NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTÉM

SPRÁVA O MEDZINÁRODNEJ EKONOMIKE

DECEMBER 2017

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
19. decembra 2017.

Dátum uzávierky pre spracovanie štvrťročnej správy
bol 8. decembra 2017.

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

ISSN 1339-9624 (elektronická verzia)

Obsah

1 GLOBÁLNA EKONOMIKA 5

2 KOMODITY 8

3 SPOJENÉ ŠTÁTY AMERICKÉ 9

4 EUROZÓNA 11

5 VÝVOJ V ČESKEJ REPUBLIKE, MAĎARSKU A POĽSKU 21

ZOZNAM BOXOV

Box 1 Rozšírený program nákupu aktív od jeho uvedenia po poslednú rekalibráciu 18

ZOZNAM TABULIEK

Tab. 1 Globálna ekonomika 24
Tab. 2 USA 24
Tab. 3 Eurozóna 24
Tab. 4 Česká republika 24
Tab. 5 Maďarsko 24
Tab. 6 Poľsko 24

ZOZNAM GRAFOV

Graf 1 Vývoj HDP a CLI v OECD 6
Graf 2 Príspevky jednotlivých komponentov k anualizovanému rastu HDP 9
Graf 3 Medziročná miera inflácie CPI a príspevky vybraných komponentov 10
Graf 4 Ekonomický rast 11
Graf 5 Príspevky jednotlivých komponentov k štvrťročnému rastu HDP 11
Graf 6 Menovopolitické sadzby a miera úspor domácností 12
Graf 7 Medziročný rast súkromnej spotreby a hodnotenie správneho času na veľké nákupy 12
Graf 8 Hodnotenie konkurencieschopnosti v priemysle a priemyselná výroba 12
Graf 9 Exportné očakávania v priemysle a priemyselná výroba 12
Graf 10 Faktory limitujúce produkciu v priemysle 13
Graf 11 Faktory limitujúce produkciu v priemysle 13
Graf 12 Miera nezamestnanosti a miera dlhodobej nezamestnanosti 13
Graf 13 Očakávania vývoja zamestnanosti jednotlivými odvetviami 14
Graf 14 Predstihové indikátory a štvrťročný rast HDP eurozóny 14
Graf 15 Indikátory sentimentu pre Nemecko 14
Graf 16 Medziročná miera celkovej inflácie HICP a príspevky vybraných komponentov 15
Graf 17 Ceny ropy v EUR a USD 15
Graf 18 Medziročný rast cien ropy a cien energií v HICP 15
Graf 19 Ceny potravín: Komodity, výroba, spotrebiteľské ceny 16
Graf 20 Ceny potravinových komodít a spracovaných potravín 16
Graf 21 Spotrebiteľský dopyt a inflácia cien služieb 17
Graf 22 Ceny priemyselných tovarov bez energií a vývoj nominálneho výmenného kurzu 17
Graf 23 Cenové očakávania v priemysle, službách a maloobchode 17
Graf 24 Cenové očakávania – ECB Survey of Professional Forecasters – HICP inflácia 17
Graf 25 Rast HDP 21
Graf 26 Príspevky k medzištvrťročnému rastu HDP 21
Graf 27 Príspevky k HICP inflácii 22
Graf 28 Indexy kurzov mien V4 voči euru 22
Graf 29 Kľúčové sadzby NCB krajín V4 23

ZOZNAM GRAFOV V BOXOCH

Box1
Graf A Realizované a očakávané splatnosti 19

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 jednodňové 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 štvrťroku
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

Svetová ekonomika v poslednom období potvrdzuje pozitívne tendencie, podľa dostupných informácií však v 3. štvrťroku 2017 došlo k miernemu spomaleniu hospodárskej aktivity. Hoci úroveň ekonomického rastu sa naďalej nachádza pod predkrízovými úrovňami, menové a fiškálne stimuly podporujú synchronizáciu hospodárskych rastov v rámci krajín. Hospodársky vývoj naďalej podporujú priaznivé finančné podmienky, akomodatívne menové politiky, pružné finančné trhy a robustné kapitálové pohyby.

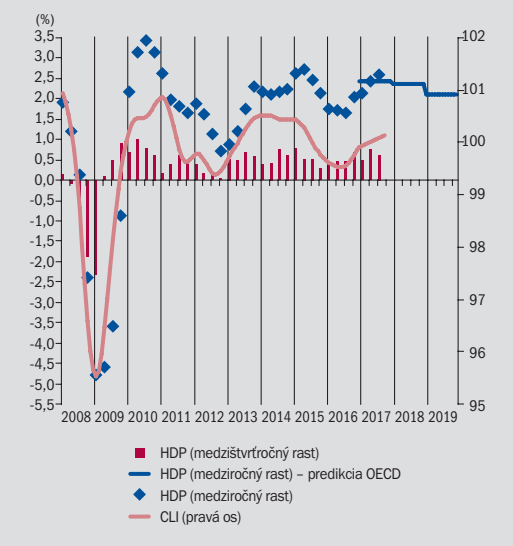
Globálnu ekonomiku v hodnotenom období prorastovo ovplyvnila ekonomika USA. Jej rast sa v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom zvýšil napriek očakávaniam silného dopadu hurikánovej sezóny. Spomalenie spotreby domácností a fixných investícií kompenzoval vyšší stav zásob a spotreba a investície vlády. Pokles importov aj napriek spomaleniu dovozov vplýval na výsledný pozitívny príspevok čistého exportu. V ďalšom období by vyššie mzdy vyplývajúce z pnutí na trhu práce, ako aj pokračovanie priaznivých finančných podmienok mali mať pozitívny dopad na spotrebu a investície. Navyše by ich priaznivo mala ovplyvniť reforma znižovania daňovej zaťaženosti. Silnejúci zahraničný dopyt by mal posilniť vývoj exportov. Mierne sa zrýchlila aj výkonnosť Spojeného kráľovstva, keď ekonomiku prekvapujúco podporila súkromná spotreba. Nepokračoval tak scenár z predchádzajúcich dvoch štvrťrokov, keď v prostredí akcelerujúcich spotrebiteľských cien došlo k spomaleniu spotreby domácností. V 3. štvrťroku 2017 sa tak napriek pokračujúcemu nárastu inflácie, na ktoré Bank of England prvýkrát po 10 rokoch zareagovala zvýšením úrokových sadzieb, rast súkromnej spotreby posilnil. Na druhej strane spomalenie rastu investícií, prepad exportov a zrýchlenie rastu importov limitovali vyššiu akceleráciu ekonomiky. Rast hospodárstva Spojeného kráľovstva by mal v krátkodobom horizonte zostať utlmený v dôsledku pokračujúcej neistoty a dopadu minulej silnej depreciácie libry. Výkonnosť eurozóny sa v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom mierne spomalila, keď jej rast generovala takmer výhradne domáca časť ekonomiky. V dôsledku iba mierneho predstihu dynamiky vývozov nad dovozmi bol príspevok čistého exportu k celkovému rastu iba mierny. Oživovanie eurozóny by malo pokračovať v dôsledku akomodatívnej menovej politiky, ako aj pokračujúceho priaznivého vývoja na trhu práce, ktoré by mali podporovať domáci dopyt. Ku spomaleniu globálnej ekonomiky prispelo aj japonské hospodárstvo. V rámci štruktúry poklesli všetky zložky domáceho dopytu vrátane vládnej spotreby. Vďaka návratu silnej exportnej výkonnosti sprevádzanej poklesom importov však čistý dovoz a čiastočne aj rast zásob vygenerovali pozitívny hospodársky rast. Japonská ekonomika tak rástla už siedmy štvrťrok po sebe, čo predstavuje najdlhší kontinuálny rast za posledných 16 rokov. Japonsko by malo rásť aj naďalej, keď by ho mali podporovať hospodárske politiky a zahraničný dopyt. Oživovanie súkromnej spotreby bude iba pozvoľné napriek pozitívnemu vývoju na trhu práce a rýchlejšiemu rastu miezd. Investície by mali profitovať z priaznivých finančných podmienok a príprav na olympijské hry v roku 2020. Exporty by mala okrem zahraničného dopytu podporiť aj depreciácia jenu.

Hospodársky rast rozvíjajúcich sa ekonomík naďalej silne podporovala Čína. Napriek dopadu environmentálnych inšpekcií na aktivitu v ťažkom priemysle a stavebníctve v druhej polovici roku Čína rástla robustným, i keď miernejším tempom v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom. Infraštruktúrne investície nahradili zníženie kapacít v produkcii uhlia, ocele, hliníka a v ďalších oblastiach. Spomalenie investícií spolu so stabilnou spotrebou utlmili domáci dopyt, ktorý však kompenzoval silný export. Krátkodobé indikátory ako priemyselná produkcia a maloobchodný predaj spolu s utlmením trhu nehnuteľností naznačujú mierne spomalenie čínskej ekonomiky ku koncu roka. Na snahu o vyváženejšiu štruktúru ekonomického rastu poukazuje politické rozhodnutie nestanoviť cieľ rastu ekonomiky za horizont roku 2020 a viac sa zamerať na finančnú stabilitu. V prípade indickej ekonomiky došlo k akcelerácii medziročného rastu, keď jej tempo sa v posledných piatich štvrťrokoch kontinuálne spomaľovalo. India tak dokázala prekonať pretrvávajúce efekty demonetizácie (november 2016) a reformy v oblasti daní z tovarov a služieb (júl 2017), ktoré

v predchádzajúcom období narušili dodávateľské reťazce a vplyvom neistoty viedli k zníženiu produkcie a zásob. Ekonomika by sa mala posilniť aj v dlhodobejšom horizonte, keď by práve spomínaná reforma mala podporiť podnikateľské investície, produktivitu a rast vytvorením jednotného trhu a znížením nákladov na kapitálové vybavenie. Investície by mal podporiť aj plán rekapitalizácie štátnych bánk a nový cestný plán. Ruská ekonomika sa v 3. štvrťroku 2017 na medziročnej báze spomalila, keď ju ovplyvnil predovšetkým nižší rast exportu a investičného dopytu. Napriek globálnemu rastu cien sa znížila produkcia ropy, nakoľko Rusko pokračovalo v implementácii obmedzenia ťažby podľa dohody s OPEC-om. Spomalenie ruskej ekonomiky malo štrukturálny charakter, keď bolo spôsobené utlmením rastu súkromných investícií, na druhej strane aktivity štátneho sektora expandovali. Ruská ekonomika by mala naďalej rásť miernym tempom, keď bude dochádzať iba k pozvoľnému oživovaniu investícií. Rast reálnych príjmov a dostupnosť úverov by mali podporiť spotrebu domácností. Na druhej strane silnejší rubeľ môže znižovať konkurencieschopnosť hlavne výrobcov s produkciou mimo ropných produktov. Brazílska ekonomika rástla už tretí štvrťrok, jej dynamika sa však výraznejšie spomalila. Súkromná spotreba rástla porovnateľným tempom ako v predchádzajúcom štvrťroku, hospodárstvo však prorastovo podporili investície s najvyšším tempom za posledné štyri roky. Na druhej strane výdavky vlády poklesli a spolu s výrazným zrýchlením importov presahujúcim dynamiku vývozov utlmili hospodársky rast. V ďalšom období by malo dôjsť k oživeniu ekonomiky, jeho úroveň však bude závisieť od politického vývoja. Hospodárstvo by malo profitovať z rastu reálnych miezd v dôsledku nízkej miery inflácie.

Celkovo sa v 3. štvrťroku 2017 rast ekonomickej aktivity v krajinách OECD spomalil na 0,6 % z 0,8 % dosiahnutého v predchádzajúcom štvrťroku. V medziročnom porovnaní došlo k akcelerácii hospodárskeho rastu z 2,4 % v 2. štvrťroku 2017 na 2,6 % v 3. štvrťroku 2017. Kompozitný indikátor ekonomickej dôvery v krajinách OECD (Composite Leading Indicator)[1] pokračoval v raste aj v 3. štvrťroku 2017, čo naznačuje zrýchľovanie rastu globálnej ekonomiky v krátkodobom horizonte. Pozitívne tendencie potvrdila aj jeho októbrová hodnota. Širokospektrálne zlepšovanie nálad v globálnej ekonomike potvrdzujú aj predstihové indikátory. Globálny PMI v priemyselnej výrobe vzrástol v novembri na 6,5-ročné maximum pri zlepšení vo všetkých položkách ako produkcia, nové objednávky aj zamestnanosť. Súčasne ani jedna z krajín po prvýkrát za posledných 10 rokov nezaznamenala zhoršenie podmienok v priemyselnej výrobe.

Graf 1 Vývoj HDP a CLI v OECD



Zdroj: OECD.
Poznámka: CLI – Composite Leading Indicators.

V nasledujúcom období by mala svetová ekonomika rásť relatívne stabilným tempom. Hoci výhľad sa vo všeobecnosti zlepšuje, v mnohých krajinách zostáva ekonomický rast slabý a inflácia pod cieľom. Miera nezamestnanosti síce klesá, na vyšší ekonomický rast je však potrebné jej pretavenie do rastu reálnych príjmov. Avšak v prostredí postupného poklesu podpory zo strany menovej politiky je hlavne potrebné zamerať sa na štrukturálne a fiškálne opatrenia na podporu dlhodobého potenciálu.

V 3. štvrťroku 2017 došlo k miernej dynamizácii globálneho inflačného vývoja, keď sa v spotrebiteľských cenách prejavilo odznenie tlmiaceho efektu minulých poklesov komoditných cien. Medziročná miera inflácie v krajinách OECD v septembri dosiahla 2,3 % v porovnaní s 1,9 % zaznamenanými v júni. Inflačný vývoj v uvedenom období v dôsledku stabilnej jadrovej inflácie (1,8 %) determinovali hlavne ceny

1 *Indikátory CLI sú pravidelne na mesačnej báze publikované OECD – posledné dostupné údaje publikované v decembri 2017 sú do októbra 2017.*

energií, ktoré reagovali na dynamický rast cien energetických komodít. Ich tempo rastu sa viac ako zdvojnásobilo oproti tempu na konci 1. polroka 2017. Na akcelerácii spotrebiteľských cien sa však do istej miery podieľali aj ceny potravín. V októbri došlo k miernemu zníženiu inflácie na 2,2 %, keď mierny nárast jadrovej inflácie na 1,9 % viac než vykompenzovala nižšia inflácia energií a potravín.

Globálna inflácia by sa postupne mala zvyšovať. Aktuálna krivka futures ropy, ktorá predpokladá relatívne stabilné ceny ropy (ropa by mala rásť v horizonte roku 2018, následne by mala klesať), implikuje obmedzený príspevok cien energií k celkovej inflácii. V dlhodobejšom horizonte sa však očakáva, že postupné znižovanie voľných kapacít bude podporovať rast spotrebiteľských cien.

2 Komodity

Priemerné ceny komodít sa v 3. štvrťroku 2017 zvýšili oproti úrovni predchádzajúceho štvrťroka. Uvedený vývoj bol odrazom zvýšenia cien energetických, ako aj neenergetických komodít.

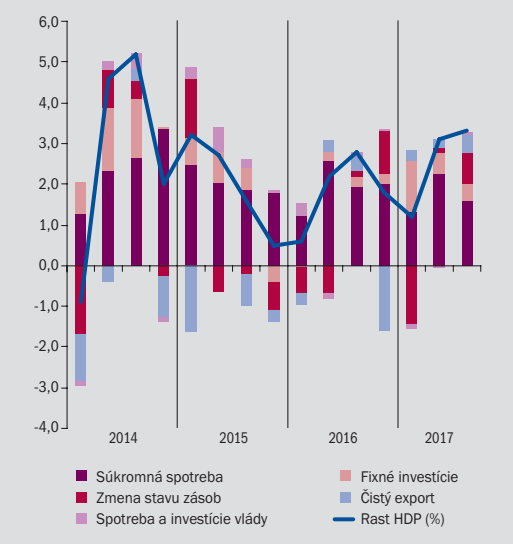
V rámci energetických surovín sa v 3. štvrťroku 2017 zvýšila cena ropy, pričom priemerná cena ropy Brent vzrástla oproti predchádzajúcemu štvrťroku o cca 2 USD/barel na úroveň 52 USD/barel. Na rast ceny ropy vplýval hlavne pokles zásob v USA, ako aj rastúci dopyt, hlavne z Číny. Prorastovo cenu ropy ovplyvnilo aj rozhodnutie Saudskej Arábie znížiť export ropy v snahe napomôcť dosiahnutiu rovnováhy medzi ponukou a dopytom. Krátkodobé poklesy ceny ropy boli spôsobené informáciami o zvýšenej ťažbe a exportov OPEC-u napriek dohode o zmrazení produkcie, čím sa posilňovali obavy zahlcovania globálneho trhu prebytočnými dodávkami. Ceny ropy dočasne znižoval aj dopad hurikánov v USA, keď pokles produkcie rafinérií v USA znižoval dopyt po tejto surovine. Obnovenie ťažby a následné zvýšenie dopytu viedlo k obnovenému rastu cien ropy. Cena ropy mala rastúci trend až do začiatku novembra, keď ju ovplyvnilo hlavne dodržiavanie dohody o zmrazení ťažby, ako aj perspektíva jej možného predĺženia do konca budúceho roku. Opačný efekt mali hurikány v USA na cenu zemného plynu, ktorá vzrástla na dvojročné maximum. Ceny neenergetických komodít sa zvýšili hlavne v dôsledku vývoja cien kovov, ktoré reagovali na silný rast stavebníctva a spracovateľského priemyslu v Číne, ako aj na výpadok produkcie niektorých komodít. Cena železnej rudy vzrástla hlavne v reakcii na silný dopyt výrobcov ocele, čo ovplyvnilo aj cenu ďalších kovov (nikel, zinok). Čiastočne k rastu cien neenergetických komodít prispeli aj agrokomodity, pričom sa zvýšili hlavne ceny pšenice, ktoré reagovali na nepriaznivé počasie (sucho) v niektorých častiach USA a následnú oneskorenú žatvu. Na druhej strane dobrá úroda a vysoké zásoby stlačili k nižším hodnotám cenu kukurice. Klesali aj ceny bravčového mäsa, uvedený vývoj mal však sezónny charakter.

3 Spojené štáty americké

V 3. štvrťroku 2017 výkonnosť americkej ekonomiky prekvapila, keď rástla najrýchlejším tempom za posledné 3 roky. Anualizovaná dynamika hospodárskeho rastu dosiahla 3,3 % v porovnaní s 3,1 % dosiahnutými v predchádzajúcom štvrťroku. Nepotvrdili sa tak očakávania výraznejšieho spomalenia hospodárstva vyplývajúceho z dopadu hurikánov Harvey a Irma. Aj v medziročnom porovnaní došlo v 3. štvrťroku 2017 k miernemu zrýchleniu tempa hospodárskeho rastu na 2,3 % z 2,2 % zaznamenaných v predchádzajúcom štvrťroku.

Podľa predpokladov sa spomalil rast súkromnej spotreby, pričom naďalej dynamicky rástli výdavky domácností na tovary dlhodobej spotreby (hlavne na motorové vozidlá), ktoré však viac než vykompenzoval pokles výdavkov na tovary krátkodobej spotreby (odevy a obuv, pohonné hmoty). Súčasne sa utlmila spotreba služieb, hlavne služieb spojených s bývaním. Rovnako sa znížil aj rast fixných investícií, nakoľko rezidenčné investície pokračovali v poklese z predchádzajúceho štvrťroka a v rámci nerezidenčných investícií posilnenie investícií do zariadení nedokázalo vykompenzovať prepad ostatných investícií. Silnou mierou k dynamickejšiemu rastu ekonomiky však prispela akumulácia zásob, čo mohlo byť spôsobené slabším dopytom. Na druhej strane však zlepšujúce sa podnikateľské prieskumy naznačujú, že tento stav môže odrážať dôveru výrobcov v ekonomický výhľad. Po dvoch štvrťrokoch tlmiaceho efektu pozitívne na ekonomiku vplýval aj vládny sektor, avšak v dôsledku pomalšieho rastu spotreby a investícií na federálnej úrovni to bolo spôsobené výhradne miernejším poklesom na štátnej a lokálnej úrovni. Ekonomiku však podržal aj čistý export, keď pomalšia exportná výkonnosť bola sprevádzaná poklesom dovozov. Na pozadí akcelerujúceho globálneho ekonomického rastu by malo americké hospodárstvo dynamicky rásť aj naďalej. Vysoké ceny aktív a silná podnikateľská a spotrebiteľská dôvera by mali podporiť domáci dopyt. Dopad pomalšieho rastu zamestnanosti na spotrebu by mal v prostredí pnutí na trhu práce kompenzovať rýchlejší mzdový rast. Spotrebu a investície by v ďalšom roku mal podporiť aj fiškálny stimul vo forme očakávaného zníženia daňového zaťaženia.

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

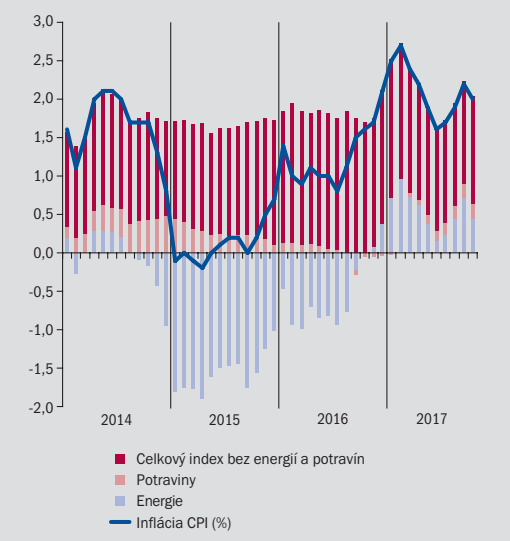


Zdroj: Bureau of Economic Analysis.

Dezinflačný vývoj z predchádzajúcich mesiacov sa v 3. štvrťroku 2017 v USA zastavil. Medziročný rast spotrebiteľských cien sa zintenzívnil hlavne v dôsledku vývoja cien energií, čiastočne ku zvýšeniu cenovej dynamiky však prispeli aj ceny potravín. Ceny energií odzrkadľovali vývoj energetických komodít reagujúcich na zvýšený dopyt v období hurikánov. Ceny potravín ovplyvnili hlavne ceny mäsa, ovocia a zeleniny. Celková inflácia bez potravín a energií však zostala stabilná. V rámci nej prehlbujúci sa pokles cien nových motorových vozidiel spôsobený poskytnutím výraznejších zliav na skladové zásoby a pomalšie tempo rastu cien liekov boli kompenzované dynamickejším rastom cien služieb v doprave. Celková miera inflácie sa tak v USA zvýšila z 1,6 % v júni na 2,2 % v septembri. Jadrová inflácia zostala počas celého štvrťroka na úrovni 1,7 %.

V októbri akcelerujúci rast spotrebiteľských cien v USA už nepokračoval, keď napriek dynamickejšiemu rastu cien potravín a zvýšeniu jadrovej inflácie (na 1,8 %) vývoju spotrebiteľských cien dominovali ceny energií. Odznenie efektu hurikánov spôsobilo ich výraznejšie spomalenie,

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



Zdroj: Bureau of Labour Statistics a výpočty NBS.

v dôsledku čoho sa celková miera inflácie znížila na 2,0 %. V nasledujúcom období by sa depreciácia dolára mala prejaviť vo vyššej inflácii tovarov. Súčasne ekonomický rast a pnutie na trhu práce, ktoré by sa malo prejaviť v dynamickejšom mzdovom raste, by mali posunúť jadrovú infláciu k vyšším hodnotám.

Federálny výbor pre operácie na voľnom trhu (FOMC) na svojich zasadnutiach v júli, septembri a na prelome októbra a novembra ponechal cieľovú sadzbu federálnych fondov na úrovni 1,00 % až 1,25 %. Charakter menovej politiky tak aj naďalej zostal akomodačný. Ešte na júlovom zasadnutí FOMC potvrdil závery z júnového vyhlásenia, že v tomto roku očakáva začiatok normalizácie svojej bilancie za predpokladu, že sa ekonomika bude vyvíjať v súlade s očakávaniami. Na svojom nasledujúcom zasadnutí už uviedol, že v októbri 2017 bude iniciovať program normalizácie bilancie popísaný v júnovom Dodatku k zásadám a plánom normalizácie politiky výboru (June 2017 Addendum to the Committee's Policy Normalization Principles and Plans). Na základe uvedeného programu bude Federálny rezervný systém postupne redukovať držbu cenných papierov prostredníctvom znižovania reinvestovania splátok istiny týchto cenných papierov. Konkrétne takéto splátky budú reinvestované iba do miery, ktorá prekročí stanovené hranice. Pri splátkach istiny zo štátnych cenných papierov výbor predpokladá, že horná hranica bude 6 mld. USD za mesiac na začiatku a bude sa zvyšovať v krokoch po 6 mld. USD v trojmesačných intervaloch počas 12 mesiacov, kým nedosiahne 30 mld. USD za mesiac. V prípade splátok istiny z držby agentúrnych dlhov a cenných papierov krytých hypotékami výbor predpokladá, že limit bude na začiatku predstavovať 4 mld. USD mesačne a v trojmesačných intervaloch sa v priebehu 12 mesiacov zvýši po 4 mld. USD až dosiahne 20 mld. USD za mesiac. Výbor taktiež predpokladá, že horné limity zostanú v platnosti po dosiahnutí ich maximálnych hodnôt, takže držba cenných papierov Federálneho rezervného systému bude postupne a predvídateľne klesať, až kým výbor nevyhodnotí, že Federálny rezervný systém nemá v držbe viac cenných papierov, ako je potrebné na účinné a efektívne vykonávanie menovej politiky.

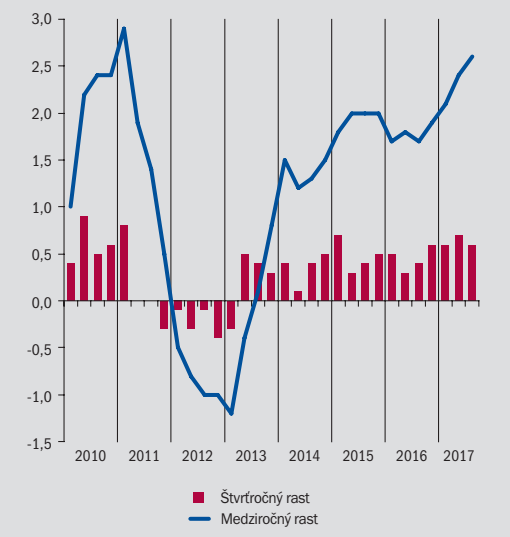
4 Eurozóna

Ekonomický rast v eurozóne pokračoval aj v 3. štvrťroku pomerne vysokým tempom (0,6 %). V porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom sa však mierne spomalil o 0,1 percentuálneho bodu (rast v 2. štvrťroku bol revidovaný smerom nahor o 0,1 percentuálneho bodu). Spomedzi najväčších ekonomík sa ekonomický rast zrýchlil v Nemecku a Taliansku (o 0,2 percentuálneho bodu, resp. o 0,1 percentuálneho bodu) a dosiahol 0,6 %, resp. 0,4 %. Napriek miernemu spomaleniu v Španielsku, ale aj vo Francúzsku (v oboch o 0,1 percentuálneho bodu), tieto ekonomiky naďalej dosahovali relatívne priaznivú úroveň ekonomického rastu (0,8 %, resp. 0,5 %). Najvýraznejšie pribrzdenie ekonomickej aktivity zaznamenalo Holandsko, kde sa rast spomalil o 1,1 percentuálneho bodu (na 0,4 %). Toto pribrzdenie však reflektovalo veľmi výrazný rast v 2. štvrťroku. Napriek spomaleniu štvrťročného rastu eurozóny sa jeho medziročná dynamika zvýšila o 0,2 percentuálneho bodu na 2,6 %.

Ekonomická aktivita bola v 3. štvrťroku ťahaná predovšetkým domácim dopytom. Napriek výraznejšiemu spomaleniu dynamiky podstatnou mierou prispela k rastu ekonomiky tvorba hrubého fixného kapitálu (rast o 1,1 %)[2]. Na základe dostupných údajov o štruktúre investičného dopytu súviselo oslabenie jeho rastu so značným spomalením rastu investícií do produktov duševného vlastníctva, čo je pomerne volatilná zložka investičného dopytu. Znížil sa tiež rast investícií v stavebníctve, keď poklesli investície do iných stavieb, zrýchlil sa však rast investícií do budov na bývanie. Rýchlejšie tiež rástli investície do strojov a zariadení. Priaznivo k ekonomickému rastu naďalej prispievala súkromná spotreba, aj keď miernejšie ako v prvej polovici roka (rast o 0,3 % v porovnaní s 0,5 % v predchádzajúcich dvoch štvrťrokoch). Mierne vzrástla aj spotreba verejnej správy a k rastu prispelo aj zvýšenie zásob. Na rozdiel od predchádzajúceho štvrťroka, kedy čistý export tlmil rast hospodárstva, v 3. štvrťroku bol mierne kladný, najmä v dôsledku slabšieho rastu importov. Mierne však akcelerovala aj dynamika exportu.

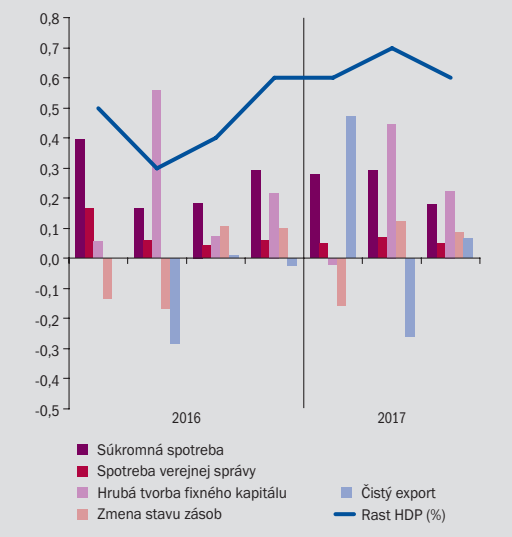
Domácnosti síce v súčasnosti hodnotia podmienky pre veľké nákupy veľmi priaznivo, zatiaľ sa to však nepremieta do ďalšej akcelerácie spotreby. Napriek tomu je rast súkromnej spotreby relatívne robustný, podporený okrem zlepšujú-

Graf 4 Ekonomický rast (stále ceny, %)



Zdroj: Macrobond.

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



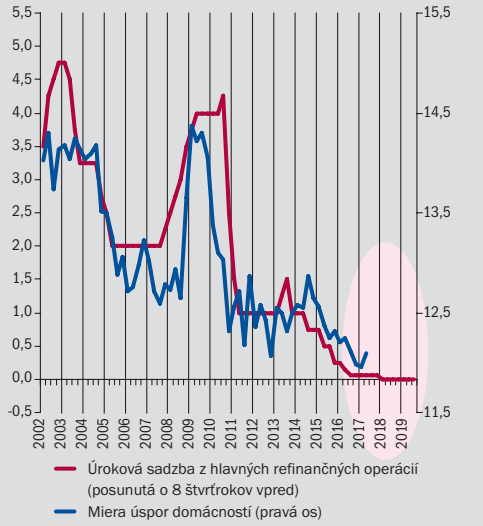
Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

2 *Rast investičného dopytu bol v 2. štvrťroku revidovaný z 0,9 % na 2,2 %.*

cej sa situácie na trhu práce, aj predchádzajúcim poklesom miery úspor. Ten sa však v 2. štvrťroku zastavil[3], čo by v prípade trvalejšej zmeny trendu mohlo limitovať ďalšie posilnenie súkromnej spotreby. Tá by však naopak mala byť aj naďalej stimulovaná zlepšujúcou sa situáciou na trhu práce.

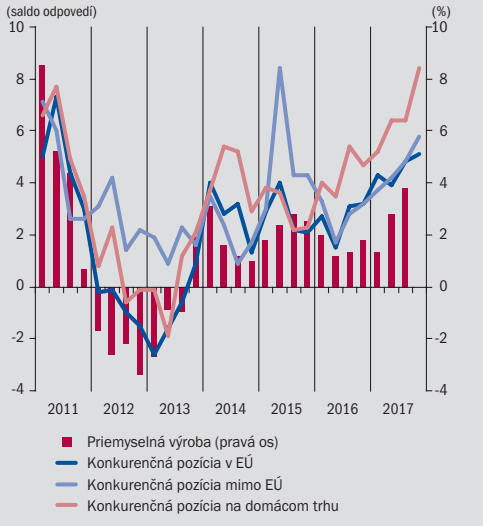
Pokračovanie relatívne dynamického hospodárskeho rastu naznačuje aj ďalšie posilnenie hodnotenia konkurenčnej pozície priemyslu. To sa najvýraznejšie zlepšilo na domácich trhoch, ale tiež aj na trhoch EÚ a mimo EÚ. Pretrvávajúca tendencia zlepšeného vnímania konkurenčnej pozície, spolu s ďalším posilnením

Graf 6 Menovopolitické sadzby a miera úspor domácností (%)



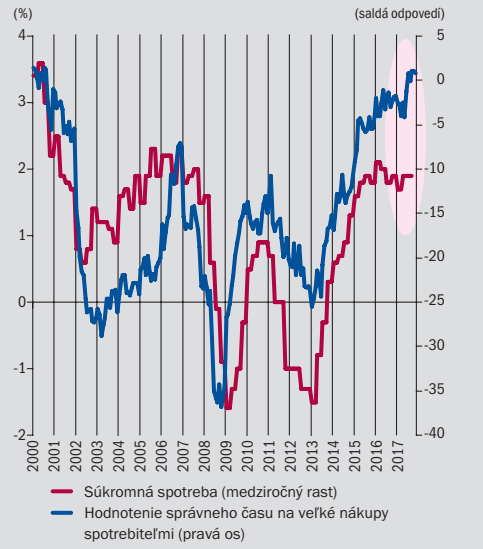
Zdroj: Macrobond.

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



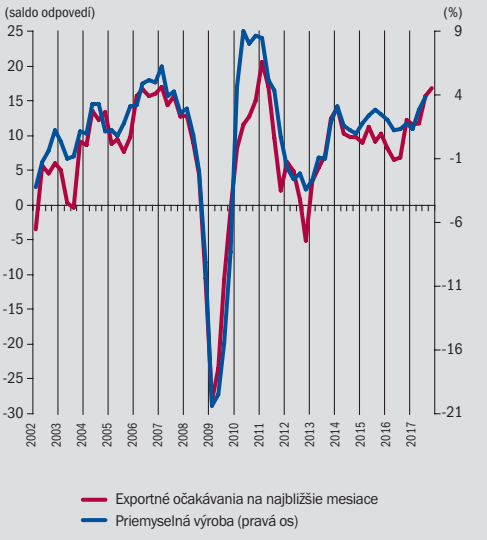
Zdroj: Európska komisia, Eurostat a výpočty NBS.

Graf 7 Medziročný rast súkromnej spotreby a hodnotenie správneho času na veľké nákupy



Zdroj: Macrobond.

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



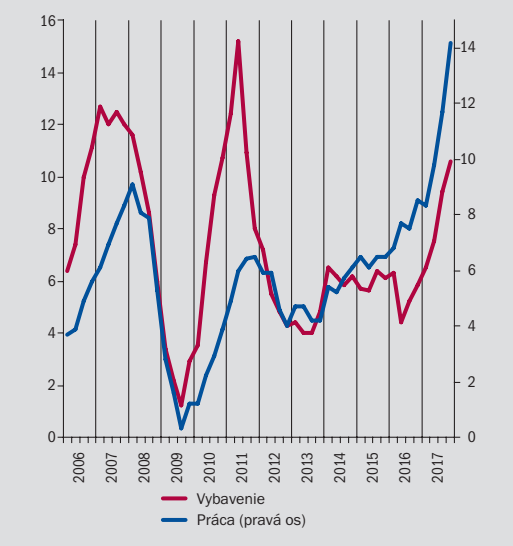
Zdroj: Európska komisia, Eurostat a výpočty NBS.

3 *Údaje za mieru úspor sú dostupné len do 2. štvrťroka 2017.*

exportných očakávaní pravdepodobne súvisia so silnejšou globálnou ekonomikou a dávajú predpoklady pre priaznivý vývoj exportnej výkonnosti.

Oživovanie ekonomiky eurozóny podporuje aj hodnotenie obmedzení produkcie v priemysle vo 4. štvrťroku. Obmedzenia zo strany dopytu opäť poklesli a ich úroveň sa nachádza len mierne nad historickými minimami. Súčasne sa pomerne výrazne znížilo vnímanie obmedzení zo strany finančných faktorov a korigovalo tak nárast z minulého štvrťroka (čo mohlo byť ovplyvnené aj októbrovým rozhodnutím Rady guvernérov ECB o predĺžení programu nákupu aktív až do septembra 2018). Postupnú zmenu cyklickej pozície ekonomiky dokumentuje aj hodnotenie obmedzení zo strany výrobných faktorov, práce a vybavenia. To v oboch prípadoch pomerne výrazne vzrástlo a ich rast pretrvával už šiesty, resp. piaty štvrťrok. V prípade hodnotenia obmedzení zo strany práce sa tieto v súčasnosti nachádzajú na historických maximách. Hodnotenie výrobných faktorov naznačuje ďalšie posilňovanie na trhu práce, ktoré by mohlo vytvárať aj postupný tlak na mzdový a cenový vývoj. Takisto by mal pokračovať rast investícií, ktorý by mal prispieť k zmierneniu obmedzení zo strany vybavenia. Pokračujúce oživovanie investícií by malo súvisieť aj s dobiehaním odloženého investičného dopytu z obdobia krízy.

Graf 11 Faktory limitujúce produkciu v priemysle (%)

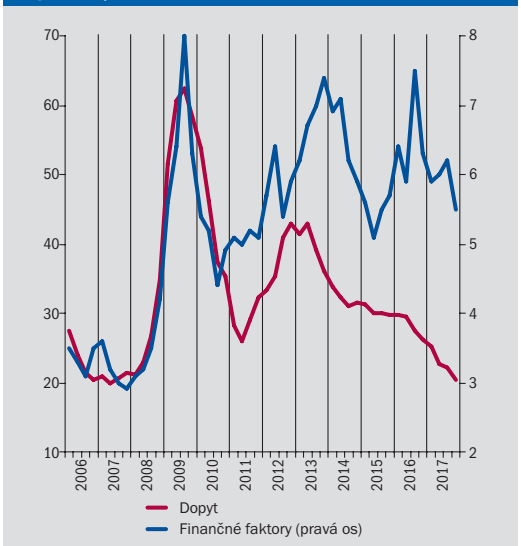


Zdroj: Macrobond.

Tiež by mu mali napomáhať naďalej uvoľnené menové podmienky a podmienky financovania, ako aj priaznivá dopytová situácia.

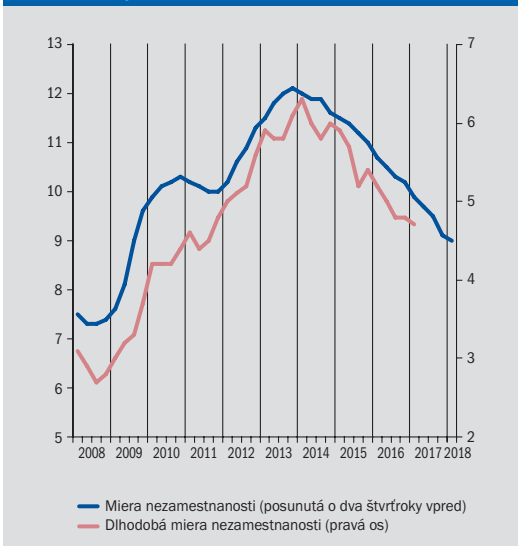
Posilňovanie na trhu práce pretrvávalo aj v 3. štvrťroku 2017, keď sa miera nezamestnanosti postupne znížila po takmer deviatich rokoch pod 9 % (na 8,9 %). V októbri opäť poklesla na 8,8%, na najnižšiu úroveň od februára 2009.

Graf 10 Faktory limitujúce produkciu v priemysle (%)



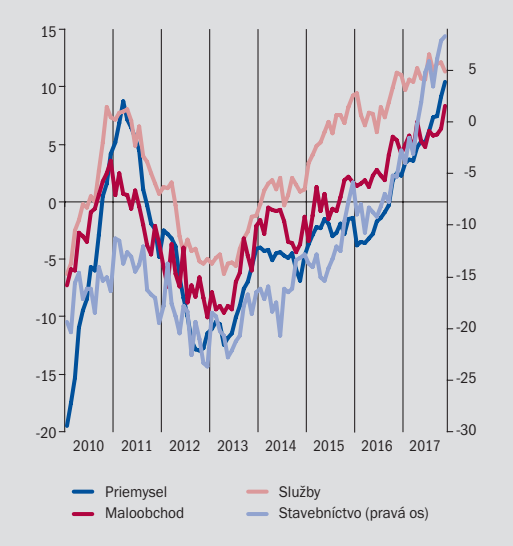
Zdroj: Macrobond.

Graf 12 Miera nezamestnanosti (%) a miera dlhodobej nezamestnanosti (%)



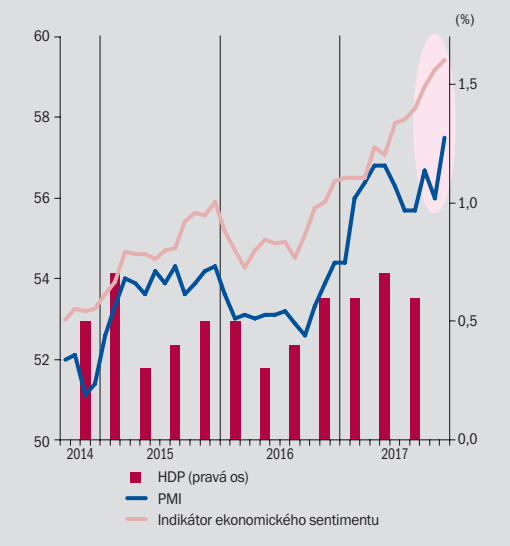
Zdroj: Macrobond.

Graf 13 Očakávania vývoja zamestnanosti jednotlivými odvetviami (saldá odpovedí)



Zdroj: Macrobond.

Graf 14 Predstihové indikátory a štvrťročný rast HDP eurozóny



Zdroj: Macrobond, Eurostat a výpočty NBS.

Očakávania budúceho vývoja zamestnanosti v mesiacoch september až november aj naďalej rástli, pričom sa zvýšili vo všetkých odvetviach. Jedinou výnimkou boli služby, kedy po dvoch mesiacoch posilnenia došlo v novembri k ich poklesu. Napriek tomuto zníženiu sa však úroveň očakávaní budúcej zamestnanosti v službách nachádza blízko predkrízových úrovní. Neďaleko od predkrízových úrovní sa nachádzajú aj očakávania budúcej zamestnanosti v stavebníctve. V priemysle a maloobchode očakávania budúceho vývoja zamestnanosti dosahujú historické maximá od začiatku sledovania tohto ukazovateľa (1985).

Predstihové indikátory pre eurozónu sú naďalej priaznivé a signalizujú pokračovanie robustného ekonomického rastu. Už od júna sa nepretržite zlepšuje Indikátor ekonomického sentimentu (ESI – Economic Sentiment indicator), pričom v novembri sa nachádzal na najvyššej úrovni za posledných 17 rokov. Podobne aj indikátor Eurocoin sa postupne posilňoval už od mája a jeho výraznejší novembrový nárast ho posunul na najvyššiu úroveň od apríla 2007. Vývoj kompozitného indikátora PMI bol volatilnejší, keď po septembrovom náraste došlo v októbri k miernej korekcii, v novembri však už indikátor opäť výrazne vzrástol a dosiahol najvyššiu úroveň od apríla 2011. Jeho súčasná úroveň je konzistentná s mierne vyšším ekonomickým rastom, ako bol dosiahnutý

Graf 15 Indikátory sentimentu pre Nemecko

Zdroj: Macrobond.

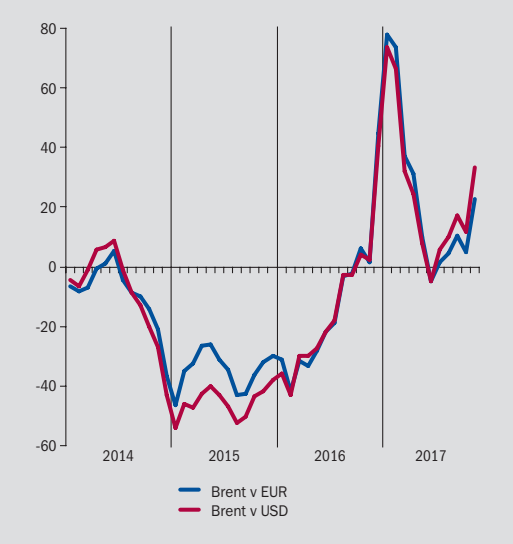
v predchádzajúcom štvrťroku. Priaznivé signály pre ekonomickú aktivitu dávajú aj viaceré indikátory pre Nemecko. Po krátkom poklese v auguste, resp. v septembri, pokračovala tendencia posilňovania IFO aj ESI. V novembri dosiahlo IFO svoje historické maximum a ESI sa napriek nepatrnému novembrovému poklesu pohybovalo na úrovniach z polovice roka 2011. S výnimkou krátkeho zaváhania v októbri sa posilňoval aj kompozitný

PMI pre Nemecko, ktorého novembrová úroveň je konzistentná s pomerne robustnou dynamikou ekonomiky. Menej čitateľné a menej optimistické signály naznačuje vývoj indexu ZEW, ktorý sa aj naďalej nachádzal pod svojím dlhodobým priemerom. Vo všeobecnosti však väčšina predstihových indikátorov pre eurozónu, ale aj Nemecko, naznačuje priaznivý vývoj ekonomiky s možnou miernou akceleráciou jej rastu.

V priebehu 3. štvrťroka sa HICP inflácia mierne zrýchlila z 1,3 % v júni na 1,5 % v septembri. Jej vývoj bol ovplyvnený akceleráciou dynamiky cien energií v júli a auguste a v septembri aj rýchlejším rastom cien potravín. Naopak, rast cien služieb sa zmiernil. Po miernom poklese v októbri (na 1,4 %) sa inflácia v novembri vrátila na úroveň z konca 3. štvrťroka[4]. Aj v týchto dvoch mesiacoch bol cenový vývoj v rozhodujúcej miere ovplyvňovaný cenami energií, ktorých rast sa v októbri najprv spomalil a následne v novembri výraznejšie akceleroval. V porovnaní so septembrom sa zrýchlil aj cenový rast potravín. V októbri však došlo k výraznejšiemu poklesu inflácie služieb, ktorý spolu s miernym spomalením cenového rastu priemyselných tovarov bez energií kompenzoval akceleráciu cenového vývoja energií a potravín. Celková inflácia bez cien energií a potravín sa po miernom zrýchlení v júli vrátila v septembri na úroveň z konca 2. štvrťroka (1,1 %) a následne v októbri poklesla na 0,9 % ovplyvnená tak cenovým vývojom služieb, ako aj priemyselných tovarov bez energií. Na tejto úrovni zotrvala aj v novembri.

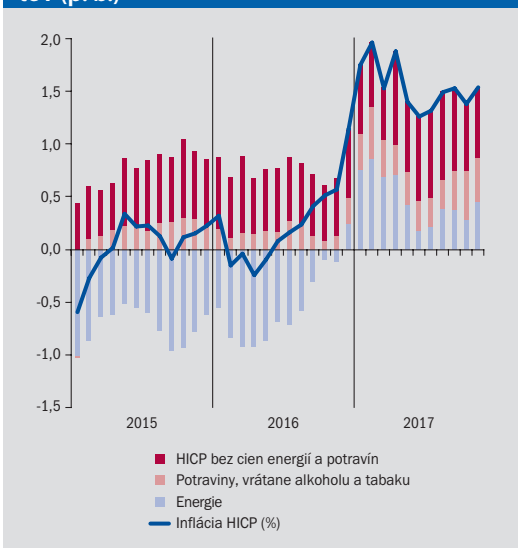
Vývoj cien energií bol aj naďalej determinovaný zmenami medziročnej dynamiky cien ropy na svetových trhoch. Tá po poklese do záporných

Graf 17 Ceny ropy v EUR a USD (medziročný rast v %)



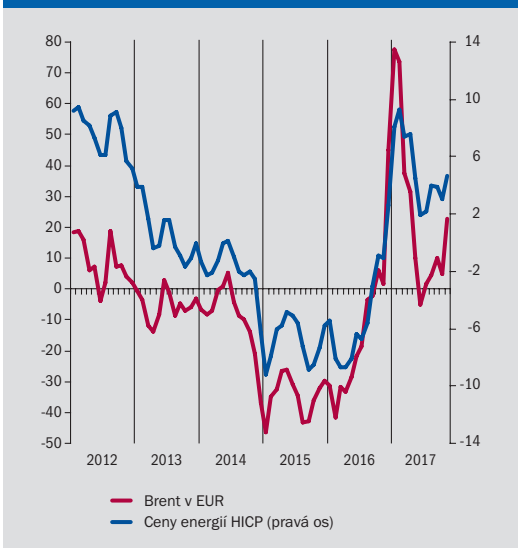
Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

Graf 16 Medziročná miera celkovej inflácie HICP (%) a príspevky vybraných komponentov (p. b.)



Zdroj: Macrobond.

Graf 18 Medziročný rast cien ropy a cien energií v HICP (%)



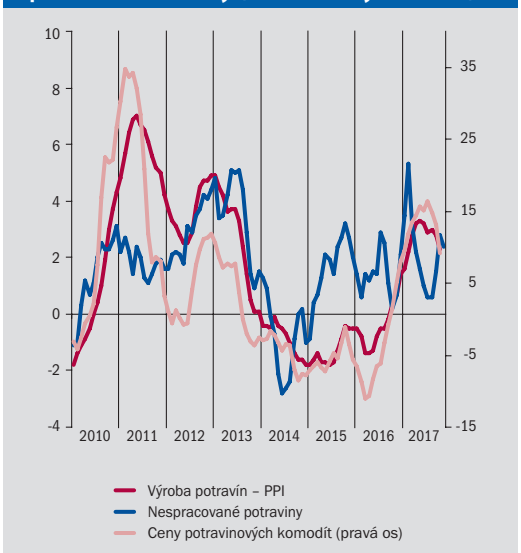
Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

4 *Údaje za november sú založené na rýchlom odhade Eurostatu, pričom nie sú k dispozícii detailné údaje za jednotlivé položky spotrebiteľského koša.*

hodnôt ku koncu 2. štvrťroka, v priebehu 3. štvrťroka postupne akcelerovala až na viac ako 33 % v novembri (v USD) a reflektovala tak postupný rast cien ropy z úrovní okolo 45 USD/b (druhá polovica júna) až na viac ako 60 USD/b (november). Rast cien ropy v USD bol však tlmený zhodnotením kurzu eura voči USD. V eurovom vyjadrení tak bol rast cien ropy v novembri nižší približne o 10 percentuálnych bodov.

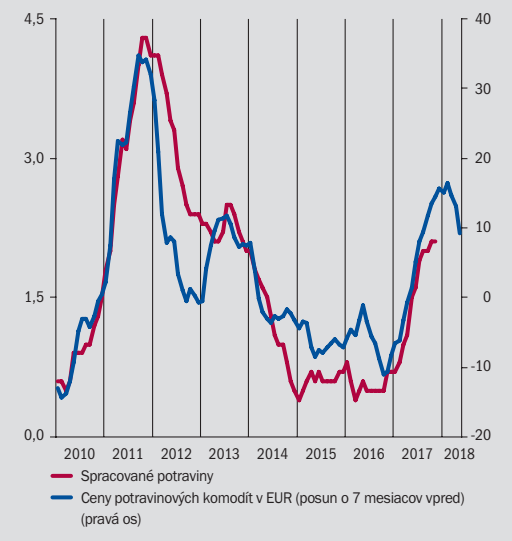
Medziročná dynamika cien potravinových komodít v eurozóne[5] sa po akcelerácii v 2. štvrťroku začala od augusta zmierňovať. To sa postupne premietalo do dynamiky cien výrobcov potravín. Na ceny spracovaných potravín však vplývalo predovšetkým zrýchlenie rastu cien potravinových komodít z minulých mesiacov. Dynamika cien spracovaných potravín sa tak v septembri v porovnaní s koncom 2. štvrťroka zrýchlila o 0,4 percentuálneho bodu na 2,0 % a v októbri akcelerovala na 2,1 %, kde zotrvala aj v nasledujúcom mesiaci. Cenový rast nespracovaných potravín bol pomerne volatilný, keď v priebehu letných mesiacov (júl, august) výraznejšie poklesol a následne sa od septembra opäť zrýchlil, ovplyvnený najmä cenovým vývojom ovocia a zeleniny. Celkovo sa rast cien potravín v priebehu 3. štvrťroka zrýchlil z 1,4 % v júni na 1,9 % v septembri a následne v októbri akceleroval na 2,3 %. V novembri sa ich dynamika zmenila len nepatrne (2,2 %). Vývoj cien potravinových komodít v eurozóne však bude v najbližších mesiacoch pravdepodobne pôsobiť na zmiernenie cenového rastu potravín.

Graf 19 Ceny potravín: Komodity, výroba, spotrebiteľské ceny (medziročný rast v %)



Zdroj: Macrobond, ECB a výpočty NBS.

Graf 20 Ceny potravinových komodít a spracovaných potravín (medziročný rast v %)



Zdroj: Macrobond.

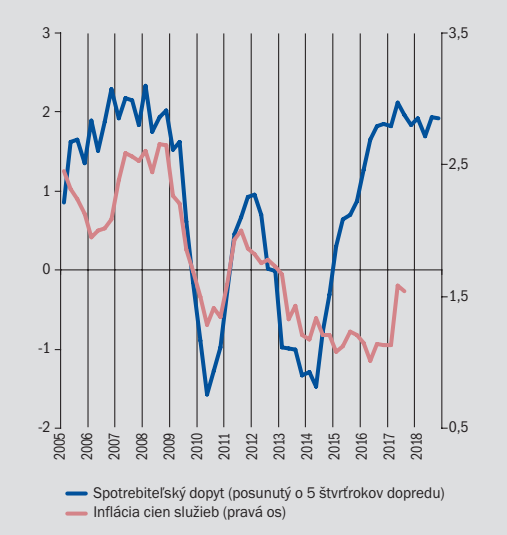
Čistá inflácia, teda celková inflácia bez cien energií a potravín, bola v priebehu 3. štvrťroka viac-menej stabilná a v septembri dosiahla 1,1 % (rovnako ako v júni). Mierny pokles cenovej dynamiky služieb bol kompenzovaný zrýchlením inflácie priemyselných tovarov bez energií. Následne sa v októbri čistá inflácia znížila na 0,9 % v dôsledku spomalenia cenového rastu služieb (o 0,3 percentuálneho bodu na 1,2 %), ako aj priemyselných tovarov bez energií (o 0,1 percentuálneho bodu na 0,4 %). Cenový vývoj služieb je naďalej utlmený a naďalej pretrváva jeho relatívne zaostávanie za rastom spotrebiteľského dopytu. Spomalenie cenovej dynamiky služieb v októbri však súviselo s cenovým vývojom volatilných komponentov spotrebiteľského koša, najmä rekreačných a osobných služieb (predovšetkým cien zájazdov) a tiež dopravných služieb. Takisto sa znížil rast cien vzdelania. Spomalenie inflácie služieb tak bolo ovplyvnené inými ako dopytovými faktormi. Predchádzajúce zhodnotenie výmenného kurzu eura sa premietalo do spomalenia medziročnej dynamiky importných cien spotrebiteľských tovarov a s odstupom aj do cien tovarov v spotrebiteľskom koši. Vzhľadom na pretrvávajúcu

5 *Farm gate and Wholesale Market Prices, ECB.*

relatívne vysokú medziročnú apreciáciu nominálneho efektívneho výmenného kurzu eura, ktorá sa v novembri pohybovala približne na úrovni 5 %, by prostredníctvom dovozných cien mohli pretrvávať tlmiace tlaky na spotrebiteľské ceny aj v ďalšom období.

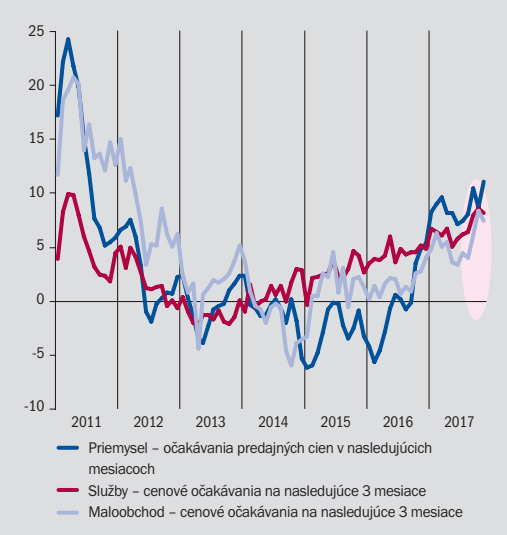
Očakávania rastu predajných cien sú naďalej relatívne vysoké, tak v priemysle, službách, ako aj maloobchode a napriek volatilite si zachovali mierne rastúcu tendenciu. Vývoj cenových očakávaní bol pravdepodobne podporený priaznivou konkurenčnou pozíciou v priemysle, ako

Graf 21 Spotrebiteľský dopyt a inflácia cien služieb (medziročná zmena v %)



Zdroj: Macrobond.

Graf 23 Cenové očakávania v priemysle, službách a maloobchode (saldá odpovedí)



Zdroj: Európska komisia a Eurostat.

Graf 22 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 24 Cenové očakávania – ECB Survey of Professional Forecasters – HICP inflácia

Zdroj: Macrobond.

aj oživovaním ekonomiky a dopytu. Posilnenie krátkodobých inflačných očakávaní (na jeden rok dopredu) potvrdil aj prieskum medzi profesionálnymi prognostikmi (The ECB Survey of Professional Forecasters). Inflačné očakávania na dva roky vopred sa však nezmenili.

Rada guvernérov na svojich zasadnutiach od septembra do decembra rozhodla, že úroková sadzba hlavných refinančných operácií a úrokové sadzby jednodňových 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 úrovni počas dlhšieho obdobia a ešte aj podstatné obdobie po skončení čistého nákupu aktív.[6]

Rada guvernérov 20. 9. 2017 rozhodla o vytvorení nezabezpečenej eurovej jednodňovej úrokovej sadzby. Táto sadzba, ktorá má byť vytvorená do roku 2020, má dopĺňať existujúce referenčné sadzby súkromného sektora. Základné znaky tejto novej jednodňovej sadzby budú účastníkom trhu oznámené v priebehu roka 2018.

Box 1

ROZŠÍRENÝ PROGRAM NÁKUPU AKTÍV OD JEHO UVEDENIA PO POSLEDNÚ REKALIBRÁCIU[7]

Európska centrálna banka (ECB) v rámci plnenia svojho mandátu reagovala a pristupovala k využitiu širokého spektra štandardných, ako aj neštandardných nástrojov. V snahe zabezpečiť fungovanie transmisného mechanizmu a podmienok financovania v eurozóne v októbri 2014 ECB začala realizovať nákup širokého portfólia krytých dlhopisov v eurách vydaných peňažnými finančnými inštitúciami so sídlom v eurozóne v rámci nového programu nákupu krytých dlhopisov (covered bond purchase programe 3 – CBPP3) a v novembri 2014 nákup širokého portfólia jednoduchých a transparetných cenných papierov krytých aktívami, ktoré sa skladajú z pohľadávok voči nefinančnému súkromnému sektoru eurozóny v rámci programu nákupu cenných papierov krytých aktívami (asset-backed securities purchase programe – ABSPP).

V januári 2015 Rada guvernérov ECB oznámila rozšírenie programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP). Takto ECB reagovala v snahe zakročiť proti riziku nadmerne dlhého obdobia nízkej inflácie, aby podporila plnenie svojho mandátu, ktorým je udržiavanie cenovej stability. ECB oznámila popri existujúcich programoch nákupu aktív, že začne od marca 2015 uskutočňovať nákupy štátnych dlhopisov (public sector purchase programe – PSPP). Toto rozhodnutie bolo prijaté v období, keď ukazovatele skutočnej aj očakávanej inflácie klesali k historickým minimám. Taktiež existovali obavy, že sa tento vývoj prenesie aj do mzdového vývoja a cenotvorby. Tento program mal byť menovým stimulom pre ekonomiku, pričom kľúčové úrokové sadzby ECB sa nachádzali na svojich historických minimách. Cieľom programu bolo sprístupniť prostredníctvom uvoľnenej menovej politiky a finančných podmienok prístup firiem a domácností k lacnejšiemu financovaniu. Toto nastavenie malo podporiť nárast investícií a spotreby, ako aj miery inflácie v intenciách inflačného cieľa blízko pod 2 %. Od marca 2015 do marca 2016 sa tieto nákupy vykonávali v objeme 60 mld. €. Zároveň v decembri 2015 Rada guvernérov rozhodla o reinvestovaní splátok istiny so splatných cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív. Tento krok mal taktiež prispieť k priaznivému stavu likvidity a k primeranému nastaveniu menovej politiky.

Ako protiváhu zvýšeným rizikám ohrozujúcim cieľ cenovej stability a očakávaniam veľmi nízkej inflácie v dôsledku vývoja cien ropy Rada guvernérov v marci 2016 prijala rozhodnutie zvýšiť mesačný objem nákupu aktív od apríla 2016 do marca 2017 na 80 mld. €. Zároveň oznámila zavedenie programu nákupu dlhopisov podnikového sektora (corporate sector

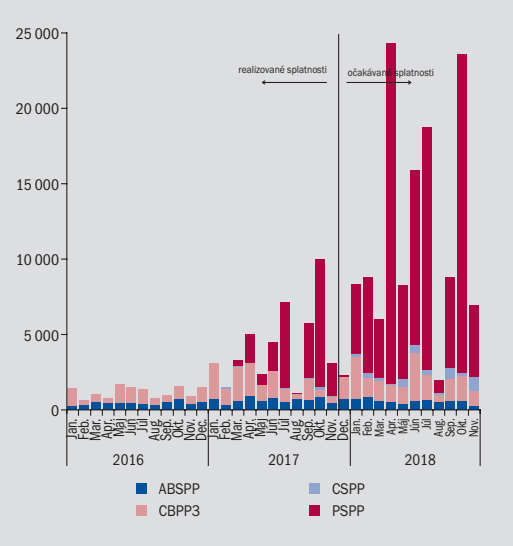
6 *Podrobnejšie informácie o ďalších menovopolitických rozhodnutiach v Boxe 1.*
7 *Zdroj: ECB.*

purchase programme – CSPP) ako ďalšej zložky programu nákupu aktív. Program bol aktivovaný v júni 2016. Tento mal v rámci programu nákupu aktív využijúc vzájomné synergie jednotlivých nástrojov podporiť pretransformovanie a prenos lepších finančných podmienok do reálnej ekonomiky, povzbudenie poskytovania nových úverov a následné stimulovanie dynamiky hospodárskeho oživenia v eurozóne a urýchlenie návratu inflácie k úrovni pod, ale blízko 2 % v strednodobom horizonte.

Následne na svojom menovopolitickom zasadnutí v decembri 2016 Rada guvernérov v dôsledku pretrvávajúcich tlmených inflačných tlakov rozhodla o pokračovaní nákupov v rámci programu nákupu aktív v mesačnom objeme 80 mld. € do marca 2017. Zároveň oznámila, že program bude pokračovať od apríla 2017 do decembra 2017 v objeme 60 mld. € za mesiac. Toto rozhodnutie bolo kalibrované so zreteľom na zachovanie výraznej miery menovej akomodácie. ECB tiež uviedla, že program bude v prípade potreby pokračovať aj dlhšie, minimálne dovtedy, kým sa podľa Rady guvernérov neprejaví trvalá zmena vývoja inflácie zodpovedajúca jej inflačnému cieľu. Ak by došlo k zhoršeniu ekonomického vývoja alebo by finančné podmienky prestali zodpovedať ďalšiemu napredovaniu k trvalej zmene vývoja inflácie, Rada guvernérov by zvýšila rozsah programu, resp. by predĺžila jeho trvanie.

Rada guvernérov ECB na svojom zasadnutí 26. 10. 2017 rozhodla o rekalibrácii rozšíreného programu nákupu aktív. Táto úprava bola prijatá s cieľom zachovať veľmi priaznivé podmienky financovania, ktoré sú i naďalej potrebné na zabezpečenie trvalého návratu miery inflácie k úrovni nižšej, ale blízkej 2 %. Je to tiež odrazom rastúcej dôvery v postupnú konvergenciu miery inflácie k inflačnému cieľu vzhľadom na čoraz stabilnejší a rozsiahlejší hospodársky rast, mierny nárast ukazovateľov základnej inflácie a ďalšie účinné premietanie menovopolitických opatrení do podmienok financovania reálnej ekonomiky. Domáce cenové tlaky zostávajú aj naďalej celkovo tlmené a výhľad hospodárskeho vývoja i vývoj inflácie zostávajú podmienené pokračovaním menovopolitickej podpory. Na ďalšie zintenzívnenie základných inflačných tlakov a podporu vývoja celkovej inflácie v strednodobom horizonte bolo preto i naďalej potrebné podporiť výraznú mieru menovej stimulácie. Berúc do úvahy uvedené, Rada guvernérov ECB rozhodla, že program nákupu aktív bude do konca decembra 2017 pokračovať tempom 60 mld. € za mesiac a od januára 2018 do konca septembra 2018 tempom 30 mld. € za mesiac, v prípade potreby aj dlhšie. Konkrétne, keď sa neprejaví trvalá zmena vývoja inflácie zodpovedajúca inflačnému cieľu je, Rada guvernérov pripravená program nákupu aktív rozšíriť a/alebo predĺžiť jeho trvanie. Taktiež bude ECB pokračovať v reinvestovaní splátok istiny zo splatných cenných papierov, ktoré boli nakúpené v rámci programu nákupu aktív. Po skončení čistého nákupu Rada guvernérov vyhlásila, že Eurosystém bude splátky istiny zo splatných cenných papierov reinvestovať aj ďalej počas dlhšieho obdobia. Určite to bude dovtedy, kým to bude potrebné a tieto reinvestície prispejú k priaznivému stavu likvidity a primeranému nastaveniu menovej politiky. Taktiež Rada guvernérov v októbri rozhodla, že od novembra začne zverejňovať dodatočné údaje o rein-

Graf A Realizované a očakávané splatnosti (mil. EUR)



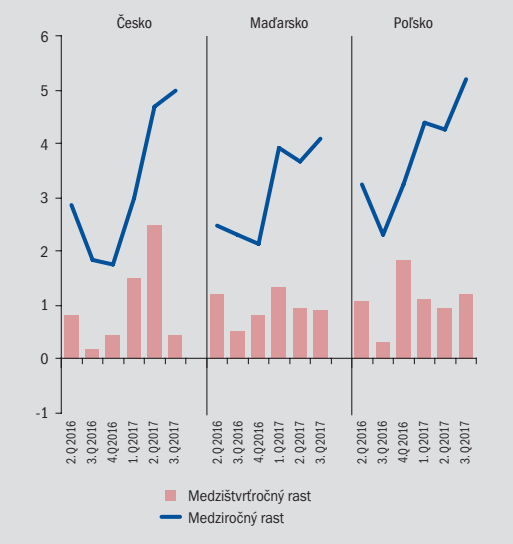
Zdroj: ECB.
Poznámka: Realizované reinvestície istiny zo splatných cenných papierov sa môžu líšiť od predpokladaných odkupov v dôsledku skorších alebo oneskorených splátok. Predpokladaný odhad na základe koncomesačných údajov.

vestíciách. Tieto informácie podporia plynulú a hladkú implementáciu nákupov aktív. Rada guvernérov sa zároveň rozhodla od októbra 2016 s mesačnou periodicitou publikovať očakávané objemy splatností v rámci programu nákupu aktív vždy v časovom horizonte na 12 mesiacov vopred, ako aj ďalšie detaily implementácie programu. Tieto kroky odrážajú záväzok ECB zvyšovať svoju transparentnosť. Samotné zverejnené dáta budú už okrem vykonaného reinvestovania obsahovať predpokladané kumulatívne mesačné splatnosti individuálne pre každý z komponentov nákupu programu aktív – t. j. pre cenné papiere kryté aktívami – ABSPP, portfólio krytých dlhopisov – CBPP3, dlhopisy vydané ústrednou štátnou správou krajín eurozóny, agentúrami a európskymi inštitúciami – PSPP a pre eurové dlhopisy investičného stupňa vydané nebankovými spoločnosťami so sídlom v eurozóne v rámci programu nákupu dlhopisov korporátneho sektora – CSPP).

5 Vývoj v Českej republike, Maďarsku a Poľsku

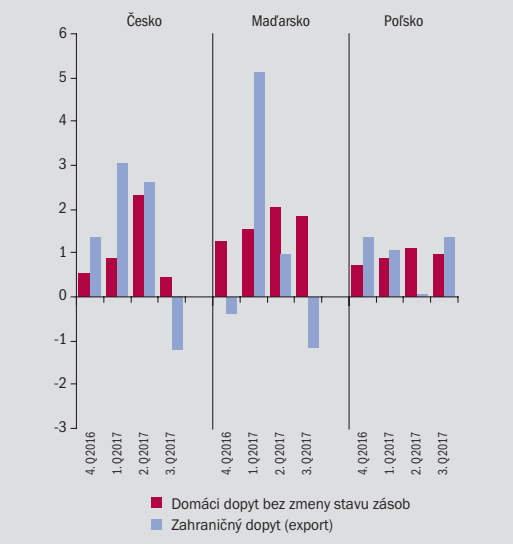
V 3. štvrťroku 2017 zaznamenali zrýchlenie ekonomického rastu na medziročnej báze všetky sledované ekonomiky – česká ekonomika mierne o 0,3 percentuálneho bodu na 5,0 %, maďarská ekonomika o 0,4 percentuálneho bodu na 4,1 % a poľská ekonomika výrazne o 0,9 percentuálneho bodu na 5,2 %.

Graf 25 Rast HDP (%)



Zdroj: Eurostat.

Graf 26 Príspevky k medzištvrťročnému rastu HDP (p. b.)



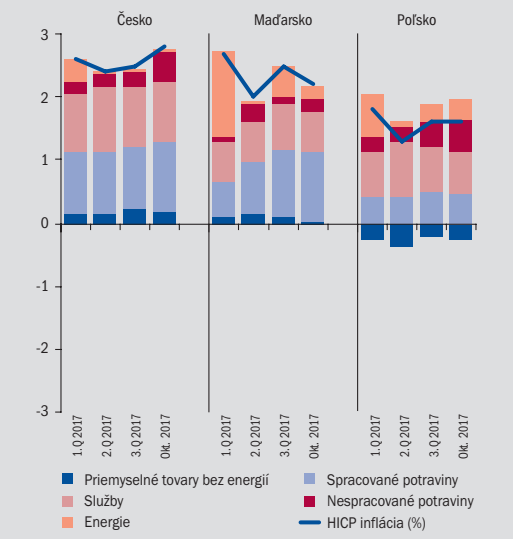
Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

V medzištvrťročnom vyjadrení v 3. štvrťroku 2017 v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom zrýchlila svoje tempo rastu iba poľská ekonomika, a to o 0,3 percentuálneho bodu na 1,2 %. Maďarská ekonomika si zachovala rovnaké tempo rastu ako v minulom štvrťroku 0,9 %. Naopak, česká ekonomika po rekordnom raste v 2. štvrťroku výrazne spomalila o 2,0 percentuálne body na 0,5 %. K spomaleniu českej ekonomiky prispeli všetky zložky ekonomického rastu okrem zmeny stavu zásob, ktorá ako jediná v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom pôsobila výraznejšie prorastovo a spotreby verejnej správy, ktorej príspevok sa nezmenil. Významné spomalenie tempa rastu zaznamenal najmä investičný dopyt, ale aj konečná spotreba domácností. Tlmiaco na ekonomický rast pôsobil čistý export, keď pokles importu bol o niečo miernejší ako pokles exportu. V Maďarsku sa tempo ekonomického rastu nezmenilo, keď tlmiaci efekt čistého exportu a mierne spomalenie konečnej spotreby domácností a investičného dopytu kompenzoval pozitívny vplyv spotreby verejnej správy a zmeny stavu zásob. V Poľsku sa ekonomický rast zrýchlil najmä vďaka pozitívnemu vplyvu čistého exportu a v menšej miere investičného dopytu. Naopak, tlmiaco na rast pôsobila zmena stavu zásob. Konečná spotreba domácnosti rástla rovnakým tempom ako v minulom štvrťroku, avšak spomalenie rastu zaznamenala spotreba verejnej správy.

Koncom 3. štvrťroka 2017 sa v porovnaní s koncom predchádzajúceho štvrťroka medziročný rast spotrebiteľských cien zrýchlil vo všetkých sledovaných ekonomikách – v Českej republike o 0,1 percentuálneho bodu na 2,5 %, v Maďarsku o 0,5 percentuálneho bodu na 2,5 % a v Poľsku o 0,3 percentuálneho bodu na 1,6 %. K zrýchleniu tempa rastu spotrebiteľských cien v **Českej republike** prispeli najmä ceny priemyselných tovarov bez energií a ceny energií. Približne rov-

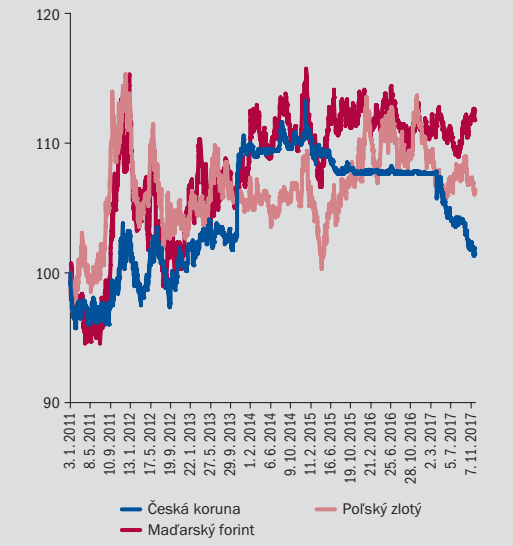
nako ako v predchádzajúcom štvrťroku pôsobili na cenový rast ceny spracovaných aj nespracovaných potravín. Jedinou položkou, ktorej rast sa spomalil, boli ceny služieb. V októbri sa v porovnaní s koncom 3. štvrťroka celková inflácia v Českej republike mierne zrýchlila, keď sa výraznejšie zvýšilo tempo rastu cien potravín, najmä nespracovaných. V **Maďarsku** sa medziročný rast spotrebiteľských cien v septembri v porovnaní s júnom takisto zrýchlil. Hlavným dôvodom bolo výraznejšie zvýšenie dynamiky rastu cien energií, zrýchlil sa aj rast cien spracovaných potravín a v menšej miere aj cien služieb. Naopak, spomalenie zaznamenali ceny priemyselných tovarov bez energií a ceny nespracovaných potravín. V októbri sa však celkový rast cien v Maďarsku spomalil, keď zníženie dynamiky rastu zaznamenali všetky položky s výnimkou cien potravín (spracovaných aj nespracovaných). V **Poľsku** v priebehu 3. štvrťroka 2017 zaznamenali celkové spotrebiteľské ceny taktiež zrýchlenie dynamiky rastu. K takémuto vývoju prispeli všetky zložky cenového rastu s výnimkou cien služieb. Tempo poklesu cien priemyselných tovarov bez energií sa spomalilo, pričom rast ostatných položiek sa zrýchlil. V októbri sa dynamika rastu spotrebiteľských cien v Poľsku nezmenila, keď všetky položky prispeli k celkovej inflácii v porovnaní s koncom 3. štvrťroka približne rovnako, s výnimkou cien nespracovaných potravín, ktorých rast sa zrýchlil.

Graf 27 Príspevky k HICP inflácii (p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

Graf 28 Indexy kurzov mien V4 voči euru (3. 1. 2011 = 100)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.
Poznámka: Pokles hodnoty predstavuje apreciáciu.

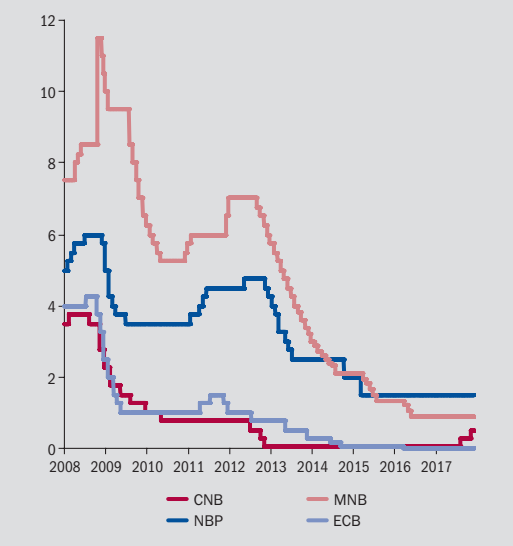
Na konci 3. štvrťroka 2017 v porovnaní s koncom predchádzajúceho štvrťroka sa kurz českej koruny voči euru posilnil (o 0,82 %), kurz maďarského forintu a poľského zlotého sa oslabil (o 0,55 %, resp. o 1,85 %).

Po výraznejšej apreciácii českej koruny voči euru v 2. štvrťroku 2017 z dôvodu ukončenia kurzového záväzku ČNB, sa česká koruna v 3. štvrťroku 2017 vo vzťahu k euru zhodnotila iba mierne a počas celého štvrťroka neprekročila hranicu 26 CZK/EUR. Vplyv pozitívnych správ o vývoji českej ekonomiky aj v 3. štvrťroku do výraznej miery kompenzoval dopad prekúpenosti investorov českými korunami. Vývoj kurzov maďarského forintu a poľského zlotého bol v 3. štvrťroku 2017 ovplyvnený najmä sentimentom na finančných trhoch skôr pozitívnym smerom, keď investičné riziko ovplyvňovali najmä očakávania týkajúce sa menovej politiky vedúcich svetových centrálnych bánk (aj keď očakávania načasovania sprísňovania politiky zo strany ECB sa posunuli), makroekonomické údaje, ako aj vývoj rokovaní o Brexite. V prípade Maďarska smerom k depreciácii pôsobila rétorika centrálnej banky, resp. aj ďalšie konanie v smere uvoľňovania menovej politiky (zníženie jednodňovej depozitnej sadzby, ďalšie zníženie limitu pre objem akceptovaných vkladov bánk z tendrov pre trojmesačné depozity). V prípade poľského zlotého boli dôvodom

oslabenia skôr neekonomické faktory, keď väčšina makroekonomických dát bola pozitívna.

V 3. štvrťroku 2017 spomedzi sledovaných krajín pristúpila k zmene menovopolitických podmienok prostredníctvom úrokových sadzieb česká centrálna banka a maďarská centrálna banka, táto však iba pri jednoďňovej depozitnej sadzbe. **Česká národní banka** rozhodla o zvýšení svojej hlavnej úrokovej sadzby (limitnej úrokovej sadzby na dvojtýždňové repo operácie) o 0,20 percentuálneho bodu na 0,25 % s účinnosťou od 4. 8. 2017. Podobne zvýšila aj lombardnú sadzbu o 0,25 percentuálneho bodu na 0,50 %, diskontnú sadzbu ponechala na nezmenenej úrovni 0,05 %. V zdôvodnení svojho rozhodnutia centrálna banka uviedla, že vývoj českej ekonomiky a jej prognóza naznačujú, že ekonomika už nepotrebuje stimul v podobe nulových úrokových sadzieb. Posilnenie výmenného kurzu koruny síce sprísnilo kurzovú zložku menovopolitických podmienok, avšak existuje priestor aj pre sprísnenie úrokovej zložky. Zvýšenie úrokových sadzieb je zároveň krokom k návratu k štandardnej forme realizácie menovej politiky. Ďalšie zvyšovanie úrokových sadzieb bude podmienené vývojom všetkých kľúčových makroekonomických veličín. V súlade s uvedeným k ďalšiemu zvýšeniu úrokových sadzieb českou centrálnou bankou o 0,25 percentuálneho bodu došlo aj na jej novembrovom zasadnutí. **Magyar Nemzeti Bank** v 3. štvrťroku 2017 zmenila svoje úrokové sadzby iba čiastočne, keď znížila jednoďňovú depozitnú sadzbu o 0,10 percentuálneho bodu na -0,15 % s účinnosťou od 20. 9. 2017. Ostatné úrokové sadzby (základnú úrokovú sadzbu, jednoďňovú kolateralizovanú refinančnú sadzbu, ako aj týždňovú kolateralizovanú refinančnú sadzbu) ponechala na nezmenenej úrovni 0,9 %. Svoje rozhodnutie zdôvodnila ďalším odhadovaným oneskorením plnenia inflačného cieľa o jeden štvrťrok (polovica roku 2019) a potenciálnym protiinflačným rizikom externého prostredia. Zároveň potvrdila pripravenosť v prípade, že inflácia zostane aj naďalej pod inflačným cieľom, ďalej uvoľniť menové podmienky aj prostredníctvom nekonvenčných nástrojov. Od októbra 2016 MNB limituje objem akceptovaných vkladov bánk z tendrov pre trojmesačné depozity, čo plánuje používať ako integrálnu súčasť menovopolitického inštrumentária. Týmto opatrením sa snaží vytesniť určitý objem prostriedkov, ktoré si u nej môžu banky ukladať vo forme depozitnej facility. Pre 3. štvrťrok 2017 bol stanovený objem akceptovaných vkladov vo výške 300 mld. HUF (schválený na júnovom zasadnutí centrálnej banky). Na septembrovom zasadaní schválila MNB limit pre 4. štvrťrok 2017. V novembri centrálna banka Maďarska schválila ďalšie zo série neštandardných opatrení v snahe o ďalšie uvoľnenie menovej politiky (nepodmienené úrokové swapy so splatnosťou 5 alebo 10 rokov, cielený program nákupu hypotekárnych dlhopisov so splatnosťou 3 a viac rokov v roku 2018). **Narodowy Bank Polski** v 3. štvrťroku 2017 ako jediná zo sledovaných bánk ponechal svoje menovopolitické podmienky nezmenené (referenčná úroková sadzba na úrovni 1,5 %). Centrálna banka konštatovala, že cenový rast zostane v nasledujúcich štvrťrokoch mierny. Tento vývoj pramení najmä z postupného nárastu inflačných tlakov vyplývajúcich zo zlepšujúcich sa domácich ekonomických podmienok a poklesu importných cien v dôsledku stabilizácie cien energetických komodít ako aj v dôsledku slabých inflačných tlakov externého prostredia. Súčasnú úroveň úrokových sadzieb tak považuje NBP, na základe dostupných dát a prognóz, za podporujúcu udržateľný hospodársky rast a makroekonomickú rovnováhu.

Graf 29 Kľúčové sadzby NCB krajín V4 (%)



Zdroj: Národné centrálne banky a ECB.

PREHĽAD PREDIKCIÍ RASTU HDP VYBRANÝCH INŠTITÚCIÍ

Tab. 1 Globálna ekonomika

	Zverejnenie	2016		2017		2018		2019	
MMF	október 2017	3,2	(=)	3,6	(0,1)	3,7	(0,1)	-	-
OECD	november 2017	3,1	(=)	3,6	(0,1)	3,7	(=)	3,6	-
EK	november 2017	-	-	3,5	(0,1)	3,7	(0,1)	3,7	-
ECB [1)]	december 2017	-	-	3,7	(=)	3,9	(0,1)	3,8	(=)

Tab. 2 USA

	Zverejnenie	2016		2017		2018		2019	
MMF	október 2017	1,5	(-0,1)	2,2	(0,1)	2,3	(0,2)	-	-
OECD	november 2017	1,5	(=)	2,2	(0,1)	2,5	(0,1)	2,1	-
EK	november 2017	1,5	(-0,1)	2,2	(=)	2,3	(=)	2,1	-
Fed	september 2017	-	-	2,35	(0,2)	2,2	(0,15)	1,9	(=)

Tab. 3 Eurozóna

	Zverejnenie	2016		2017		2018		2019	
MMF	október 2017	1,8	(=)	2,1	(0,2)	1,9	(0,2)	-	-
OECD	november 2017	1,8	(=)	2,4	(0,3)	2,1	(0,2)	1,9	-
EK	november 2017	1,8	(=)	2,2	(0,5)	2,1	(0,3)	1,9	-
ECB	december 2017	-	-	2,4	(0,2)	2,3	(0,5)	1,9	(0,2)

Tab. 4 Česká republika

	Zverejnenie	2016		2017		2018		2019	
MMF	október 2017	2,6	(0,2)	3,5	(0,7)	2,6	(0,4)	-	-
OECD	november 2017	2,5	(0,2)	4,3	(1,4)	3,5	(0,9)	3,2	-
EK	november 2017	2,6	(0,2)	4,3	(1,7)	3,0	(0,3)	2,9	-
ČNB	november 2017	2,5	(=)	4,5	(0,9)	3,4	(0,2)	2,1	(=)

Tab. 5 Maďarsko

	Zverejnenie	2016		2017		2018		2019	
MMF	október 2017	2,0	(=)	3,2	(0,3)	3,4	(0,4)	-	-
OECD	november 2017	2,2	(0,3)	3,9	(0,1)	3,6	(0,2)	2,8	-
EK	november 2017	2,2	(0,2)	3,7	(0,1)	3,6	(0,1)	3,1	-
MNB	september 2017	2,0	(=)	3,6	(=)	3,7	(=)	3,2	(=)

Tab. 6 Poľsko

	Zverejnenie	2016		2017		2018		2019	
MMF	október 2017	2,6	(-0,2)	3,8	(0,4)	3,3	(0,1)	-	-
OECD	november 2017	2,9	(0,2)	4,3	(0,7)	3,5	(0,4)	3,2	-
EK	november 2017	2,9	(0,2)	4,2	(0,7)	3,8	(0,6)	3,4	-
NBP	november 2017	2,8	(0,1)	4,2	(0,2)	3,6	(0,1)	3,2	(-0,1)

1) Rast globálnej ekonomiky bez eurozóny.
Poznámka: Údaje v zátvorkách vyjadrujú zmenu v percentuálnych bodoch oproti predchádzajúcej predikcii.