



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



SPRÁVA O MEDZINÁRODNEJ EKONOMIKE

DECEMBER 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
20. decembra 2016.

Dátum uzávierky pre spracovanie štvrťročnej správy
bol 9. decembra 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 12 Miera nezamestnanosti a miera dlhodobej nezamestnanosti	12
2	KOMODITY	7	Graf 13 Očakávaní vývoja zamestnanosti jednotlivými odvetvami	13
3	SPOJENÉ ŠTÁTY AMERICKÉ	8	Graf 14 Predstihové indikátory a štvrtročný rast HDP eurozóny	13
4	EUROZÓNA	10	Graf 15 Medziročná miera celkovej inflácie HICP a príspevky vybraných komponentov	13
5	VÝVOJ V ČESKEJ REPUBLIKE, MAĎARSKU A POĽSKU	21	Graf 16 Ceny ropy v EUR a USD	14
	ZOZNAM BOXOV		Graf 17 Medziročný rast cien ropy a cien energií v HICP	14
	Box 1 Vývoj investícií v eurozóne	17	Graf 18 Ceny potravín: Komodity, výroba, spotrebiteľské ceny	14
	ZOZNAM TABULIEK		Graf 19 Ceny potravinových komodít a spracovaných potravín	15
	Tab. 1 Globálna ekonomika	25	Graf 20 Spotrebiteľský dopyt a inflácia cien služieb	15
	Tab. 2 USA	25	Graf 21 Ceny priemyselných tovarov bez energií a vývoj nominálneho výmenného kurzu	15
	Tab. 3 Eurozóna	25	Graf 22 Cenové očakávania v priemysle, službách a maloobchode	16
	Tab. 4 Česká republika	25	Graf 23 Cenové očakávania v priemysle a ceny výrobcov	16
	Tab. 5 Maďarsko	25	Graf 24 Rast HDP	21
	Tab. 6 Poľsko	25	Graf 25 Príspevky k medzištvrtročnému rastu HDP	21
	ZOZNAM GRAFOV		Graf 26 Príspevky k HICP inflácii	22
	Graf 1 Vývoj HDP a CLI v OECD	6	Graf 27 Indexy kurzov mien V4 voči euru	22
	Graf 2 Príspevky jednotlivých komponentov k analizovanému rastu HDP	8	Graf 28 Kľúčové sadzby NCB krajín V4	23
	Graf 3 Medziročná miera inflácie CPI a príspevky vybraných komponentov	9		
	Graf 4 Rast HDP	10	ZOZNAM GRAFOV V BOXOCH	
	Graf 5 Príspevky jednotlivých komponentov k štvrtročnému rastu HDP	10	Graf A Podiel celkových investícií na HDP	17
	Graf 6 Menovopolitické sadzby a miera úspor domácností	11	Graf B Tvorba hrubého fixného kapitálu	17
	Graf 7 Hodnotenie správneho času na veľké nákupy spotrebiteľmi a rast spotreby	11	Graf C Medziročný rast tvorby hrubého fixného kapitálu a potenciálny rast	18
	Graf 8 Hodnotenie konkurencieschopnosti v priemysle a priemyselná výroba	11	Graf D Investície v eurozóne	19
	Graf 9 Exportné očakávania v priemysle a priemyselná výroba	11	Graf E Investície v eurozóne	19
	Graf 10 Faktory limitujúce produkciu v priemysle	12	Graf F Investície v eurozóne a vývoj úverov	19
	Graf 11 Faktory limitujúce produkciu v priemysle	12	Graf G Investície v eurozóne a náklady na financovanie	20
			Graf H Investície v eurozóne a nákupy ECB v rámci programu APP	20



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

Rast svetovej ekonomiky sa v 3. štvrtroku 2016 zvýšil, keď sa stabilizovala dynamika hospodárskej aktivity vo vyspelých krajinách a mierne vzrástla v rozvíjajúcich sa ekonomikách. Rast globálneho hospodárstva však naďalej zostal mierne a ovplyvnený niekoľkými faktormi, ktoré budú mať dopad na hospodársky vývoj aj v ďalšom období. Nízke ceny komodít, ktorým sa musia prispôbiť globálni exportéri, postupný prechod k vyváženejšej štruktúre čínskej ekonomiky, očakávaná normalizácia menovej politiky v USA, ako aj neistota sprevádzajúca budúce nastavenie vzťahov medzi EÚ a Spojeným kráľovstvom, budú formovať tendencie svetovej ekonomiky.

Výrazne prorastovo na globálnu ekonomiku v 3. štvrtroku 2016 pôsobila americká ekonomika. K jej silnej akcelerácii síce prispel jednorazový efekt v oblasti exportov, naďalej však profitovala zo súkromnej spotreby podporenej pretrvávajúcimi nízkymi sadzbami a priaznivým vývojom na trhu práce. Očakávaný pokles úspor, ktoré si domácnosti ušetrili v období nízkych cien energií by mal podporovať súkromnú spotrebu aj naďalej, jej rast sa však môže spomaliť v dôsledku vývoja zamestnanosti a rastúcich cien energií. Ekonomiku by mali podporiť aj investície, ktoré boli v minulosti poznačené kontrakciou v energetickom sektore. Mierne sa zrýchlila aj dynamika Japonska, aj keď prvotné odhady naznačovali lepšiu výkonnosť. Tým zaznamenala ekonomika rast už tretí štvrtrok v rade. Aj v jej prípade zohral dôležitú úlohu zahraničný obchod, keď došlo k akcelerácii vývozov pri súčasnom poklese dovozov. Hospodárstvo podporila aj súkromná a vládna spotreba, na druhej strane investície a zásoby pôsobili tlmiaco. Odloženie fiškálnej konsolidácie, fiškálne stimuly a akomodatívna menová politika by mali podporovať ekonomiku aj naďalej a udržať jej rast nad potenciálom. Eurozóna rástla rovnakým tempom ako v predchádzajúcom štvrtroku, pričom jej rast generovala súkromná aj vládna spotreba. Na druhej strane príspevok čistého exportu bol negatívny. V nasledujúcom období sa predpokladá oživenie ekonomickej aktivity, pričom hlavným faktorom rastu by mal byť naďalej domáci dopyt podporený akomodatívnym nastavením menovej politiky ECB. Zvýšiť by sa mal aj rast exportov v sú-

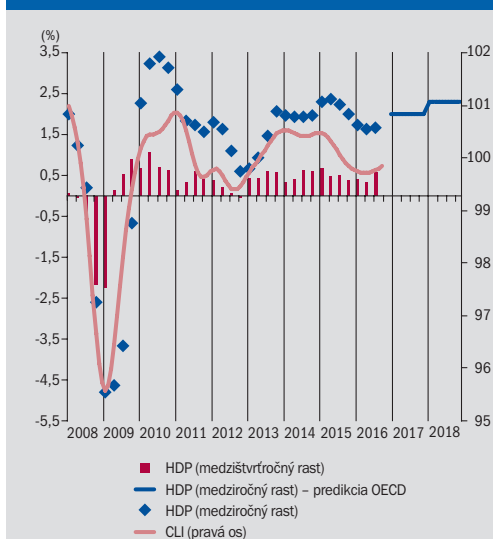
lade s očakávaným globálnym oživením. Lepšiu výkonnosť, ako sa predpokladalo po výsledkoch referenda, dosiahlo hospodárstvo Spojeného kráľovstva. Napriek miernemu spomaleniu ekonomiku podržala súkromná spotreba a slabší kurz sa odrazil v obnove vývozov a výraznejšom poklese dovozov. Na zhoršené vyhliadky ekonomiky po Brexite reagovala Bank of England uvoľnením menovej politiky, keď po prvýkrát od roku 2009 pristúpila k zníženiu úrokových sadzieb a súčasne rozšírila kvantitatívne uvoľňovanie. Zvýšená neistota ohľadom budúceho nastavenia obchodných vzťahov však naďalej znižuje vyhliadky ekonomického rastu cez investície a zahraničný obchod.

V rámci rozvíjajúcich sa ekonomík si Čína udržala stabilné tempo rastu, a za prvé tri štvrtroky tak dosiahla medziročné tempo 6,7 %. Tým sa priblížila k cieľu ekonomického rastu stanoveného na tento rok (6,5 %). Za uvedeným vývojom však stojí obnova politických stimulov, keď štátne investície nahradili oslabenie súkromných investícií. Snaha podporiť ekonomickú aktivitu týmto spôsobom však naznačuje, že prijímanie štrukturálnych reforiem, ktoré by v budúcnosti mali prispieť k vyváženejšej štruktúre ekonomiky, nie je dostatočné. Z krátkodobého hľadiska výraznejšie spomalenie čínskej ekonomiky je nepravdepodobné, keďže rast spotreby je solídny a pokračujúca akomodatívna menová politika a fiškálne stimuly by mali naďalej podporovať hospodárstvo. Ekonomika Indie sa po krátkodobom miernom spomalení v predchádzajúcom štvrtroku vrátila k silnej dynamike a potvrdila tak pozitívne vyhliadky podporené priaznivou dôverou a pokrokom v ekonomickej reforme. Nárast miezd vo verejnom sektore a spomínané štrukturálne reformy predovšetkým v oblasti daní z tovarov a služieb by mali cez podnikateľské investície udržať rast ekonomiky na vysokých úrovniach. Ruská ekonomika ešte aj v 3. štvrtroku 2016 poklesla, jej recesia však bola najnižšia za posledných sedem štvrtrokov. V najbližšom období by sa Rusko malo dostať na prorastovú trajektóriu podporenú priaznivejšími finančnými podmienkami, keďže centrálna banka reagovala na deflačný vývoj znížením sadzieb. Neistota ohľadom budúceho vývoja však pretrváva,

keďže napriek rastu miezd spotrebiteľská dôvera zostáva na nízkej úrovni a prísnejšia fiškálna politika môže mať tlmiaci dopad do ekonomiky. Brazílska ekonomika klesala aj naďalej, i keď medziročná dynamika poklesu bola miernejšia ako v predchádzajúcom štvrtroku. Napriek miernemu zlepšeniu klesali s výnimkou exportu všetky komponenty ekonomiky, ktorá zostáva oslabená vysokou nezamestnanosťou, nízkou podnikateľskou a spotrebiteľskou dôverou a nízkymi cenami komodít.

Celkovo sa v 3. štvrtroku 2016 rast ekonomickej aktivity v krajinách OECD zrýchlil na 0,6 % z 0,3 % dosiahnutého v predchádzajúcom štvrtroku. Aj v medziročnom porovnaní sa hospodársky rast zvýšil z 1,6 % na 1,7 %. Zrýchľovanie rastu globálnej ekonomiky potvrdil aj kompozitný indikátor ekonomickej dôvery v krajinách OECD (Composite Leading Indicator)¹, ktorý sa v 3. štvrtroku 2016 zvýšil a v uvedenom trende pokračoval aj v októbri.

Graf 1 Vývoj HDP a CLI v OECD



Zdroj: OECD.

Poznámka: CLI – Composite Leading Indicators.

Globálna ekonomická aktivita by mala v nasledujúcom období rásť miernym tempom. Nízke úrokové sadzby, pozitívny vývoj na trhu práce, priaznivá dôvera, ako aj nová administratíva avizujúca implementovať výrazné fiškálne opatrenia by mala podporiť spotrebu a investície v USA. Rovnako môžu globálnu aktivitu podporiť robustnejšie fiškálne uvoľnenia v ďalších vyspelých ekonomikách. Svetová ekonomika môže rásť rýchlejšie aj v prípade, že Čína bude pokračovať vo fiškálnych stimuloch zameraných na podporu dopytu.

Postupne slabnúci efekt minulých poklesov cien ropy sa v 3. štvrtroku 2016 prejavil v spotrebiteľských cenách. Napriek tomu, že ceny energií klesali aj naďalej, ich tempo poklesu sa zmiernilo, a posunuli tak v septembri medziročnú mieru inflácie v krajinách OECD na 1,2 % v porovnaní s 0,9 % zaznamenanými v júni. Na druhej strane v cenách potravín sa prejavili dlhodobé negatívne rasty cien potravinových komodít z minulosti a inflácia potravín v krajinách OECD sa prvýkrát od marca 2010 dostala do záporných hodnôt. Okrem cien potravín pôsobila tlmiaco na celkovú infláciu aj jadrová inflácia, ktorá sa mierne znížila na 1,8 % v septembri z 1,9 % v júni. Uvedený vývoj pokračoval aj v októbri, kedy ceny potravín klesali naďalej a jadrová inflácia dosiahla 1,7 %. Napriek tomu rast spotrebiteľských cien akceleroval na 1,4 % v dôsledku výrazne pomalšieho poklesu cien energií.

V ďalšom období by globálna inflácia mala začať postupne rásť. Z krátkodobého hľadiska by mal vymiznúť efekt minulých poklesov cien ropy a postupne by na základe aktuálnych futures, mali ceny ropy pôsobiť na infláciu prorastovo. Súčasne by v strednodobom horizonte malo infláciu podporiť postupné znižovanie voľných kapacít na globálnej úrovni. Na druhej strane nedávne fluktuácie v cenách ropy sa zatiaľ neprejavujú v inflačných očakávaniach vo vyspelých ekonomikách.

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



2 KOMODITY

Komoditné ceny sa v 3. štvrťroku 2016 v priemere v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom opäť zvýšili, avšak oveľa miernejším tempom ako v 2. štvrťroku 2016. Výraznejšie sa spomalila hlavne dynamika cien energetických komodít.

V rámci energetických surovín cena ropy poklesla iba marginálne, priemerná cena ropy Brent zostala približne na úrovni predchádzajúceho štvrťroka (cca 46 USD/barel). Utlmený očakávaný dopyt a jej rastúca produkcia spočiatku pôsobili na jej pokles, následné prerušenie produkcie a septembrová dohoda krajín OPEC obmedziť ťažbu viedli k opačnému vývoju jej ceny. Ropa tak mala v 3. štvrťroku iba nepatrný dopad na vývoj cien energetických komodít. Tie ovplyvnili predovšetkým ceny zemného plynu, ktoré sa v USA zvýšili v reakcii na horúce leto a chladnejšie jesenné počasie. Súčasne sa výrazne zvýšili ceny uhlia v dôsledku silného dopytu z Číny. Spomalenie rastu cien neenergetických komodít oproti predchádzajúcemu štvrťroku bolo spôsobené predovšetkým agrokomoditami, nakoľko

po relatívne silnom cenovom prírastku v predchádzajúcom štvrťroku opäť zaznamenali pokles, a to výhradne v dôsledku cien vývoja potravinového indexu. Pozitívne vyhliadky produkcie totiž stlačili nadol hlavne ceny pšenice, kukurice a sóje. Nepatrný vplyv na ceny neenergetických komodít mali ceny kovov, ktoré si napriek spomaleniu zachovali relatívne stabilné tempo rastu. Dopyt Číny po priemyselných kovoch sa prejavil hlavne na cene niklu a zinku. Rast cien komodít pokračoval aj v októbri, ich vývoj však formovali predovšetkým energetické komodity (uhlie a ropa).

Na medziročnej báze sa pokles cien komodít v 3. štvrťroku 2016 výrazne zmiernil. Ich vývoj ovplyvnili jednak neenergetické komodity, ktorých ceny dosiahli kladné prírastky po vyše 3 rokoch, ale aj energetické komodity, ktorých medziročný pokles sa značne zmiernil. V rámci neenergetických komodít to boli predovšetkým ceny kovov, ktorých ceny sa v medziročnom porovnaní po výrazných prepadoch v posledných mesiacoch stabilizovali.

3 SPOJENÉ ŠTÁTY AMERICKÉ

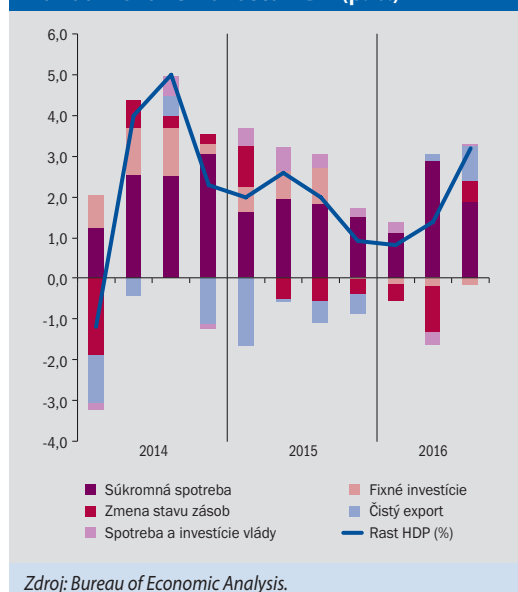
Rast americkej ekonomiky sa v 3. štvrtroku 2016 výraznejšie zrýchlil, keď sa anualizovaná dynamika rastu zvýšila na 3,2 % z 1,4 % dosiahnutých v predchádzajúcom štvrtroku. Súčasne sa zvýšilo aj tempo rastu na medziročnej báze z 1,3 % na 1,6 %.

Výrazná akcelerácia hospodárstva USA bola do značnej miery ovplyvnená jednorazovým efektom exportnej výkonnosti. Vývozy sa zvýšili na anualizovanej báze až o 10 %, pričom ich determinoval export sóje do Číny. Ponuku uvedenej agrokomody na globálnom trhu totiž ovplyvnila nízka úroda v Brazílii. Súčasne sa na pozitívnom vývoji exportu mohol čiastočne prejavovať postupne slabnúci vplyv apreciacie dolára z rokov 2014 – 2015. Relatívne nižšie zrýchlenie dovozov v porovnaní s exportmi tak viedlo k silnému pozitívnemu príspevku čistého vývozu k celkovému ekonomickému rastu. Po dlhšom období prorastovo ovplyvnili ekonomiku aj zásoby. Súkromná spotreba pokračovala v rastúcom trende, avšak miernejším tempom ako v predchádzajúcom štvrtroku. V rámci nej sa posilnila iba spotreba tovarov dlhodobej spotreby. Nepatrný vplyv na ekonomiku mala

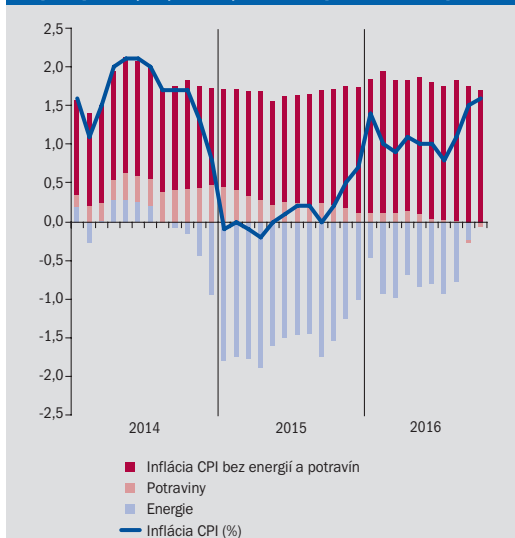
spotreba a investície vládneho sektora. Fixné investície naďalej pôsobili tlmiaco, keď klesli približne rovnakým tempom už tretí štvrtrok za sebou. Oživenie investícií bolo totiž eliminované prehĺbením poklesu investícií do zariadení a pokračujúcim znížením rezidenčných investícií. Vo 4. štvrtroku 2016 by sa mal rast ekonomiky USA spomaliť, nakoľko napriek očakávanému silnejúcemu vplyvu domáceho dopytu došlo podľa dostupných údajov ku korekcii silných exportov pri súčasnom posilnení dovozu kapitálových a spotrebných tovarov.

Medziročný rast spotrebiteľských cien v USA sa v 3. štvrtroku 2016 odrazil od dna a v septembri dosiahol najvyššiu úroveň za posledné 2 roky. Ešte v júli síce došlo k miernemu zníženiu inflácie, ktoré bolo odrazom prehĺbenia poklesu cien energií, v nasledujúcich mesiacoch však spotrebiteľské ceny akcelerovali. Ich vývoj opätovne determinovali výhradne ceny energií, nakoľko rast cien potravín stagnoval a jadrová inflácia zostala stabilná. Následne v auguste a hlavne v septembri ceny energií reagovali na výrazné utlmenie poklesu cien benzínu a súčasne na návrat síce k miernym, ale kladným medziročným prírastkom v prípade cien zemného plynu a elektriny. Vývoj cien potravín bol v hodnotenom období utlmený v dôsledku nevýrazného vývoja cien agrokomodít a v septembri sa dokonca ceny potravín po prvýkrát od marca 2010 medziročne znížili. Miera inflácie sa v septembri zvýšila na 1,5 % v porovnaní s 1,0 % dosiahnutými v júni. Celková inflácia bez potravín a energií zostala v septembri v porovnaní s úrovňou v júni nezmenená (2,2 %). V októbri pokračoval dynamickejší vývoj spotrebiteľských cien. Jadrová inflácia síce poklesla na 2,1 % a mierne sa prehĺbil aj pokles cien potravín, ceny energií však po vyše 2 rokoch dosiahli medziročný rast, čím kompenzovali uvedený vývoj a ovplyvnili tak zvýšenie celkovej inflácie na 1,6 %. Akcelerácia cenového vývoja spolu so zlepšujúcimi sa podmienkami na trhu práce, rýchlejším ekonomickým rastom a pravdepodobnými fiškálnymi stimulmi v ďalšom roku môžu naznačovať v blízkom období normalizáciu menovej politiky USA.

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



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



Zdroj: Bureau of Labour Statistics a výpočty NBS.

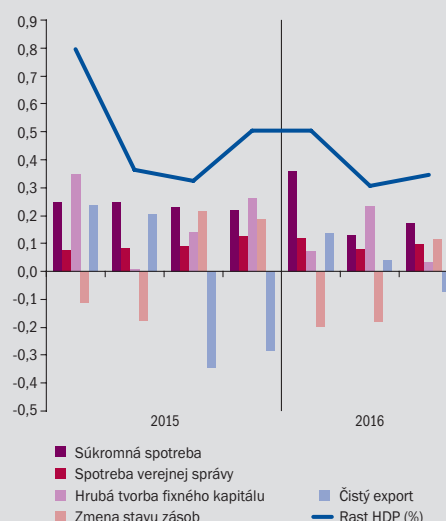
Federálny výbor pre operácie na voľnom trhu (FOMC) na svojich zasadnutiach v júli, septembri a novembri ponechal cieľovú sadzbu federálnych fondov nezmenenú na úrovni 0,25 % až 0,50 %. Charakter menovej politiky je aj naďalej akomodačný a podporujúci ďalšie zlepšovanie podmienok na trhu práce a návrat k 2 % inflácii. FOMC na septembrovom a novembrovom zasadnutí zhodnotil, že dôvody na zvýšenie sadzby federálnych fondov sa posilnili, ale rozhodol počkať na ďalšie informácie ohľadom pokračujúceho pokroku k cieľom. 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 3. štvrtroku vzrástlo rovnako ako v predchádzajúcom štvrtroku o 0,3%. Spomedzi najväčších ekonomík sa dynamika ekonomického rastu zrýchlila vo Francúzsku (z -0,1 % na 0,2 %) a Taliansku (z 0,1 % na 0,3 %). Naopak, spomalila sa v Nemecku (z 0,4 % na 0,2 %) a mierne aj v Španielsku (z 0,8 % na 0,7 %), kde si však aj naďalej zachovala relatívne vysokú úroveň. Relatívne rýchlo rástlo aj holandské hospodárstvo (0,7 %), pričom tempo jeho rastu sa v porovnaní s 2. štvrtkom nezmenilo. Medziročný rast hrubého domáceho produktu sa v porovnaní s predchádzajúcim štvrtkom nezmenil (1,7 %).

Rast ekonomiky bol aj naďalej ťahaný domácim dopytom. Súkromná spotreba rástla už desiaty štvrtrok za sebou a naďalej pozitívne prispievala k hospodárskemu rastu. Napriek miernemu zrýchleniu spotrebiteľského dopytu v 3. štvrtroku (o 0,1 percentuálneho bodu na 0,3 %), jeho úroveň mierne zaostávala za predchádzajúcim obdobím). Mierne sa zrýchlil aj rast spotreby verejného sektora. V rámci jednotlivých komponentov domáceho dopytu najvýraznejšie k rastu ekonomiky prispela zmena stavu zásob. Po dvoch štvrtrokoch poklesu zásob tak došlo k ich

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



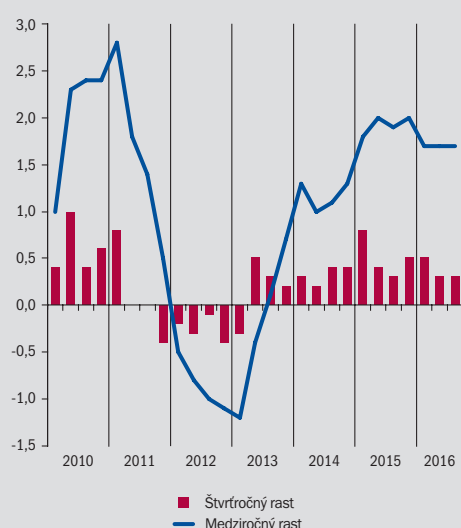
Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

obnovovaniu. Naopak, výraznejšie sa spomalil investičný dopyt (z 1,2 % na 0,2 %), čo môže súvisieť s neistotou ohľadom efektov Brexitu. Pri pohľade na vývoj krátkodobých odvetvových ukazovateľov v 3. štvrtroku však tieto naznačujú, že produkcia v odvetviach, ktoré ovplyvňujú fixné investície rástla. Pomerne výrazne sa zvýšila produkcia v stavebníctve (1,5 %) a v priemyselnej výrobe vzrástla produkcia kapitálových tovarov (0,4 %). Časť fixných investícií tak môže byť zatiaľ súčasťou rastu stavu zásob. Vplyv čistého vývozu na dynamiku hospodárstva sa po dvoch štvrtrokoch zmenil a v 3. štvrtroku tlmil ekonomickú aktivitu. Výraznejšie spomalenie tempa rastu zaznamenali tak exporty, ako aj importy (o 1,1 percentuálneho bodu, resp. 1,0 percentuálneho bodu na 0,1 %, resp. 0,2 %).

Výraznejšie oživenie spotrebiteľského dopytu je zatiaľ limitované rastom miery úspor². Aj keď markantné zníženie úrokových sadzieb vytvára predpoklady na pokles miery úspor, tá pravdepodobne v dôsledku pretrvávajúcej vysokej neistoty rástla už tretí štvrtrok za sebou. Priestor vytvorený menovou politikou pre znižovanie miery úspor a ďalšie oživenie spotreby však naďalej existuje a je podporovaný aj decembrovým rozhodnutím Rady

² Údaje za mieru úspor sú dostupné len do 2. štvrtka 2016.

Graf 4 Rast HDP (% , s. c.)

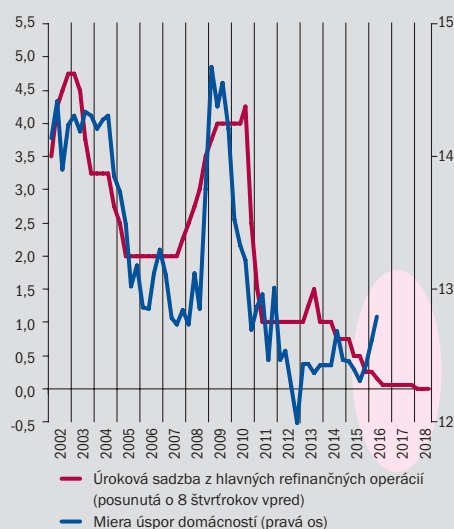


Zdroj: Macrobond.

guvernérov o predĺžení programu nákupu aktív. Po miernom zhoršení v septembri sa v októbri a novembri opäť zlepšilo hodnotenie podmienok na veľké nákupy zo strany spotrebiteľov, čo by rovnako mohlo podporiť spotrebiteľský dopyt.

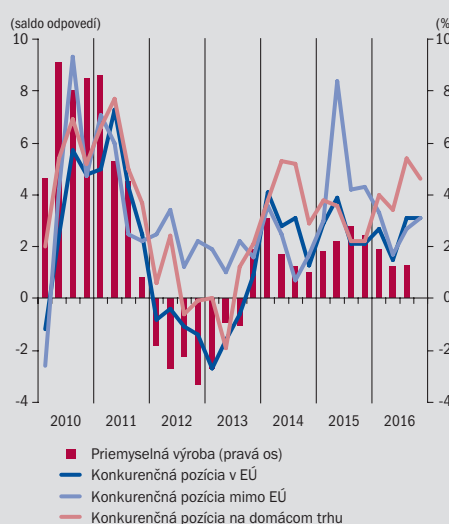
Priemyselná výroba v 3. štvrťroku 2016 pomerne dynamicky rástla (0,5 % štvrťročne), aj keď sa to neodrazilo na exportnej výkonnosti. Súviselo to pravdepodobne s tým, že časť produkcie smerovala do zásob a v exporte sa prejaví až s od-

Graf 6 Menovopolitické sadzby a miera úspor domácností (%)



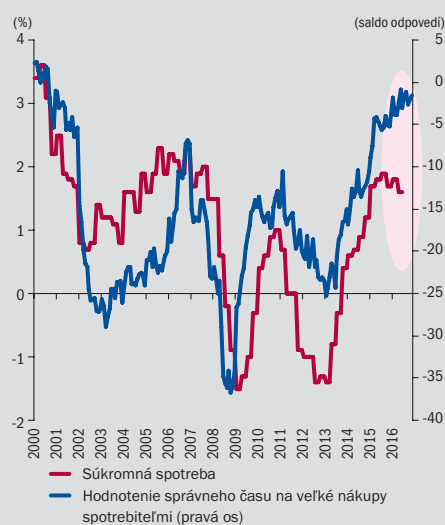
Zdroj: Macrobond.

Graf 8 Hodnotenie konkurencieschopnosti v priemysle (saldo odpovedí) a priemyselná výroba (medziročný rast v %)



Zdroj: Európska komisia, Eurostat a výpočty NBS.

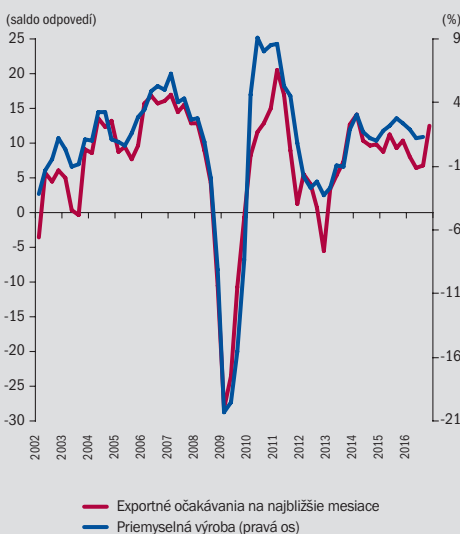
Graf 7 Hodnotenie správneho času na veľké nákupy spotrebiteľmi (saldo odpovedí) a rast spotreby (medziročná zmena v %)



Zdroj: Macrobond.

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

Graf 9 Exportné očakávania v priemysle (saldo odpovedí) a priemyselná výroba (medziročný rast v %)

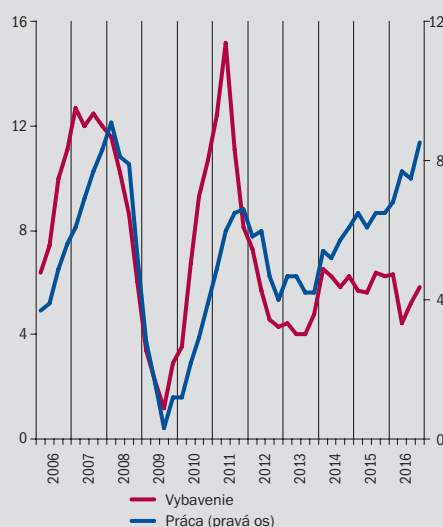


Zdroj: Európska komisia, Eurostat a výpočty NBS.

stupom. Potvrďuje to aj zlepšenie hodnotenia konkurenčnej pozície priemyslu pre 4. štvrťrok na trhoch mimo EÚ. Rovnako sa pomerne výrazne zlepšili aj exportné očakávania na najbližšie mesiace. Najrýchlejšie rástla výroba spotrebiteľských tovarov krátkodobej spotreby, zvýšila sa však aj výroba tovarov dlhodobej spotreby, kapitálových tvarov a tovarov na medzispotrebu. Rovnako sa mierne zrýchlil medziročný rast priemyselnej výroby.

Aj vo 4. štvrťroku 2016 pokleslo v priemysle vnímanie obmedzení pre produkciu zo strany dopytu, čo naznačuje ďalšie posilňovanie ekonomiky. Súčasne došlo ku korekcií pri hodnotení obmedzení zo strany finančných faktorov. Tie sa v 3. štvrťroku výraznejšie zhoršili, čo však pravdepodobne súviselo s výsledkami referenda o Brexite. Posilňovanie ekonomiky a trhu práce naznačuje aj obnovený rastúci trend vnímaných obmedzení zo strany práce. Pokračovala tiež korekcia vnímania obmedzení zo strany vybavenia, ktoré sa v 2. štvrťroku výraznejšie prepádli, v ďalších dvoch štvrťrokoch však postupne opäť rastú. Zvýšenie obmedzení zo strany vybavenia tak môže naznačovať, že spomalenie investičného dopytu v 3. štvrťroku môže byť prechodné.

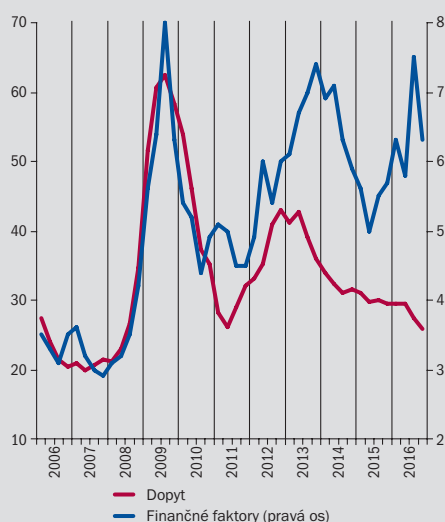
Graf 11 Faktory limitujúce produkciu v priemysle (%)



Zdroj: Macrobond.

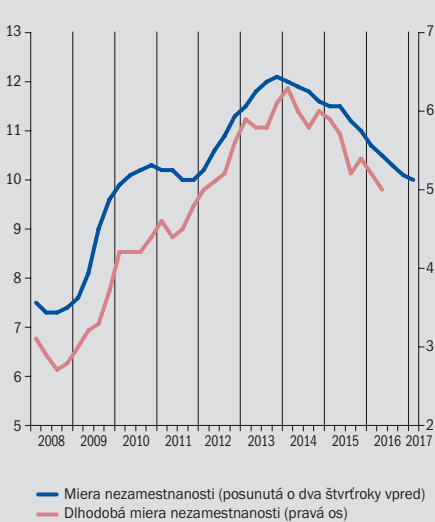
V 3. štvrťroku pokračoval trend znižovania miery nezamestnanosti, ktorá poklesla z 10,1 % v júni na 9,9 % v septembri. Mierne pokles zaznamenala aj v októbri (na 9,8 %). Očakávania ďalšieho vývoja zamestnanosti potvrdzujú tendenciu posilňovania trhu práce, keď sa v priebehu prvých

Graf 10 Faktory limitujúce produkciu v priemysle (%)

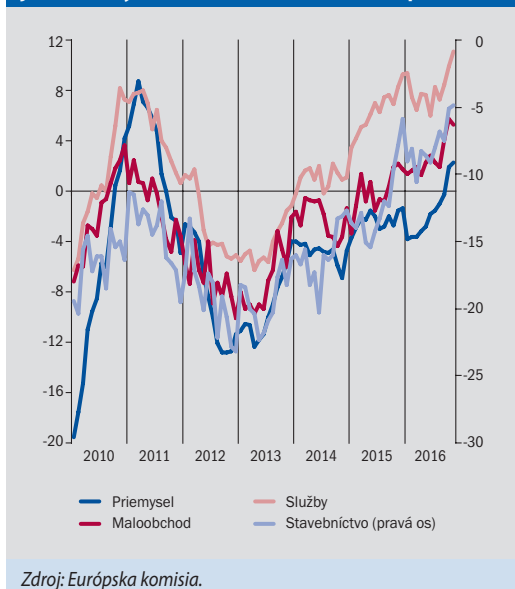


Zdroj: Macrobond.

Graf 12 Miera nezamestnanosti a miera dlhodobej nezamestnanosti (%)



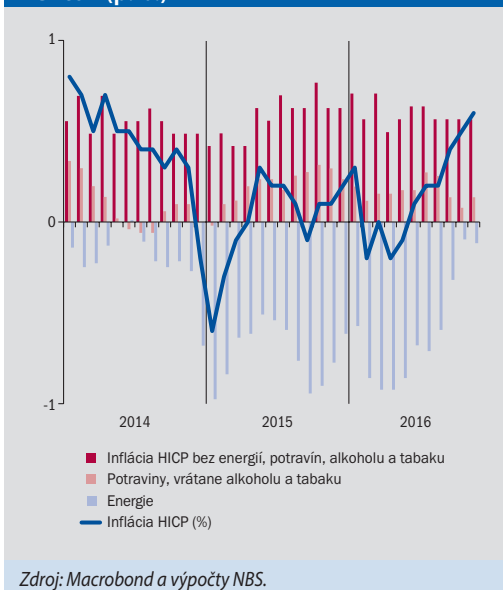
Zdroj: Eurostat.

Graf 13 Očakávania vývoja zamestnanosti jednotlivými odvetviami (saldá odpovedí)

Graf 14 Predstihové indikátory a štvrťročný rast HDP eurozóny


dvoch mesiacov 4. štvrťroka zvýšili prakticky vo všetkých odvetviach. Miernu korekciu v novembri zaznamenal len maloobchod, napriek tomu sa priemerná úroveň budúceho vývoja zamestnanosti za dva mesiace posledného štvrťroka nachádzala nad priemerom 3. štvrťroka.

Signály z predstihových indikátorov sú relatívne priaznivé a naznačujú miernu akceleráciu ekonomického rastu. Väčšina indikátorov sa zotavila z negatívneho impulzu výsledkov britského referenda a v priebehu prvých dvoch mesiacov 4. štvrťroka sa posilnila. PMI pre eurozónu sa zvýšil tak v októbri, ako aj v novembri a jeho priemerná úroveň za tieto dva mesiace dosiahla 53,6 (v porovnaní s 52,9 v 3. štvrťroku). V októbri sa výrazne posilnil aj PMI pre Nemecko (v novembri nepatrne korigoval smerom nadol) a jeho priemerná úroveň za dva mesiace 4. štvrťroka dosiahla 55,1. V porovnaní s 3. štvrťrokom (53,8) to predstavuje výrazné zlepšenie a naznačuje zrýchlenie ekonomického rastu v poslednom štvrťroku 2016. Podobný vývoj zaznamenal aj Indikátor ekonomického sentimentu, ktorý sa pre eurozónu zlepšil v oboch mesiacoch. V prípade Nemecka, rovnako ako pri PMI, zaznamenal v novembri po výraznejšom októbrovom posilnení miernu korekciu. Rovnako sa však tak v prípade eurozóny ako aj Nemecka nachádza nad priemerom 3. štvrťroka. Zlepšenie sentimentu naznačuje aj IFO pre nemeckú ekonomiku a rovnako aj ZEW indikátor.

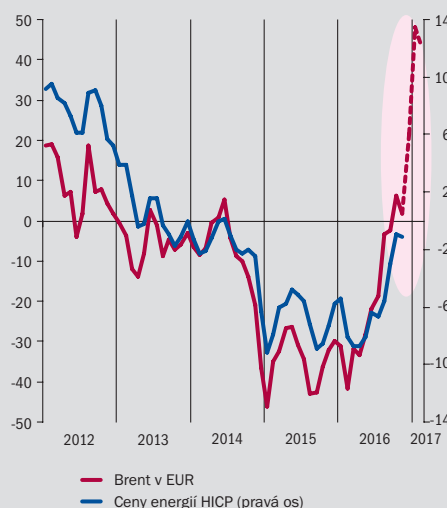
V priebehu 3. štvrťroka HICP inflácia postupne akcelerovala najmä v dôsledku spomaľovania medzioročnému poklesu cien energií. Ku koncu štvrťroka dosiahol rast spotrebiteľských cien 0,4 % v porovnaní s 0,1 % v júni. V júli pokračovala aj akcelerácia dynamiky cien potravín, tá sa však v ďalších mesiacoch zmiernila a nepodporila cenový vývoj. Rast spotrebiteľských

Graf 15 Medzioročná miera celkovej inflácie HICP (%) a príspevky vybraných komponentov (p. b.)


cien bez energií a potravín sa mierne stlmil tak v dôsledku spomalenia rastu cien priemyselných tovarov bez energií, ako aj cien služieb (na 0,8 % v septembri v porovnaní s 0,9 % v júni). Mierne zrýchľovanie cenového rastu pokračovalo aj v nasledujúcich dvoch mesiacoch do novembra, keď sa celková inflácia zvýšila na 0,6 %. V októbri cenový rast podporilo ďalšie zmiernenie poklesu cien energií, kým opačne pôsobilo spomalenie rastu cien potravín. V novembri sa rast cien potravín naopak zrýchlil, kým ceny energií pôsobili na akceleráciu inflácie tlmiačo. Inflácia bez cien energií a potravín bola v oboch mesiacoch stabilná. Dynamika inflácie je tak naďalej ovplyvňovaná predovšetkým ponukovými faktormi, kým dopytovo senzitívne zložky si udržiavajú pomerne stabilný, no relatívne nízky cenový rast.

Ceny energií aj naďalej takmer verne kopirovali medziročný rast cien ropy na svetových trhoch a determinovali tak aj vývoj celkovej inflácie. Ceny ropy síce v júli poklesli a v ďalších dvoch mesiacoch boli viac-menej stabilné, v dôsledku bazického efektu sa však ich medziročný pokles výraznejšie spomalil. V októbri cena ropy vzrástla a jej medziročná dynamika sa po viac ako dvoch rokoch posunula do kladných hodnôt. Výrazne sa opäť spomalil aj pokles spotrebiteľských cien energií. V novembri sa síce medziročný rast cien ropy zmiernil, v najbližších mesiacoch by v dô-

Graf 17 Medziročný rast cien ropy a cien energií v HICP (%)



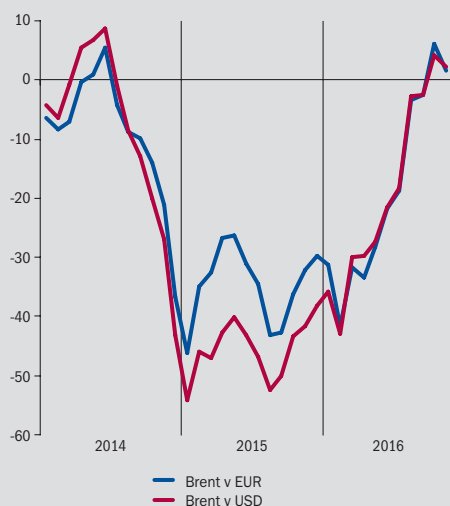
Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

Poznámka: Prerušovaná čiara naznačuje očakávanú medziročnú dynamiku cien ropy v decembri 2016 až februári 2017 pri zaфикsovaní ceny ropy na úrovni z novembra 2016.

sledku bazického efektu však mal výraznejšie akcelerovať.

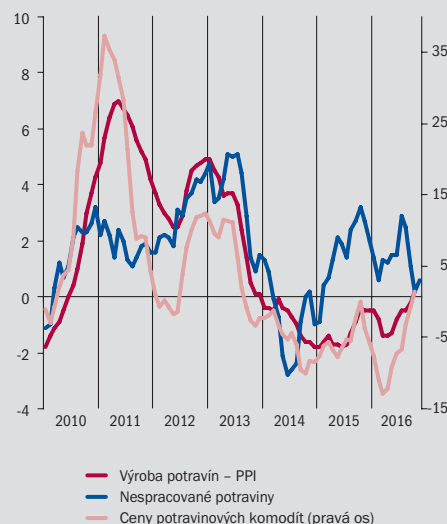
V 3. štvrtroku, ako aj ďalších dvoch mesiacoch pokračovalo oživenie na trhu potravinových komodít a postupne sa premietalo do zrýchlenia dynamiky cien výrobcov potravín. Tento vývoj

Graf 16 Ceny ropy v EUR a USD (medziročný rast v %)



Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

Graf 18 Ceny potravín: Komodity, výroba, spotrebiteľské ceny (medziročný rast v %)



Zdroj: Macrobond, ECB a výpočty NBS.

Graf 19 Ceny potravinových komodít a spracovaných potravín (medziročný rast v %)


Zdroj: Macrobond.

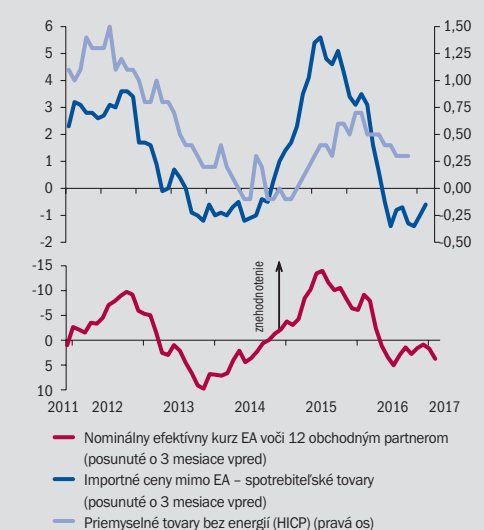
Graf 20 Spotrebiteľský dopyt a inflácia cien služieb (medziročná zmena v %)


Zdroj: Macrobond.

sa však zatiaľ výraznejšie nepremietol do spotrebiteľských cien potravín. Cenový vývoj nespracovaných potravín sa po výraznejšej akcelerácii v júli v nasledujúcich mesiacoch opäť zmiernil a až v novembri zaznamenal mierne oživenie. V porovnaní s koncom 2. štvrtroka však bol ich cenový rast v novembri nižší o 0,9 percentuálneho bodu (0,6 %). Súčasne cenová dynamika spracovaných potravín od začiatku 3. štvrtroka až do októbra stagnovala (0,5 %) a až v novembri mierne reagovala (zrýchlenie na 0,7 %) na cenovú dynamiku potravinových komodít. Tá naznačuje ďalšiu akceleráciu cenového vývoja spracovaných potravín. Na ceny potravinových komodít postupne reagovali ceny výrobcov potravín, ktorých medziročný pokles sa postupne zmiernoval a v októbri už ich ceny mierne medziročne rástli.

Cenový vývoj dopytovo senzitivných položiek inflácie bol v 3. štvrtroku naďalej tlmený silným konkurenčným prostredím. Inflácia cien služieb v priebehu celého štvrtroka a aj v nasledujúcich mesiacoch do novembra (1,1 %) viac-menej stagnovala. Relatívne silný rast spotrebiteľského dopytu naďalej naznačuje, že by malo dochádzať k miernemu zrýchľovaniu rastu cien služieb. Vysoká úroveň konkurencie a snaha o získanie trhovských podielov však pravdepodobne tlmia vplyv vyššieho dopytu. Navyše sa medziročný rast spotrebiteľského dopytu v posledných štvrt-

rokoch mierne spomalil, čo zmiernuje dopytové tlaky. Dynamika cien priemyselných tovarov bez energií sa v auguste mierne znížila a v ďalších mesiacoch až do novembra stagnovala na rovnakej úrovni (0,3 %). Zmiernenie poklesu importných cien, podporené aj minulým kurzovým

Graf 21 Ceny priemyselných tovarov bez energií a vývoj nominálneho výmenného kurzu (medziročná zmena v %)


Zdroj: Macrobond.

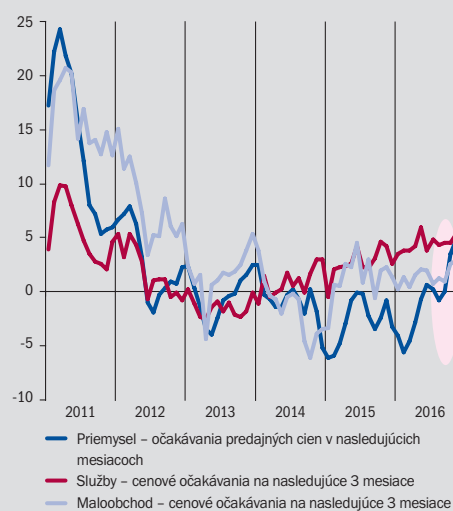
Poznámka: Kladné hodnoty v prípade výmenného kurzu vyjadrujú znehodnotenie eura.

vývojom, sa v ich cenovom vývoji zatiaľ neprejavilo. Posilnenie nominálneho efektívneho kurzu v priebehu letných mesiacov však môže dynamiku importných cien a následne priemyselných tovarov bez energií opäť tlmieť.

Cenové očakávania po dlhšej dobe zaznamenali v októbri a novembri výraznejší nárast naprieč ekonomickými odvetvami. Najvýraznejšie sa zvýšili v priemysle, miernejšie v maloobchode a službách. Zmierňovanie prepadu importných cien sa postupne premietalo do spomaľovania medziročného poklesu cien výrobcov. Posilnenie cenových očakávaní, ako aj zrýchľovanie dynamiky importných cien a cien výrobcov pravdepodobne súvisí s nákladovými faktormi vplyvujúcimi z vývoja cien energetických a neenergetických komodít.

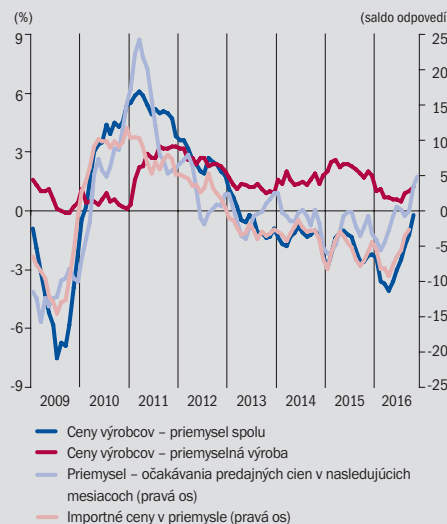
Rada guvernérov na svojich zasadnutiach od septembra do decembra rozhodla, že úroková sadzba hlavných refinančných operácií a úrokové sadzby jednoduchých refinančných a sterilizačných operácií zostanú nezmenené na úrovni 0,00 %, 0,25 %, resp. -0,40 %. Rada guvernérov naďalej očakáva, že kľúčové úrokové sadzby ECB zostanú na súčasnej alebo nižšej úrovni počas dlhšieho obdobia a ešte aj určité obdobie po skončení nákupu aktív.

Graf 22 Cenové očakávania v priemysle, službách a maloobchode (saldá odpovedí)



Zdroj: Európska komisia a Eurostat.

Graf 23 Cenové očakávania v priemysle a ceny výrobcov



Zdroj: Európska komisia, Eurostat a Macrobond.

Na svojom decembrovom zasadnutí Rada guvernérov oznámila, že mesačné nákupy aktív v objeme 80 mld. € budú prebiehať do konca marca 2017. Súčasne rozhodla o predĺžení programu nákupu aktív od apríla 2017 do decembra 2017 v mesačnom objeme 60 mld. €. V prípade potreby budú nákupy pokračovať aj dlhšie, minimálne však dovtedy, kým sa podľa Rady guvernérov neprejaví trvalá zmena vývoja inflácie zodpovedajúca jej inflačnému cieľu. Ak bude vývoj medzičasom menej priaznivý alebo ak budú podmienky financovania nekonzistentné s ďalším napredovaním k trvalej náprave smerovania inflácie, je Rada guvernérov pripravená zvýšiť a/alebo predĺžiť objem nákupov. Čisté nákupy budú vykonávané súbežne s reinvestovaním platieb zo splatných cenných papierov nakúpených v rámci programu APP. Aby bola zabezpečená plynulosť a hladká implementácia programu, Rada guvernérov rozhodla s účinnosťou od 2. 1. 2017 upraviť vybrané parametre APP nasledovne: minimálna zostatková splatnosť cenných papierov využívaných v rámci PSPP bude znížená z 2 rokov na 1 rok a zároveň budú povolené nákupy cenných papierov v rámci APP s výnosom do splatnosti nižším ako úroková miera pre sterilizačné operácie ECB, a to v nevyhnutnom rozsahu.

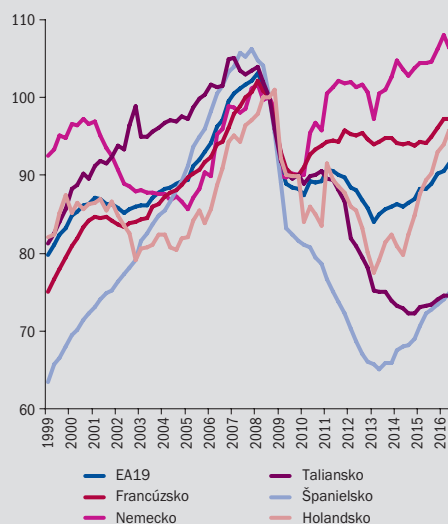
Box 1

VÝVOJ INVESTÍCIÍ V EUROZÓNE

Investície sú významným aspektom hospodárskeho cyklu a zároveň je ich vývoj jedným z faktorov, ktorý určuje podmienky pre budúci rast ekonomiky. Investície v priebehu krízy zaznamenali výrazné spomalenie, keď sa rast v roku 2007 (4,8 %) prepadol až na -11,2 % v roku 2009. Po krátkom zastavení poklesu objemu investícií v roku 2010 sa tento opäť obnovil a svoje dno dosiahol v 1. štvrtroku 2013 a to 16 % pod predkrízovou úrovňou (3Q2008=100).

Výrazne sa tiež znížil podiel celkových investícií na HDP. V eurozóne dosahoval pred krízou vyše 23 % (v roku 2007), postupne sa znížil na 19 % (v rokoch 2013 – 2015) a až v súčasnosti podiel investícií dosiahol 20 % (2Q2016). V rámci veľkých ekonomík eurozóny zaznamenali najvýraznejší prepád investície v Španielsku, a to najmä vďaka prasknutiu bubliny v stavebníctve, kde podiel investícií v stavebníctve na HDP klesol o viac ako polovicu (z 21 % v roku 2006 pod 10 % v rokoch 2013 a 2014). Tvorba hrubého fixného kapitálu sa v porovnaní s obdobím pred krízou oživovala len postupne a predkrí-

Graf B Tvorba hrubého fixného kapitálu (3Q2008=100)

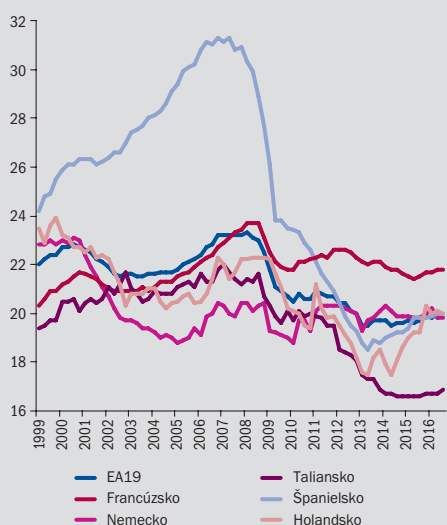


Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

zové hodnoty prekročila v rámci najväčších ekonomík eurozóny len v Nemecku. Priaznivý trend v posledných troch rokoch zaznamenalo aj Holandsko. Pomalšie sa zatiaľ z krízy v rámci vybraných ekonomík spamätávajú investície vo Francúzsku, no predovšetkým v Taliansku a Španielsku.

Pokles investícií, resp. spomalenie investičného dopytu môže mať nepriaznivý vplyv na produkčné schopnosti ekonomiky. Prepád investícií spôsobený krízou prispel k tomu, že sa znížila miera rastu potenciálneho HDP³ tak v eurozóne, ako aj v jej najväčších ekonomikách. V období pred krízou (1999 – 2008) bol priemer potenciálneho rastu HDP eurozóny na úrovni 1,97 %, zatiaľ čo v nasledujúcom období (2009 – 2018; tzn. berúc do úvahy aj predikciu potenciálneho rastu HDP Európskej komisie pre roky 2016 – 2018) sa znížil na 0,78 %. V rámci piatich najväčších ekonomík eurozóny sa v porovnávaných obdobiach priemerný potenciálny rast HDP prepadol najmä v ekonomikách Talianska (z 1,14 % na -0,34 %)

Graf A Podiel celkových investícií na HDP (%)



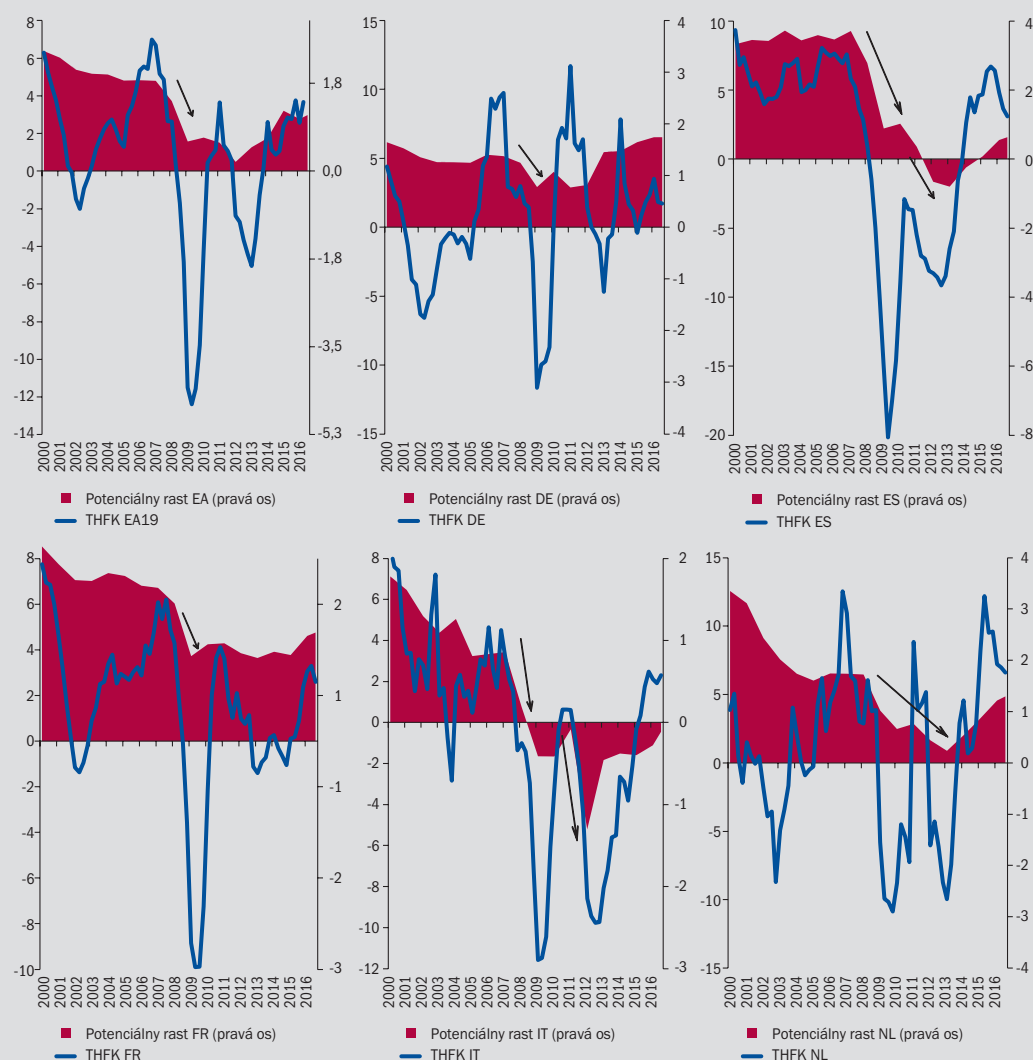
Zdroj: Eurostat.

3 Odhady potenciálneho rastu HDP sú prebraté z Európskej komisie.

a Španielska (z 3,42 % na 0,28 %), značný bol aj v Holandsku (o 1,45 percentuálneho bodu na 0,86 %). Vo Francúzsku sa rast potenciálneho HDP spomalil v priemere v porovnaní s predkrízovým obdobím o 0,76 percentuálneho bodu (na 1,05 %). Najmenej sa vplyv turbulen-

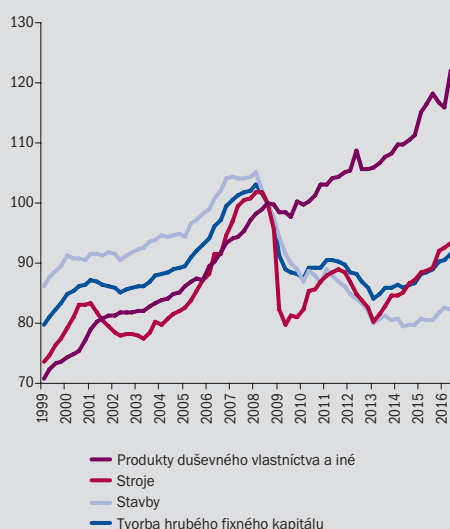
cií a následné pribrzdenie investícií prejavilo na nemeckom potenciálnom raste HDP, ktorý sa v priemere od roku 2009 v porovnaní s predkrízovým obdobím spomalil len o 0,08 percentuálneho bodu (na 1,31 %). Práve v tejto ekonomike sa investície oživil najrýchlejšie.

Graf C Medziročný rast tvorby hrubého fixného kapitálu a potenciálny rast (%)



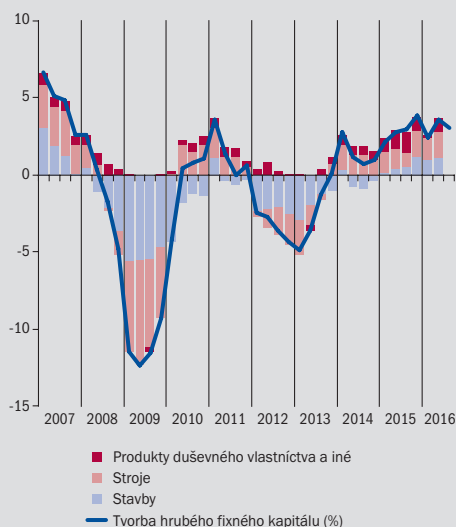
Zdroj: Eurostat, Európska komisia a výpočty NBS.

Z hľadiska použitia zaznamenali investície do strojov, stavieb, ako aj produktov duševného vlastníctva spomalenie a následný výrazný prepád v rokoch 2008 a 2009. Počas ďalších dvoch rokov sa mierne oživilo až na investície do stavieb, ktoré vykázali medziročný rast len v 1. štvrtroku 2011. Po opätovnom, avšak už miernejšom poklese v roku 2012 a začiatku ožiovania v roku 2013, sa vo vývoji investícií začali prejavovať výsledky nastolených podporných politík, dostupnosť zdrojov financovania a v neposlednom rade obnovujúca sa dôvera v ekonomike. Ako prvé sa zotavili investície do produktov duševného vlastníctva (v druhej polovici roka 2013), nasledovali ich investície do strojov (na prelome rokov 2013 a 2014) a až od začiatku roka 2015 bol vykázateľný rast aj pre investície do stavieb. Avšak až na investície do produktov duševného vlastníctva sa ani investície do strojov, ani investície do stavieb nedostali na predkrízovú úroveň. V rámci jednotlivých zložiek sa podiel investícií do duševného vlastníctva zvýšil. Na začiatku roka 2007 bol podiel týchto investícií na celkových investíciách 14 % (investície do stavieb 55 % a do strojov 31 %), zatiaľ čo v polovici roka 2016 tento podiel vzrástol na 20 % (investície do stavieb 49 % a do strojov 31 %).

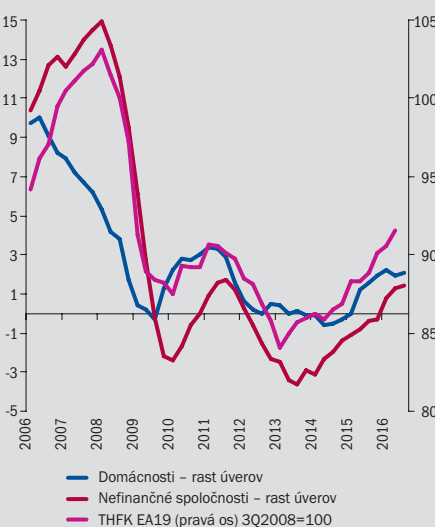
Graf E Investície v eurozóne (3Q2008=100)


Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

Oživenie investícií je podmienené zlepšovaním dopytu, predpokladaným ziskom, ako aj podmienkami na získanie zdrojov na samotné financovanie investícií a zároveň zlepšovaním nálad v ekonomike. V posledných rokoch investície podporili viaceré politiky, ktoré

Graf D Investície v eurozóne (medziročný rast v %, príspevky k rastu v p. b.)


Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

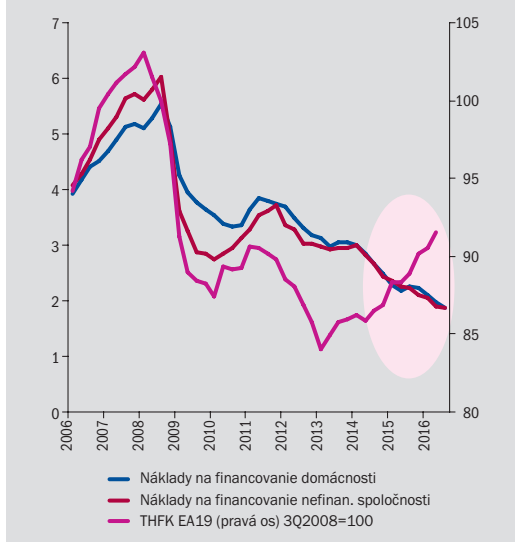
Graf F Investície v eurozóne a vývoj úverov (medziročný rast v %; 3Q2008=100)


Zdroj: Eurostat, ECB a výpočty NBS.

mali za cieľ zlepšiť regulačné prostredie, úverové podmienky, zvýšiť flexibilitu pracovnej sily a vytvoriť podmienky na reštrukturalizáciu. V rámci menovej politiky ECB reagovala priebežne na vývoj krízy a implementovala opatrenia na podporu fungovania transmisného mechanizmu. Prostredníctvom Progra-

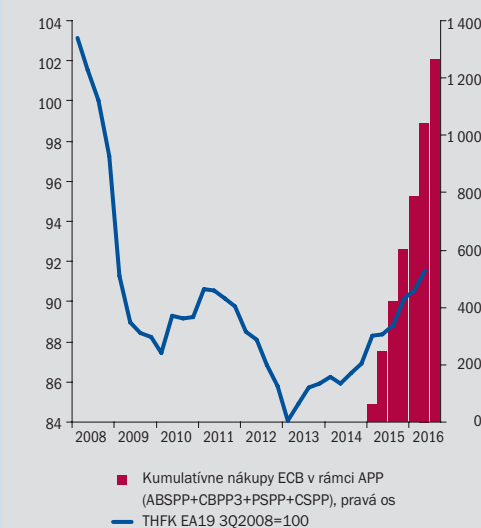
mu na nákup aktív (APP – asset purchase programme) dodala ECB bankám likviditu. Uvoľnenie úverových podmienok sa prenieslo aj do ekonomiky, znížili sa náklady na financovanie, zvýšila sa miera poskytovania úverov. Tieto opatrenia významne podporili aj investície.

Graf G Investície v eurozóne a náklady na financovanie (medziročný rast v %; 3Q2008=100)



Zdroj: Eurostat, Macrobond a výpočty NBS.

Graf H Investície v eurozóne a nákupy ECB v rámci programu APP (mld. EUR)



Zdroj: Eurostat, ECB a výpočty NBS.

5 VÝVOJ V ČESKEJ REPUBLIKE, MAĎARSKU A POĽSKU

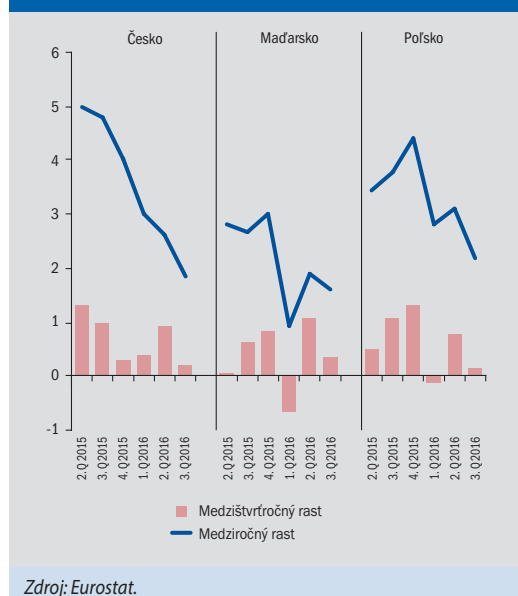
V 3. štvrťroku 2016 na medziročnej báze zaznamenali spomalenie ekonomického rastu všetky sledované ekonomiky – česká ekonomika o 0,7 percentuálneho bodu na 1,9 %, maďarská

ekonomika o 0,3 percentuálneho bodu na 1,6 % a poľská ekonomika o 0,9 percentuálneho bodu na 2,2 %.

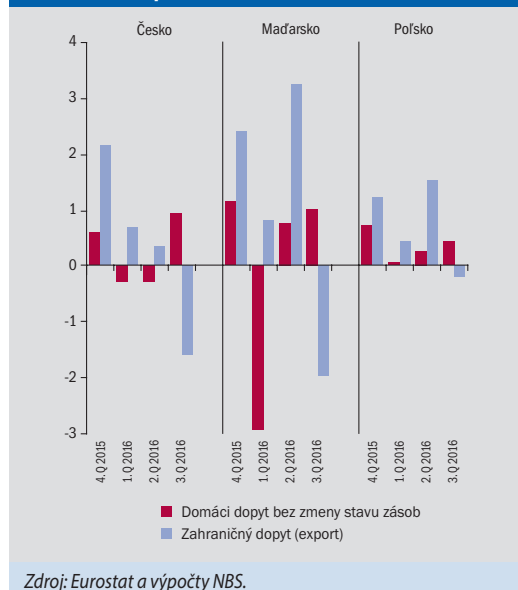
V medzištvrťročnom vyjadrení v 3. štvrťroku 2016 v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom takisto všetky sledované ekonomiky spomalili svoje tempo rastu – česká ekonomika o 0,7 percentuálneho bodu na 0,2 %, maďarská ekonomika 0,8 percentuálneho bodu na 0,3 % a poľská ekonomika o 0,6 percentuálneho bodu na 0,2 %. Tlmiaco na vývoj českej ekonomiky v tomto štvrťroku pôsobila konečná spotreba verejnej správy, zmena stavu zásob, ale najmä čistý export, keď vývoz zaznamenal výraznejší prepád ako dovoz. Naopak, pozitívne vplývalo najmä zrýchlenie tempa rastu konečnej spotreby domácností a investičného dopytu. V Maďarsku k spomaleniu ekonomického rastu prispel takisto najvýraznejšie čistý export, keď export poklesol omnoho rýchlejšie ako import. Spomalenie ekonomiky ovplyvnil aj nižší rast konečnej spotreby domácností. Spotreba verejnej správy stagnovala. Prorastovo pôsobil investičný dopyt aj zmena stavu zásob. V Poľsku sa celkový ekonomický rast spomalil najmä v dôsledku prepádu investičného dopytu a v menšej miere vďaka zápornému príspevku čistého exportu, keď podobne ako v predchádzajúcich ekonomikách tempo poklesu vývozu prevýšilo tempo poklesu dovozu. Naopak, prorastovo pôsobil spotrebiteľský dopyt ako súkromný, tak aj verejný a tiež zmena stavu zásob.

Koncom 3. štvrťroka 2016 v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom sa medziročný rast spotrebiteľských cien zrýchlil v Českej republike a v Maďarsku i Poľsku sa dynamika poklesu cien mierne znížila. K zrýchleniu tempa rastu spotrebiteľských cien v **Českej republike** (na 0,5 % oproti -0,1 % z konca predchádzajúceho štvrťroka) prispeli najmä ceny spracovaných potravín, keď po poklese koncom minulého štvrťroka v septembri naopak zaznamenali rast. Pozitívne na celkový cenový rast pôsobili aj ceny služieb, ceny energií zmiernili svoj prepád. Naopak, dynamika rastu cien priemyselných tovarov sa znížila a ceny nespracovaných potravín

Graf 24 Rast HDP (%)



Graf 25 Príspevky k medzištvrťročnému rastu HDP (p. b.)

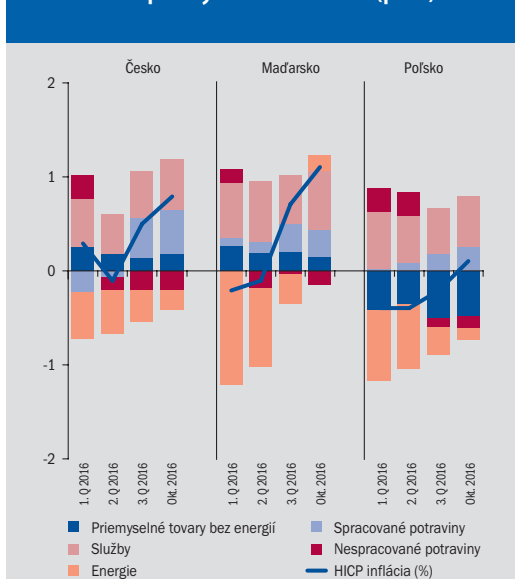


poklesli. V októbri sa celková inflácia v Českej republike ešte viac zrýchlila najmä vďaka cenám spracovaných potravín a ďalšiemu zmierneniu poklesu cien energií. V **Maďarsku** sa medziročný rast spotrebiteľských cien v septembri takisto zrýchlil, keď dosiahol 0,7 % oproti -0,1 % z konca predchádzajúceho štvrťroka. Hlavným dôvodom takéhoto vývoja bolo zrýchlenie cien spracovaných a nespracovaných potravín a zmienenie tempa poklesu cien energií. Ceny priemyselných tovarov bez energií si zachovali rovnakú dynamiku rastu, rast cien služieb sa spomalil. V októbri sa inflácia v Maďarsku opäť zrýchlila, najmä vďaka cenám energií, ktoré po dlhých mesiacoch poklesu prvýkrát zaznamenali pozitívny rast. V **Poľsku** sa v 3. štvrťroku 2016 tempo poklesu celkových spotrebiteľských cien v porovnaní s koncom predchádzajúceho štvrťroka mierne znížilo (na -0,2 % oproti -0,4 %). Hlavným dôvodom bol miernejší pokles cien energií, mierne pozitívne pôsobili aj ceny spracovaných potravín. Naopak, ceny priemyselných tovarov bez energií sa ešte výraznejšie prepádli a pokles po raste z minulého štvrťroka zaznamenali aj ceny nespracovaných potravín. Dynamika rastu cien služieb sa takmer nezmenila. V októbri sa v Poľsku celkové spotrebiteľské ceny ocitli v plusových hodnotách, za čo mohlo najmä výraznejšie spomalenie poklesu cien energií a rýchlejší rast cien služieb.

Na konci 3. štvrťroka 2016 sa v porovnaní s koncom predchádzajúceho štvrťroka kurzy všetkých sledovaných mien voči euru zhodnotili – česká koruna o 0,41 %, maďarský forint o 2,29 % a poľský zlotý o 2,64 %, čo bolo dané najmä oslabením mien stredoeurópskeho regiónu koncom júna v dôsledku výsledku referenda o Brexite. 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. Vývoj maďarského forintu a poľského zlotého v tomto období ovplyvňoval sentiment na finančných trhoch, ktorý sa odvíjal najmä od výsledkov referenda o Brexite a neskôr v priebehu štvrťroka po upokojení trhov, od zverejnenia makroekonomických dát z USA aj eurozóny a od očakávaní ďalších krokov hlavných centrálnych bánk.

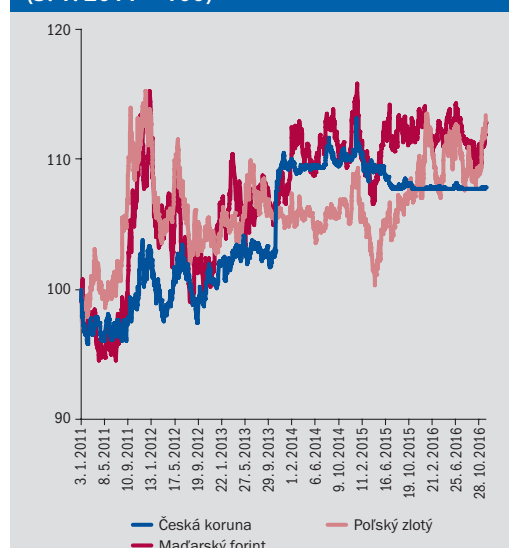
Po miernom oslabení z konca 2. štvrťroka (výsledky referenda o Brexite) sa kurz českej koruny v priebehu štvrťroka aj vďaka intervenciám ČNB držal tesne nad úrovňou 27,0 CZK/EUR. ČNB neuvažuje o ukončení kurzového záväzku pred druhou polovicou roka 2017, takže minimálne do tohto termínu sa nedá očakávať výraznejšia apreciácia českej koruny voči euru. Kurz maďarského forintu sa voči euru po oslabení z konca 2. štvrťroka v priebehu 3. štvrťroka stabilizoval

Graf 26 Príspevky k HICP inflácii (p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

Graf 27 Indexy kurzov mien V4 voči euru (3. 1. 2011 = 100)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

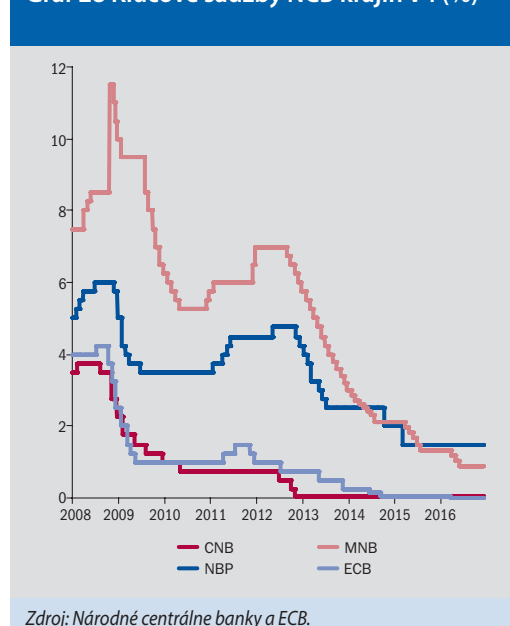
Poznámka: Pokles hodnoty predstavuje apreciáciu.

a neskôr na vývoj kurzu pôsobili aj rozhodnutia centrálnej banky o ďalšom uvoľnení menovopolitických podmienok (zníženie jednodňovej aj týždennej refinančnej sadzby na úroveň základnej sadzby 0,9 %, zmena frekvencie tendrov na trojmesačné depozity z týždennej na mesačnú), ale aj zvýšenie ratingu Maďarska ratingovými agentúrami. Koncom roka 2016 mal na oslabenie maďarského forintu dopad výsledok amerických prezidentských volieb. Poľský zlotý vo vzťahu k euru sa po depreciačných tendenciách z konca 2. štvrťroka takisto po upokojení finančných trhov stabilizoval, avšak k výraznejšej apreciácii nedošlo z dôvodu zhoršených vyhládok poľskej ekonomiky (schválenie zníženia veku odchodu do dôchodku a tým zaťaženie rozpočtu do budúcnosti) k čomu sa pridal, podobne ako pri maďarskom forint, výsledok prezidentských volieb v USA a ďalšie externé faktory (očakávanie zvýšenia sadzieb FED-om).

V 3. štvrťroku 2016 spomedzi sledovaných krajín nepristúpila k zmene menovopolitických podmienok prostredníctvom úrokových sadzieb žiadna z centrálnych bánk. K zmene menovopolitického nastavenia došlo až v októbri a novembri v Maďarsku. V Českej republike zostali sadzby na nezmenenej úrovni (0,05 %, tzv. technická nula). **Česká národní banka** na svojich zasadnutiach aj v 3. štvrťroku 2016 potvrdila svoj záväzok používať výmenný kurz ako ďalší nástroj uvoľňovania menovopolitických podmienok a opustiť ho až v polovici roka 2017, teda v celom horizonte prognózy (k čomu aj počas 3. štvrťroka využívala devízové intervencie celkovo v objeme 5,051 mld. CZK). K udržateľnému plneniu inflačného cieľa, ktoré je podmienkou pre návrat do štandardného režimu menovej politiky, by podľa bankovej rady malo dôjsť v druhej polovici roka 2017. Na svojom augustovom zasadnutí ČNB konštatovala pripravenosť posunúť hladinu kurzového záväzku na slabšiu úroveň, pokiaľ by malo dôjsť k ďalšiemu poklesu inflačných očakávaní. Na svojom septembrovom zasadnutí zvažovala aj zavedenie záporných úrokových sadzieb na podporu kurzového záväzku či hladkého opustenia kurzového záväzku, avšak toto opatrenie nakoniec vyhodnotila ako nepotrebné. Na svojom novembrovom zasadnutí banková rada potvrdila pravdepodobnosť opustenia kurzového záväzku v polovici roka 2017. **Magyar Nemzeti Bank** takisto ponechala v 3. štvrťroku 2016

svoju základnú úrokovú sadzbu na nezmenenej úrovni 0,9 % a jednodňovú depozitnú sadzbu na úrovni -0,05 % (od 23. 3. 2016). Na svojich zasadnutiach konštatovala, že súčasná úroveň úrokových sadzieb a udržiavanie uvoľnených menovopolitických podmienok je kompatibilné s dosiahnutím inflačného cieľa a tomu zodpovedajúcou podporou ekonomiky v strednodobom horizonte. V júli MNB oznámila zmenu frekvencie vyhlasovania tendrov na trojmesačné vklady z týždennej na mesačnú s účinnosťou od augusta 2016 a zároveň oznámila, že od októbra 2016 bude limitovať objem akceptovaných vkladov bánk z tendrov. Tieto nekonvenčné opatrenia by mali podporiť schému centrálnej banky na stimulovanie bankových úverov a jej samofinancovacieho programu bánk prostredníctvom riadenia bankovej likvidity. Zároveň v septembri MNB vyhlásila, že je pripravená realizovať výraznejšie obmedzenie trojmesačných vkladov. K zmene úrokov došlo následne až v októbri a novembri, a to pri jednodňovej kolateralizovanej refinančnej sadzbe, keď táto bola znížená kumulatívne o 0,25 percentuálneho bodu na 0,9 % a pri týždennej kolateralizovanej refinančnej sadzbe kumulatívne o -0,15 percentuálneho bodu na 0,9 %. Zároveň vyhlásila pripravenosť v prípade potreby ďalej uvoľniť menové podmienky. **Narodowy Bank Polski** v 3. štvrťroku 2016 taktiež ponechal svoje menovopolitické podmien-

Graf 28 Kľúčové sadzby NCB krajín V4 (%)





ky nezmenené (referenčná úroková sadzba na úrovni 1,5 %). Centrálna banka konštatovala, že s negatívnym output gapom a miernym rastom priemerných nominálnych miezd v poľskej ekonomike neexistujú žiadne inflačné tlaky. Externé faktory (predchádzajúci prudký pokles globál-

ných cien komodít, nízky cenový rast) sú hlavnými zdrojmi deflácie. Túto situáciu sprevádzajú veľmi nízke inflačné očakávania. Súčasnú úroveň úrokových sadzieb považuje NBP za podporujúcu udržateľný hospodársky rast a makroekonomickú rovnováhu.



PREHLAD PREDIKCIÍ RASTU HDP VYBRANÝCH INŠTITÚCIÍ

Tab. 1 Globálna ekonomika

	Zverejnenie	2016		2017		2018	
MMF	október 2016	3,1	(=)	3,4	(=)	3,6	-
OECD	november 2016	2,9	(=)	3,3	(0,1)	3,6	-
EK	november 2016	3,0	(-0,1)	3,4	(=)	3,5	-
ECB ¹⁾	december 2016	3,0	(=)	3,5	(=)	3,7	(=)

Tab. 2 USA

	Zverejnenie	2016		2017		2018	
MMF	október 2016	1,6	(-0,6)	2,2	(-0,3)	2,1	-
OECD	november 2016	1,5	(0,1)	2,3	(0,2)	3,0	-
EK	november 2016	1,6	(-0,7)	2,1	(-0,1)	1,9	-
Fed	september 2016	1,8	(-0,15)	2,05	(=)	1,95	(=)

Tab. 3 Eurozóna

	Zverejnenie	2016		2017		2018	
MMF	október 2016	1,7	(0,1)	1,5	(0,1)	1,6	-
OECD	november 2016	1,7	(0,2)	1,6	(0,2)	1,7	-
EK	november 2016	1,7	(0,1)	1,5	(-0,3)	1,7	-
ECB	december 2016	1,7	(=)	1,7	(0,1)	1,6	(=)

Tab. 4 Česká republika

	Zverejnenie	2016		2017		2018	
MMF	október 2016	2,5	(=)	2,7	(0,3)	2,4	-
OECD	november 2016	2,4	(=)	2,5	(-0,1)	2,6	-
EK	november 2016	2,2	(0,1)	2,6	(=)	2,7	-
ČNB	november 2016	2,8	(0,4)	2,9	(-0,1)	2,9	(-0,1)

Tab. 5 Maďarsko

	Zverejnenie	2016		2017		2018	
MMF	október 2016	2,0	(-0,3)	2,5	(=)	2,4	-
OECD	november 2016	1,7	(0,1)	2,5	(-0,6)	2,2	-
EK	november 2016	2,1	(-0,4)	2,6	(-0,2)	2,8	-
MNB	september 2016	2,8	(=)	3	(=)	-	-

Tab. 6 Poľsko

	Zverejnenie	2016		2017		2018	
MMF	október 2016	3,1	(-0,5)	3,4	(-0,2)	3,3	-
OECD	november 2016	2,6	(-0,4)	3,2	(-0,3)	3,1	-
EK	november 2016	3,1	(-0,6)	3,4	(-0,2)	3,2	-
NBP	november 2016	3	(-0,2)	3,6	(0,1)	3,3	(=)

1) Rast globálnej ekonomiky bez eurozóny.

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