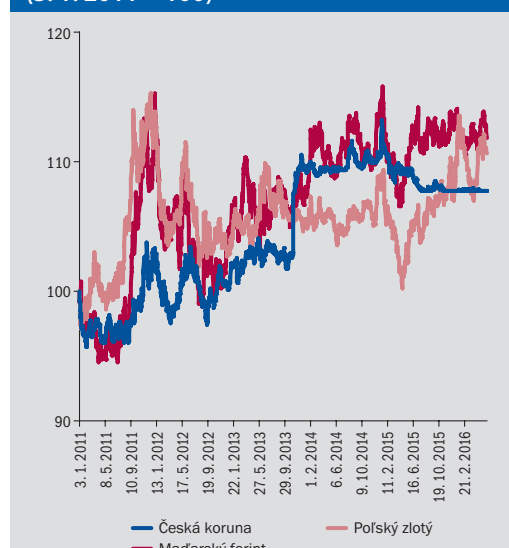
Po mierne zvýšenej volatilitě českej koruny voči euru (v rámci podmienok daných kurzovým záväzkom) zo 4. štvrťroka 2015 (súvisiacej najmä so situáciou okolo automobilky Volkswagen) a po následných intervenciách ČNB sa vývoj kurzu českej koruny v 1. štvrťroku 2016 ustálil tesne nad hranicou 27,0 CZK/EUR. Kurz maďarského forintu voči euru po volatilnom vývoji vo 4. štvrťroku 2015 zaznamenal počas 1. štvrťroka 2016 trend

Graf 25 Príspevky k medziročnému rastu HICP inflácie (p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

Graf 26 Indexy kurzov mien V4 voči euru (3. 1. 2011 = 100)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

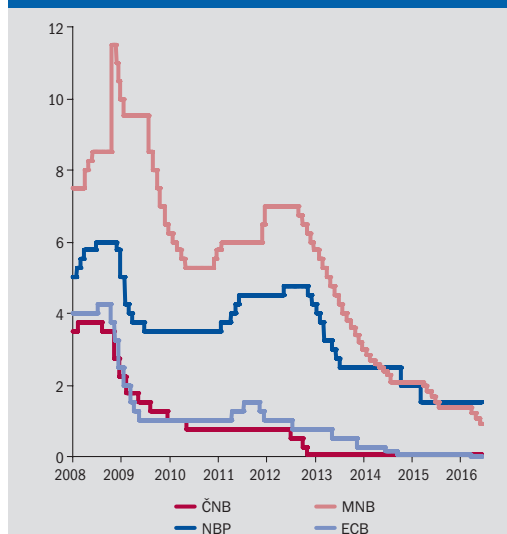
Poznámka: Pokles hodnoty predstavuje apreciáciu.

zhodnocovania až do konca marca, keď maďarská centrálna banka neočakávané znížila svoje úrokové sadzby. Po znížení sadzieb začal maďarský forint oslabovať, avšak neskôr pozitívne ekonomické informácie (napr. pozitívne fiškálne dáta za rok 2015) opäť pôsobili smerom k apreciácii forintu. Zníženie sadzieb v apríli aj máji malo na kurz forintu vplyv smerom k oslabeniu. Aj poľský zlotý vo vzťahu k euru po depreciačných tendenciách z predchádzajúcich štvrťrokov a po januárovom znížení ratingu agentúrou Standard&Poors zaznamenal v ďalších dvoch mesiacoch 1.štvrťroku 2016 apreciačný trend, ktorý sa zastavil až v apríli. Vývoj kurzu poľského zlotého bol pod vplyvom nielen externých, ale aj interných faktorov (politické riziká súvisiace s novou vládou a s tým súvisiace riziko zhoršenia fiškálnej pozície poľskej ekonomiky).

V 1. štvrťroku 2016 spomedzi sledovaných krajín pristúpila k zmene menovopolitických podmienok prostredníctvom úrokových sadzieb iba maďarská centrálna banka. V Českej republike zostali sadzby na nezmenenej úrovni (0,05 %, tzv. technická nula). **Česká národní banka** na svojich zasadnutiach aj v 1. štvrťroku 2016 potvrdila svoj záväzok používať výmenný kurz ako ďalší nástroj uvoľňovania menovopolitických podmienok a opustiť ho až v roku 2017. K udržateľnému plneniu inflačného cieľa, ktoré je podmienkou pre návrat do štandardného režimu menovej politiky, by podľa bankovej rady malo dôjsť až v prvej polovici roka 2017. V druhej polovici roka 2017 je s prognózou konzistentný nárast trhových sadzieb. Na svojom májovom zasadnutí ČNB konštatovala riziko nežiaducich druhotných dopadov nízkych zahraničných nákladových vplyvov a v tejto súvislosti potvrdila pripravenosť posunúť hladinu kurzového záväzku na slabšiu úroveň, pokiaľ by malo dôjsť k ďalšiemu poklesu inflačných očakávaní. **Magyar Nemzeti Bank** ako jediná zo sledovaných bánk v 1. štvrťroku 2016 znížila svoje úrokové sadzby o 0,15 percentuálneho bodu na 1,2 % (účinnosť od 23. 3. 2016) a zároveň znížila jednoduchú depozitnú sadzbu na -0,05 % (o 1,25 percentuálneho bodu), keď konštatovala, že pretrvávajúce nízke nákladové inflačné tlaky spolu so spomalením globálneho hospodárskeho rastu a historicky najnižšou úrovňou inflačných očakávaní zvyšuje riziko sekundárnych efektov, ktoré sa môžu prejaviť v inflácii dlhodobo pod inflačným cieľom. Takisto centrálna banka konštatovala, že

na zabránenie sekundárnym inflačným efektom je pripravená použiť všetky dostupné nástroje. V ďalšom uvoľňovaní menových podmienok pokračovala maďarská centrálna banka aj v apríli a máji celkovo o 0,3 percentuálneho bodu na úroveň 0,9 % s účinnosťou od 25. 5. 2016, keď konštatovala, že riziko sekundárnych inflačných efektov sa znížilo. V januári 2016 MNB rozhodla o postupnom ukončení používania dvojtyždňovej depozitnej facility do konca apríla 2016 (v septembri 2015 zaviedla 3-mesačnú fixnú depozitnú sadzbu ako hlavný menovopolitický nástroj), čím dokončila reformu svojich menovopolitických nástrojov. Dôvodom ukončenia používania dvojtyždňovej depozitnej sadzby bola snaha prinútiť banky nakupovať vládne dlhopisy namiesto uloženia peňazí v centrálnej banke. **Narodowy Bank Polski** v 1. štvrťroku 2016 ponechal svoje menovopolitické podmienky nezmenené (referenčná úroková sadzba na úrovni 1,5 %). Pri svojom rozhodnutí konštatoval, že v nasledujúcich štvrťrokoch očakáva negatívny rast cien v dôsledku predchádzajúceho výrazného poklesu globálnych cien komodít a stabilný ekonomický rast, vrátane rastu spotrebiteľského dopytu. Rizikom pre cenový vývoj zostávajú globálne ekonomické podmienky a volatilita cien komodít. Súčasnú úroveň úrokových sadzieb považuje NBP za podporujúcu udržateľný hospodársky rast a makroekonomickú rovnováhu.

Graf 27 Kľúčové sadzby NCB krajín V4 (%)



Zdroj: Národné centrálny banky a ECB.

Box 1

KONVERGENČNÁ SPRÁVA ECB 2016

Konvergenčná správa ECB 2016 bola vypracovaná na základe pravidelného dvojročného cyklu skúmania pripravenosti krajín na vstup do menovej únie podľa článku 140 Zmluvy. V Konvergenčnej správe ECB hodnotí sedem členských krajín EÚ (okrem Dánska a Veľkej Británie), ktoré majú povinnosť v určitom čase vstúpiť do menovej únie na základe splnenia všetkých konvergenčných kritérií (krajiny s derogáciou). Konvergenčnú správu vypracovala aj EK a obe správy boli paralelne predložené Rade EÚ.

V rámci predloženej správy ECB používa rámec hodnotenia uplatnený v predchádzajúcich správach. ECB skúma, či hodnotené krajiny dosiahli vysoký stupeň udržateľnej ekonomickej konvergenencie, či národná legislatíva je kompatibilná so Zmluvou a Štatútom ESCB a ECB a či centrálné banky spĺňajú požiadavky, aby sa stali integrovanou časťou Eurosystemu.

Od 4. novembra 2014 pre každú krajinu, ktorej bola zrušená derogácia vyplýva povinnosť zapojenia sa do jednotného mechanizmu dohľadu (SSM) od dátumu prijatia eura, tzn. budú pre ňu platiť všetky práva a povinnosti vyplývajúce zo SSM. Preto je nevyhnutné, aby každá potenciálna členská krajina s derogáciou, ktorá sa pripravuje na prijatie eura ako spoločnej meny, urobila nevyhnutné kroky na zabezpečenie svojej participácie v SSM. Predovšetkým bankový systém členskej krajiny, ktorá má pristúpiť k menovej únii a teda aj k SSM, je predmetom komplexného hodnotenia.

ECB vo svojej správe vychádza z nasledujúcich princípov:

- 1) jednotlivé kritériá sú interpretované a aplikované striktným spôsobom,
- 2) konvergenčné kritériá vytvárajú koherentný a jednotný balík a všetky musia byť splnené,
- 3) kritériá musia byť splnené na báze aktuálnych dát,
- 4) aplikácia kritérií by mala byť konzistentná, transparentná a jednoduchá.

Navyše, konvergenca sa musí dosahovať na dlhotrvajúcej báze a nielen v danom čase.

Ekonomický vývoj hodnotených krajín sa posudzuje z pohľadu minulého vývoja (10 rokov dozadu), avšak aj z pohľadu budúceho vývoja (očakávania). Cut-off date pre štatistické údaje bol stanovený na 18. 5. 2016. Konvergenčná správa bola schválená Generálnou radou ECB 31. 5. 2016.

Aj v tejto Konvergenčnej správe pri hodnotení ekonomickej konvergenencie na základe inflačného kritéria ECB aplikovala princíp „outliera“, ktorý sa uplatňoval už v konvergenčných správach v rokoch 2012, 2013 a 2014. Koncept „outliera“, na základe ktorého sa krajina vylúči z výpočtu kritéria cenovej stability, zahŕňa dve podmienky:

- 1) 12-mesačná priemerná miera inflácie krajiny je výrazne pod porovnateľnou mierou ostatných členských krajín EÚ a
- 2) cenový vývoj musí byť ovplyvnený výnimočnými faktormi.

Obe podmienky sa však neuplatňujú mechanicky, ale ich splnenie sa posudzuje prípad od prípadu. Na základe uvedeného boli z výpočtu kritéria v súčasnej konvergenčnej správe vylúčené **Cyprus** (12-mesačná priemerná miera inflácie dosiahla v apríli 2016 -1,8 %) a **Rumunsko** (12-mesačná priemerná miera inflácie dosiahla v apríli 2016 -1,3 %).

V prípade **Rumunska** a **Cypru** bola miera inflácie, vstupujúca do výpočtu kritéria, signifikantne nižšia ako porovnateľná miera inflácie v ostatných členských krajinách EÚ. Cenový vývoj bol v oboch krajinách ovplyvnený výnimočnými faktormi – v **Rumunsku** už zavedené ale aj plánované zníženie DPH výrazne ovplyvňuje cenový vývoj a očakáva sa, že inflácia zostane v negatívnych číslach až do druhej polovice roka 2016 a **Cyprus** bol považovaný za „outliera“ už v roku 2014 a aj v súčasnosti je cenový vývoj ovplyvnený výnimočne veľkou produkčnou medzerou.

KRITÉRIUM CENOVEJ STABILITY

Pre výpočet konvergenčného kritéria cenovej stability sa používa 12-mesačná priemerná miera inflácie krajiny za obdobie od mája 2015 do apríla 2016. Krajinami s najlepšimi výsledkami v oblasti cenovej stability boli v tejto konvergenčnej správe stanovené: Bulharsko (-1,0 %), Slovinsko (-0,8 %) a Španielsko (-0,6 %). Priemerná miera inflácie tak bola -0,8 % a pripočítaním 1,5 percentuálneho bodu sa dosiahla referenčná hodnota 0,7 %. **Šesť zo siedmich hodnotených krajín** zaznamenalo 12-mesačnú priemernú mieru inflácie **pod referenčnou hodnotou konvergenčného kritéria cenovej stability**. Vo Švédsku sa 12-mesačná priemerná miera inflácie nachádzala nad úrovňou kritéria.

KRITÉRIUM STABILITY VEREJNÝCH FINANCIÍ

Stabilitu verejných financií krajina dosahuje vtedy, ak nevykazuje nadmerný deficit podľa článku 126 ods. 6 (nie je pod procedúrou nadmerného deficitu), to znamená, že pomer plánovaného alebo skutočného deficitu verejnej správy k hrubému domácejmu produktu neprekračuje referenčnú hodnotu (stanovenú v Protokole o postupe pri nadmernom

deficite ako 3 % HDP) a pomer dlhu verejnej správy k hrubému domácejmu produktu prekračuje referenčnú hodnotu (stanovenú v protokole o postupe pri nadmernom deficite ako 60 % HDP). Podľa zistení v súčasnej konvergenčnej správe bolo **iba Chorvátsko predmetom rozhodnutia Rady ES o existencii nadmerného deficitu. Všetky hodnotené krajiny dosiahli deficit verejných financií pod úrovňou 3 %, dlh nad 60 % zaznamenali iba Chorvátsko a Maďarsko** (pričom v Maďarsku má úroveň dlhu klesajúcu trajektóriu od roku 2012).

KRITÉRIUM STABILITY VÝMENNÉHO KURZU

Čo sa týka stability výmenného kurzu, ECB zisťuje, či bola krajina účastníkom mechanizmu ERM II (ktorý v januári 1999 nahradil mechanizmus ERM) aspoň dva roky pred hodnotením bez toho, aby to vyvolalo výrazné tlaky na jej menu a najmä, či nedošlo k devalvácii meny voči euru. V tejto správe sa hodnotilo obdobie od 19. mája 2014 do 18. mája 2016. Pri hodnotení splnenia tohto konvergenčného kritéria bolo konštatované, že **žiadna z hodnotených krajín nebola súčasťou mechanizmu výmenných kurzov ERM II**.

Tab. A Prehľad plnenia konvergenčných kritérií

	Cenová stabilita	Rozpočtová pozícia verejnej správy			Výmenný kurz	Dlhodobá úroková miera ⁵⁾
	HICP inflácia ¹⁾	Krajina s nadmerným deficitom ^{2) 3)}	Prebytok/deficit verejnej správy ⁴⁾	Hrubý dlh verejnej správy ⁴⁾	Mena zapojená do ERM II ³⁾	
Bulharsko	-1,0	nie	-2,0	28,1	nie	2,5
Česká republika	0,4	nie	-0,7	41,3	nie	0,6
Chorvátsko	-0,4	áno	-2,7	87,6	nie	3,7
Maďarsko	0,4	nie	-2,0	74,3	nie	3,4
Poľsko	-0,5	nie	-2,6	52,0	nie	2,9
Rumunsko	-1,3	nie	-2,8	38,7	nie	3,6
Švédsko	0,9	nie	-0,4	41,3	nie	0,8
Referenčná hodnota ⁶⁾	0,7	-	3,0 %	60,0 %	-	4,0

Zdroj: EK (Eurostat, DG ECFIN) a ESCB.

1) Priemerná ročná percentuálna zmena. Údaje za rok 2016 sa týkajú obdobia od mája 2015 do apríla 2016.

2) Hovorí o tom, či sa aspoň časť roka vzťahovalo na krajinu rozhodnutie Rady EÚ o existencii nadmerného deficitu.

3) Informácie za rok 2016 sa týkajú obdobia do dňa uzávierky štatistických údajov (18. 5. 2016).

4) V percentách HDP. Údaje za rok 2016 sú prevzaté z jarnej prognózy EK, 2016.

5) Priemerná ročná úroková miera. Údaje za rok 2016 sa týkajú obdobia od mája 2015 do apríla 2016.

6) Referenčná hodnota sa v prípade HICP inflácie a dlhodobých úrokových mier týka obdobia od mája 2015 do apríla 2016 a v prípade rozpočtového salda a dlhu verejnej správy je referenčná hodnota daná článkom 126 Zmluvy o fungovaní EÚ a protokolom č. 12 o nadmernom deficite.



KRITÉRIUM STABILITY DLHODOBÝCH ÚROKOVÝCH MIER

Kritérium stability úrokových sadzieb, ako je uvedené v článku 140 odseku 1 Zmluvy o EÚ, znamená, že v priebehu jedného roka pred preskúmaním neprekročila priemerná dlhodobá nominálna úroková sadzba členského štátu viac ako o dva percentuálne body úrokovú sadzbu najviac tých troch štátov, ktoré v oblasti cenovej stability dosiahli najlepšie výsledky. Referenčným obdobím bolo obdobie od mája 2015 do apríla 2016. Krajinami s najlepšími

výsledkami v oblasti cenovej stability boli Slovensko (s dlhodobou úrokovou sadzbou 1,7 %), Španielsko (1,7 %) a Bulharsko (2,4 %). Výsledná priemerná úroková miera teda predstavuje 2,0 %, pričom jej referenčná hodnota sa po pripočítaní 2 percentuálnych bodov rovná 4,0 %. Podľa zistení v konvergenčnej správe **všetkých sedem hodnotených krajín** zaznamenalo priemernú dlhodobú úrokovú mieru **pod referenčnou hodnotou kritéria stability dlhodobých úrokových sadzieb**.



PREHLAD PREDIKCIÍ RASTU HDP VYBRANÝCH INŠTITÚCIÍ

Tab. 1 Globálna ekonomika

	Zverejnenie	2016		2017		2018	
MMF	apríl 2016	3,2	(-0,2)	3,5	(-0,1)	-	-
OECD	jún 2016	3,0	(=)	3,3	(=)	-	-
EK	máj 2016	3,1	(-0,2)	3,4	(-0,1)	-	-
ECB ¹⁾	jún 2016	3,1	(-0,1)	3,7	(-0,1)	3,8	(-0,1)

Tab. 2 USA

	Zverejnenie	2016		2017		2018	
MMF	apríl 2016	2,4	(-0,2)	2,5	(-0,1)	-	-
OECD	jún 2016	1,8	(-0,2)	2,2	(=)	-	-
EK	máj 2016	2,3	(-0,4)	2,2	(-0,4)	-	-
Fed	jún 2016	1,95	(-0,25)	2,05	(-0,1)	1,95	(=)

Tab. 3 Eurozóna

	Zverejnenie	2016		2017		2018	
MMF	apríl 2016	1,5	(-0,2)	1,6	(-0,1)	-	-
OECD	jún 2016	1,6	(0,2)	1,7	(=)	-	-
EK	máj 2016	1,6	(-0,1)	1,8	(-0,1)	-	-
ECB	jún 2016	1,6	(0,2)	1,7	(=)	1,7	(-0,1)

Tab. 4 Česká republika

	Zverejnenie	2016		2017		2018	
MMF	apríl 2016	2,5	(-0,1)	2,4	(-0,2)	-	-
OECD	jún 2016	2,4	(0,1)	2,6	(0,2)	-	-
EK	máj 2016	2,1	(-0,2)	2,6	(-0,1)	-	-
ČNB	máj 2016	2,3	(-0,4)	3,4	(0,4)	-	-

Tab. 5 Maďarsko

	Zverejnenie	2016		2017		2018	
MMF	apríl 2016	2,3	(-0,2)	2,5	(0,2)	-	-
OECD	jún 2016	1,6	(-0,8)	3,1	(=)	-	-
EK	máj 2016	2,5	(0,4)	2,8	(0,3)	-	-
MNB	marec 2016	2,8	(0,3)	3,0	(=)	-	-

Tab. 6 Poľsko

	Zverejnenie	2016		2017		2018	
MMF	apríl 2016	3,6	(0,1)	3,6	(=)	-	-
OECD	jún 2016	3,0	(-0,4)	3,5	(=)	-	-
EK	máj 2016	3,7	(0,2)	3,6	(0,1)	-	-
NBP	marec 2016	3,8	(0,5)	3,8	(0,3)	3,4	-

1) Rast globálnej ekonomiky bez eurozóny.

Poznámka: Údaje v zátvorkách vyjadrujú zmenu v percentuálnych bodoch oproti predchádzajúcej predikcii.