



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



SPRÁVA O MEDZINÁRODNEJ EKONOMIKE

MAREC 2018

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
27. marca 2018.

Dátum uzávierky pre spracovanie štvrtročnej správy
bol 14. marca 2018.

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

ISSN 1339-9624 (elektronická verzia)



OBSAH

1	GLOBÁLNA EKONOMIKA	5	Graf 8 Faktory limitujúce produkciu v priemysle	13
2	KOMODITY	8	Graf 9 Miera nezamestnanosti a miera dlhodobej nezamestnanosti	13
3	SPOJENÉ ŠTÁTY AMERICKÉ	9	Graf 10 Očakávania vývoja zamestnanosti jednotlivými odvetviami	14
4	EUROZÓNA	11	Graf 11 Predstihové indikátory a štvrtročný rast HDP eurozóny	14
5	VÝVOJ V ČESKEJ REPUBLIKE, MAĎARSKU A POĽSKU	19	Graf 12 Indikátory sentimentu pre Nemecko	14
			Graf 13 Medziročná miera celkovej inflácie HICP a príspevky vybraných komponentov	15
ZOZNAM TABULIEK			Graf 14 Ceny ropy v EUR a USD	15
Tab. 1	Globálna ekonomika	23	Graf 15 Medziročný rast cien ropy a cien energií v HICP	15
Tab. 2	USA	23	Graf 16 Ceny potravín: Komodity, výroba, spotrebiteľské ceny	16
Tab. 3	Eurozóna	23	Graf 17 Ceny potravinových komodít a spracovaných potravín	16
Tab. 4	Česká republika	23	Graf 18 Spotrebiteľský dopyt a inflácia cien služieb	17
Tab. 5	Maďarsko	23	Graf 19 Ceny priemyselných tovarov bez energií a vývoj nominálneho výmenného kurzu	17
Tab. 6	Poľsko	23	Graf 20 Cenové očakávania v priemysle, službách a maloobchode	17
ZOZNAM GRAFOV			Graf 21 Cenové očakávania – ECB Survey of Professional Forecasters – HICP inflácia	17
Graf 1	Vývoj HDP a CLI v OECD	6	Graf 22 Rast HDP	19
Graf 2	Príspevky jednotlivých komponentov k štvrtročnému rastu HDP	11	Graf 23 Príspevky k medzištvrtročnému rastu HDP	19
Graf 3	Menovopolitické sadzby a miera úspor domácností	11	Graf 24 Príspevky k HICP inflácii	20
Graf 4	Medziročný rast súkromnej spotreby a hodnotenie správneho času na veľké nákupy	12	Graf 25 Indexy kurzov mien V4 voči euru	20
Graf 5	Hodnotenie konkurencieschopnosti v priemysle a priemyselná výroba	12	Graf 26 Kľúčové sadzby NCB krajín V4	22
Graf 6	Exportné očakávania v priemysle a priemyselná výroba	12		
Graf 7	Faktory limitujúce produkciu v priemysle	13		



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

Pozitívny vývoj globálnej ekonomiky pokračoval aj v závere roka 2017. Napriek jej miernemu spomaleniu v poslednom štvrtroku 2017 sa podporné hospodárske politiky spolu s priaznivými finančnými podmienkami, rastúcimi akciovými trhmi a pozitívnym sentimentom prejavili v posilnení svetového hospodárstva v druhej polovici roka 2017 v porovnaní s 1. polrokom.

V rámci vyspelých ekonomík sa znížil rast amerického hospodárstva, keď napriek oživeniu súkromnej spotreby a investícií ekonomiku utlmil čistý export a zásoby. Pnutie na trhu práce by sa však malo prejavovať v raste miezd, čo by malo podporovať spotrebu domácností aj naďalej. Súčasne by mal pokračovať aj pozitívny vývoj investičného dopytu. Americká ekonomika by mala v ďalšom období profitovať hlavne z fiškálneho stimulu vyplývajúceho z daňovej reformy, ako aj zvýšenia stropu na vládne výdavky. Oslabenie dolára v poslednom období by mohlo podporiť exportnú výkonnosť ekonomiky. Mierne sa spomalilo aj hospodárstvo európy, keď oživenie investičného dopytu bolo kompenzované pomalším rastom súkromnej aj vládnej spotreby. Súčasne pokračujúce zlepšovanie exportov bolo sprevádzané dynamickým vývojom dovozov, čo sa prejavilo v poklese príspevku čistého exportu k hospodárskemu rastu. Pomalší hospodársky rast zaznamenalo aj Spojené kráľovstvo, keď oživenie investičného dopytu a vládnej spotreby kompenzovala utlmená spotreba domácností. Súčasne sa pokles exportov a dynamizácia rastu importov prejavili v silnom negatívnom príspevku čistého exportu. Súkromnú spotrebu by v nasledujúcom období mohli podporiť očakávania budúcej inflácie, ktorá by sa mala postupne znižovať v dôsledku zániku efektu minulej depreciačie libry. Spomalenie hospodárskeho rastu v závere roka zaznamenala aj japonská ekonomika, ale v porovnaní s dynamikami v predchádzajúcom roku si udržala relatívne robustné tempo rastu. Akomodatívny charakter menovej politiky a solidná tvorba pracovných miest sa podpísali pod obnovenie spotreby domácností a investičného dopytu. Vďaka zahraničnému dopytu

došlo k silnejšiemu rastu exportov, ich tempo však prevýšila dynamika importov. V nasledujúcom období by sa mala ekonomika Japonska spomaľovať v dôsledku klesajúcej podpory zo strany fiškálnej politiky a znižovania voľných kapacít.

Spomedzi rozvíjajúcich sa ekonomík si naďalej dynamický rast udržala Čína. Na konci roka ho podporili silná spotreba, vládna podpora, robustný trh s nehnuteľnosťami, ako aj exportná výkonnosť. Ďalší vývoj čínskej ekonomiky závisí od snahy autorít zamerať sa na stabilný rast a finančnú stabilitu. Postupná implementácia štrukturálnych reforiem by sa mala prejavovať v spomalení rastu, riziko pre budúci vývoj čínskej ekonomiky predstavuje vysoký rast úverov a prípadný odlev kapitálu. Podľa dostupných údajov v indickej ekonomike postupne doznievajú efekty demonetizácie a reformy v oblasti daní z tovarov a služieb. Hospodárstvo si v poslednom štvrtroku 2017 zachovalo robustný rast a na medziročnej báze dokonca rástlo najvyšším tempom v roku. Ekonomiku podržal hlavne akcelerujúci investičný dopyt, súčasne súkromná spotreba si udržala stabilný rast. Na druhej strane hospodárstvo utlmilo pomalšie tempo exportov a dynamizácia importov. V ďalšom období by sa jej vývoj mal odvíjať hlavne od posilnenia domácej stránky ekonomiky vďaka podnikateľským investíciám a rastu produktivity v dôsledku efektu spomínanej reformy. Údaje za vývoj ruskej ekonomiky zatiaľ nie sú dostupné, ale podľa krátkodobých indikátorov pravdepodobne došlo v poslednom štvrtroku 2017 k utlmeniu ekonomickej aktivity. V závere roka totiž poklesla priemyselná produkcia aj maloobchodný predaj. Avšak zlepšujúca sa spotrebiteľská aj podnikateľská dôvera naznačujú pozitívnejší vývoj ruskej ekonomiky. V nasledujúcom období by na hospodárstvo mali pozitívne vplývať uvoľnená menová politika, vyššie ceny ropy a posilnenie spotreby domácností vyplývajúce z klesajúcej inflácie. Na druhej strane dohoda s krajinami OPEC o obmedzení ťažby ropy bude ovplyvňovať exporty krajiny. V závere roka sa brazílska ekonomika opätovne spomalila, čím dosiahla najpomalší rast v rámci

roka. Ekonomiku podržali v tomto období výhradne investičný dopyt a vládny sektor, ktorý zaznamenal rast výdavkov po šiestich štvrtrokoch poklesu. Na druhej strane stagnovala súkromná spotreba a v dôsledku prepadu exportov, aj napriek spomaleniu rastu importov, čistý export pôsobil negatívne na hospodársky rast. V ďalšom období sa očakáva oživenie ekonomiky podporené posilňujúcim sa domácim dopytom vďaka zlepšujúcej sa podnikateľskej a spotrebiteľskej dôvere, nižšej nezamestnanosti a priaznivejším finančným podmienkam. Na druhej strane výhľad brazílskej ekonomiky zhoršuje nedostatočná podpora schválenia reformy penzijného systému, ktorý bol príčinou zvýšenia fiškálneho deficitu v posledných rokoch.

Celkovo sa vo 4. štvrtroku 2017 rast ekonomickej aktivity v krajinách OECD mierne spomalil na 0,6 % z 0,7 % dosiahnutého v predchádzajúcom štvrtroku. Aj v medziročnom porovnaní došlo k zníženiu hospodárskeho rastu z 2,8 % v 3. štvrtroku 2017 na 2,6 % v poslednom štvrtroku 2017. Priemerná hodnota kompozitného indikátora ekonomickej dôvery v krajinách OECD (Composite Leading Indicator)¹ vo 4. štvrtroku 2017 vzrástla, koncom roka 2017, ako aj začiatkom roka 2018 však došlo k miernemu poklesu

mesačných hodnôt uvedeného indikátora, čo môže naznačovať spomalenie globálnej ekonomiky v krátkodobom horizonte. Pozitívne tendencie v globálnej ekonomike však naďalej pretrvávajú, čo potvrdili aj aktuálne hodnoty globálneho kompozitného PMI, ako aj indikátorov podnikateľskej dôvery, ktoré sa nachádzajú na historicky vysokých úrovniach, a indikujú tak pokračovanie robustného rastu globálnej ekonomiky aj začiatkom roka 2018.

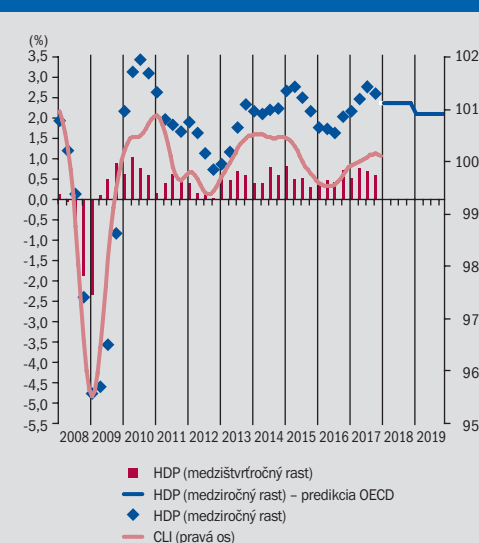
V nasledujúcom období by si mala svetová ekonomika zachovať relatívne stabilné tempo, pričom v ďalšom období by sa jeho dynamika mala zmierniť. Prorastovo by na globálne hospodárstvo mali pôsobiť vyspelé krajiny, predovšetkým USA, ktoré by mali profitovať z fiškálneho dopadu daňovej reformy. Následne v niektorých ekonomikách môže dôjsť k spomaleniu vyplývajúceho z pozitívnej produkčnej medzery. V rámci rozvíjajúcich sa ekonomík by sa mala zvýšiť aktivita komoditných exportérov ako Brazília a Rusko, rýchlejšie by malo rásť aj hospodárstvo Indie. Na druhej strane sa bude spomaľovať čínska ekonomika.

Vo 4. štvrtroku 2017 došlo k miernej dynamizácii globálneho inflačného vývoja. Priemerná miera inflácie sa v krajinách OECD v porovnaní s predchádzajúcim štvrtkom síce nepatrne zvýšila, v decembri však zostala na rovnakej úrovni ako v septembri (2,3 %). Jej vývoj v jednotlivých mesiacoch v podstate kopíroval trend inflácie energií, ktoré reagovali na cenový vývoj energetických komodít. Postupné spomaľovanie a zrýchľovanie cien energií tak určovalo profil celkovej miery inflácie. V októbri a novembri na uvedený vývoj pôsobili aj ceny potravín. Prorastovo na rast spotrebiteľských cien v hodnotenom období vplývala jadrová inflácia, ktorá sa v závere roka zvýšila oproti septembru o 0,1 percentuálneho bodu na 1,9 %. V januári došlo k zmierneniu rastu spotrebiteľských cien, keď pri stabilnej inflácii potravín opäť zohrali dôležitú úlohu ceny energií. Ich spomalenie, ako aj návrat jadrovej inflácie na úroveň 1,8 %, spôsobili zníženie medziročnej miery inflácie na 2,2 %.

Globálna inflácia by mala v krátkodobom horizonte vzrásť, pričom jej vývoj budú determinovať hlavne ceny energií odrážajúce nedávny

¹ Indikátory CLI sú pravidelne na mesačnej báze publikované OECD – posledné dostupné údaje publikované v marci 2018 sú do januára 2018.

Graf 1 Vývoj HDP a CLI v OECD



Zdroj: OECD.

Poznámka: CLI – Composite Leading Indicators.



nárast cien ropy. Keďže v ďalšom období aktuálna krivka futures ropy predpokladá klesajúcu úroveň ceny ropy, príspevok cien energií do spotrebiteľských cien na globálnej úrovni by

mal byť negatívny. V dlhodobejšom horizonte sa však očakáva, že postupné znižovanie voľných kapacít bude podporovať rast spotrebiteľských cien.



2 KOMODITY

Priemerné ceny komodít sa vo 4. štvrtroku 2017 zvýšili oproti úrovni predchádzajúceho štvrťroka. Uvedený vývoj bol odrazom zvýšenia cien energetických, ako aj neenergetických komodít.

V rámci energetických surovín sa vo 4. štvrtroku 2017 výraznejšie zvýšila priemerná cena ropy Brent, ktorá vzrástla oproti predchádzajúcemu štvrtroku o cca 9 USD/barel na úroveň 61 USD/barel. Jej vývoj determinoval pokračujúci robustný rast globálneho dopytu, rozhodujúce však boli očakávania predĺženia dohody členských krajín OPEC-u a ďalších producentov naďalej obmedzovať ťažbu ropy. Zvyšujúca sa cena ropy podnietila obavy, že USA oživí ťažbu bridlicovej ropy, a tak ovplyvní globálnu ponuku. Táto skutočnosť síce dočasne stabilizovala cenu ropy, ale samotné schválenie predĺženia spomínanej dohody o obmedzení ťažby až do konca roku 2018 (koncom novembra) viedlo k opätovnému silnému rastu ceny suroviny,

ktoré pokračovalo aj začiatkom roku 2018 až na úroveň 70 USD/barel. Vyššiu úroveň ceny čiastočne podporili výpadky v ťažbe, ako aj geopolitické napätie na Blízkom východe. Začiatkom februára došlo k čiastočnej korekcii súvisiacej so zvyšujúcou sa produkciou bridlicovej ropy v USA. V rámci neenergetických komodít rástli v závere roka ceny kovov, ktoré podporoval pozitívny výhľad priemyselnej aktivity. Lepšie vyhliadky vývoja spracovateľského priemyslu viedli hlavne k rastu cien hliníka, medi, niklu a zinku, na druhej strane poklesli ceny cínu. V priemere sa znížili aj ceny železnej rudy v dôsledku rastu ponuky a očakávaní spomalenia produkcie ocele v Číne. Vplyv potravinových komodít na dynamiku neenergetických surovín bol iba mierny, keď pokles priemerných cien pšenice, kukurice, kávy a sóje reagujúcich na vysokú úroveň globálnych zásob a priaznivého počasia bol kompenzovaný rastom cien mäsa, mlieka a cukru.

3 SPOJENÉ ŠTÁTY AMERICKÉ

Vo 4. štvrťroku 2017 sa výkonnosť americkej ekonomiky spomalila, keď anualizovaná dynamika hospodárskeho rastu dosiahla 2,5 % v porovnaní s 3,2 % dosiahnutými v predchádzajúcom štvrťroku. V medziročnom porovnaní došlo v poslednom štvrťroku 2017 k miernemu zrýchleniu tempa hospodárskeho rastu na 2,5 % z 2,3 % zaznamenaných v predchádzajúcom štvrťroku.

Súkromná spotreba sa na konci roka vrátila k dynamickejšiemu tempu, avšak najvýraznejšie prorastovo pôsobil investičný dopyt ovplyvnený obnovou škôd po hurikánoch v 3. štvrťroku 2017. Obrat vo vývoji rezidenčných investícií, ktoré v predchádzajúcich dvoch štvrťrokoch klesali a v závere roka zaznamenali dvojciferné tempo rastu spolu s investíciami v ťažobnom priemysle a s investíciami do zariadení znamenali výrazný príspevok fixných investícií do rastu ekonomiky USA. V porovnaní s predchádzajúcimi obdobiami silne prorastovo na ekonomiku vplýval aj vládny sektor, súčasne na federálnej aj štátnej a lokálnej úrovni. Najrýchlejší rast spotrebiteľských výdavkov za posledné tri roky sa prejavil v silných importoch. Tieto boli síce sprevádzané rastúcou exportnou výkonnosťou, jej tempo však zaostalo za dovozmi, v dôsledku čoho čistý export pôsobil na ekonomiku výrazne tlmivaco. Posilnená súkromná spotreba viedla aj k zníženiu zásob.

V decembri 2017 bola v USA schválená najrozsiahlejšia daňová reforma za posledných 30 rokov. Pokles dane pre podnikateľov z 35 % na 21 %, ako aj zníženie daňového zaťaženia pre zamestnancov by mal viesť k zvýšeniu štátneho deficitu USA. Podľa tvorcov reformy by mal však byť vyšší deficit vykrytý príjmami z vyššieho hospodárskeho rastu. Dopady reformy by sa mali prejavovať už v krátkodobom horizonte. V dôsledku nárastu deficitu USA a potreby jeho financovania však niektoré medzinárodné inštitúcie upozorňujú, že daňová reforma môže destabilizovať súčasné globálne ekonomické oživenie cez dopad na ceny aktív a ohrozenie finančnej stability. Štátny deficit USA môže zhoršiť aj opatrenie schválené v Kongrese USA vo februári 2018, podľa ktorého boli navýšené limity na vládne výdav-

ky na nasledujúce dva fiškálne roky. Ekonomiku USA v nasledujúcom období môže ovplyvniť aj zavedenie dovozného cla na oceľ (25 %) a hliník (10 %), ktorého zámer vyjadrila Trumpova administratíva v marci 2018. Uvedené opatrenie môže mať negatívny vplyv na iných obchodných partnerov, ktorí môžu pristúpiť k vlastným protekcionistickým opatreniam voči USA.

Vývoj inflácie v USA bol v poslednom štvrťroku 2017 v porovnaní s predchádzajúcimi štvrťrokmi roka relatívne stabilný. Po silne akcelerujúcom raste v 3. štvrťroku sa dynamika spotrebiteľských cien ustálila na, resp. mierne nad, úroveň 2 %. Trajektória inflácie mala podobný tvar ako cenový rast energií, ktoré reagovali na vývoj cien energetických komodít. Ceny energií boli ovplyvnené predovšetkým cenami benzínu, ktoré začiatkom 4. štvrťroka 2017 svojim tlmenejším rastom odrážali obnovenie produkcie ropy po hurikánovej sezóne. Následne sa do cien benzínu preniesol dynamický vývoj cien ropy, ktorý sa však v závere roka zmiernil. Dopad cien potravín na celkovú infláciu bol iba nepatrný. Ich tempo rastu v posledných mesiacoch roka síce akcelerovalo, vplyv na celkovú mieru inflácie bol však iba mierny a porovnateľný s predchádzajúcim štvrťrokom. Jadrová inflácia po klesajúcom, resp. stagnujúcom trende zaznamenanom od začiatku roka, v októbri po prvýkrát vzrástla a s výnimkou novembra zostala v hodnotenom období stabilná. Jej vývoj determinoval pomalší pokles cien použitých dopravných prostriedkov, ktorý odrážal zničenie veľkého množstva vozidiel v období hurikánov. Súčasne jej vyššiu úroveň podporili ceny tovarov zdravotnej starostlivosti. Celková miera inflácie sa tak v USA mierne znížila z 2,2 % v septembri na 2,1 % v decembri. Jadrová inflácia sa v rovnakom období mierne zvýšila z 1,7 % na 1,8 %.

V januári zostal rast spotrebiteľských cien na decembrovej úrovni (2,1 %), keď pri stabilnej jadrovej inflácii (1,8 %) tlmenejší rast cien energií vykompenzoval rýchlejší rast cien potravín. Nedávna depreciácia dolára sa postupne prejavuje aj do cien priemyselných výrobcov, čo by sa mohlo v roku 2018 prejavovať aj v spotrebiteľskej inflácii. Možné inflačné tlaky naznačuje aj trh



práce, kde pokles miery nezamestnanosti počas roka 2017 môže viesť k silnejšiemu mzdovému rastu.

Federálny výbor pre operácie na voľnom trhu (FOMC) na svojom zasadnutí na prelome októbra a novembra ponechal cieľovú sadzbu federálnych fondov na úrovni 1,00 % až 1,25 %. Na svojom zasadnutí v decembri však na základe aktuálneho a očakávaného vývoja na trhu práce a inflácie FOMC pristúpil ku zvýšeniu sadzby

na 1,25 % až 1,5 %. Išlo tak už o tretie zvýšenie sadzby v priebehu roka 2017. Na uvedenej úrovni zostala cieľová sadzba federálnych fondov aj po prvom januárovom zasadnutí v roku 2018. FOMC naďalej hodnotí nastavenie menovej politiky ako akomodačné. Súčasne v októbri 2017 FOMC začal iniciovať program normalizácie bilancie, na základe ktorého Federálny rezervný systém postupne redukuje držbu cenných papierov prostredníctvom znižovania reinvestovania splátok istiny týchto cenných papierov.

4 EUROZÓNA

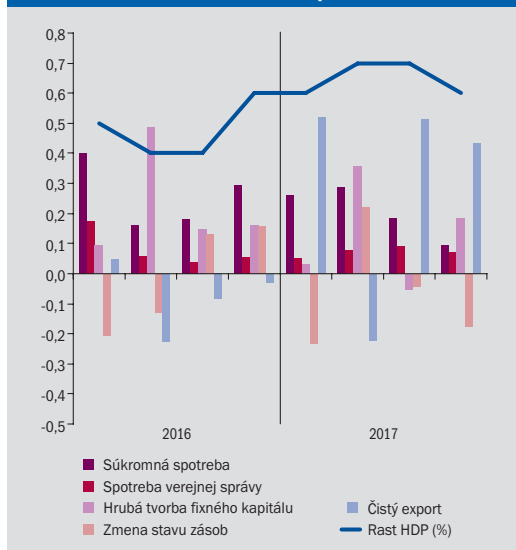
Ekonomický rast v eurozóne sa v poslednom štvrtroku 2017 mierne spomalil o 0,1 percentuálneho bodu na 0,6 % (rast v 3. štvrtroku bol revidovaný smerom nahor o 0,1 percentuálneho bodu). Spomedzi najväčších ekonomík sa hospodársky rast zmiernil v Nemecku a Taliansku (o 0,1 percentuálneho bodu) a dosiahol 0,6 %, resp. 0,3 %. Napriek spomaleniu však nemecká ekonomika aj naďalej dosahovala relatívne vysokú dynamiku. Tempo rastu zostalo nezmenené, ale naďalej dynamické v Španielsku (0,7 %). Naopak, pomerne výrazné zrýchlenie ekonomického rastu (o 0,4 percentuálneho bodu) na 0,8 % zaznamenalo Holandsko a rýchlejšie rástlo aj francúzske hospodárstvo (rast dosiahol 0,6 % a zvýšil sa o 0,1 percentuálneho bodu). Medziročná dynamika ekonomického rastu eurozóny sa vo 4. štvrtroku nezmenila a dosiahla 2,7 %. Za celý rok 2017 hrubý domáci produkt eurozóny vzrástol o 2,3 %.

Ekonomická aktivita bola vo 4. štvrtroku ťahaná zahraničným dopytom. Štvrtročný rast exportu sa zrýchlil o 0,3 percentuálneho bodu a dosiahol 1,9 %, čo bola najvyššia úroveň za takmer tri roky. S rastom vývozu sa výraznejšie zvýšila aj dynamika dovozov. Príspevok čistého

exportu k rastu ekonomiky tak bol v porovnaní s predchádzajúcim štvrtkom nepatrne nižší, prevyšoval však príspevok domáceho dopytu. Spomedzi komponentov domáceho dopytu ekonomiku najvýraznejšie podporil rast investičného dopytu (0,9 % v porovnaní s -0,2 % v 3. štvrtroku)², k čomu prispel vývoj investícií do duševného vlastníctva, ktoré po výraznom prepade v predchádzajúcom štvrtroku mierne vzrástli. Aj keď nižším tempom, aj naďalej pokračoval rast investícií v stavebníctve a do strojov a vybavenia. Naopak, druhý štvrtrok za sebou poklesli investície do dopravných zariadení. Rast spotreby domácností sa spomalil druhý štvrtrok po sebe (o 0,1 percentuálneho bodu) a dosiahol 0,2 %. Mierne sa znížil aj rast spotreby verejnej správy. Rast ekonomiky vo 4. štvrtroku výraznejšie tlmil pokles zásob.

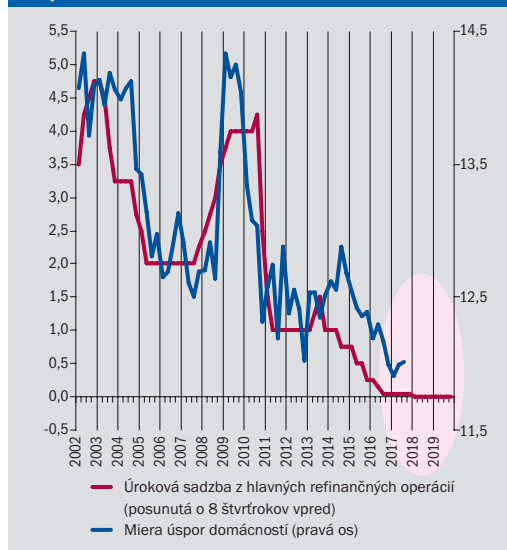
Akomodatívna menová politika prostredníctvom výrazného zníženia úrokových sadzieb, ale aj ďalšími neštandardnými menovými nástrojmi vytvorila priestor pre pokles miery úspor a súvisiacu stimuláciu spotrebiteľského dopytu. Pokles miery úspor sa síce v 2. a 3. štvrtroku³ zastavil, naďalej sa však nachádza na historicky nízkych úrovniach, a mal by tak aj v ďalšom

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



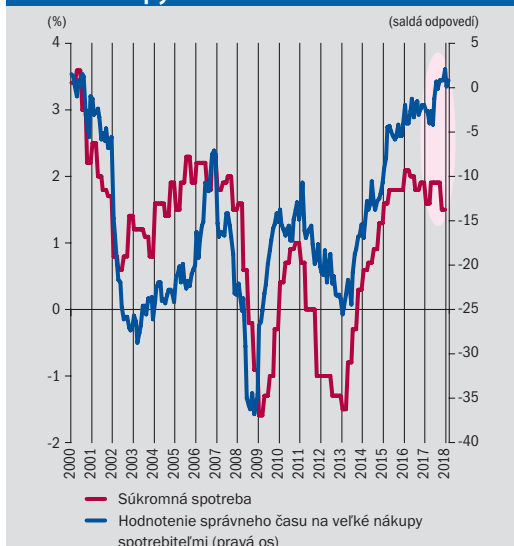
Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

Graf 3 Menovopolitické sadzby (%) a miera úspor domácností (%)

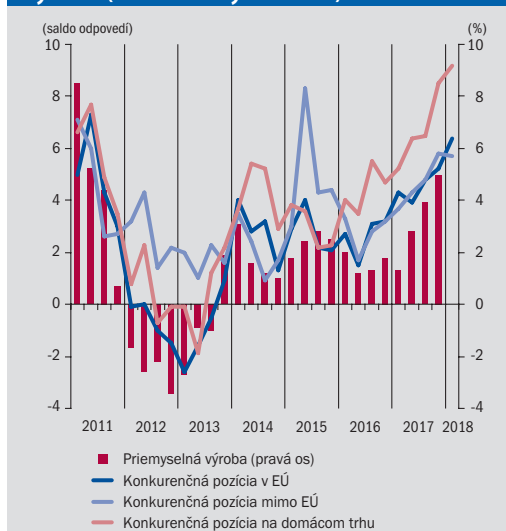


Zdroj: Macrobond.

- ² Rast investičného dopytu (tvorba hrubého fixného kapitálu) v 3. štvrtroku bol revidovaný z 1,1 % (tlačová správa Eurostat 7. 12. 2017 – GDP and main aggregates estimate for the third quarter of 2017) na -0,2 %.
- ³ Údaje za mieru úspor sú dostupné len do 3. štvrtroka 2017.

Graf 4 Medziročný rast súkromnej spotreby a hodnotenie správneho času na veľké nákupy


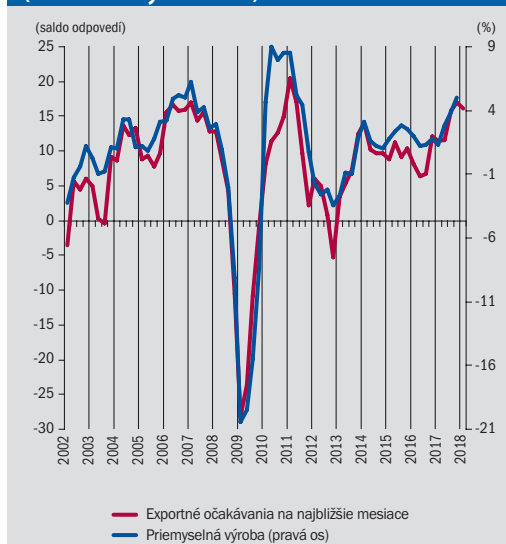
Zdroj: Macrobond.

Graf 5 Hodnotenie konkurencieschopnosti v priemysle (saldá odpovedí) a priemyselná výroba (medziročný rast v %)


Zdroj: Európska komisia, Eurostat a výpočty NBS.

období motivovať spotrebiteľské správanie domácností. Napriek miernemu poklesu je hodnotenie správneho času na veľké nákupy zo strany domácností naďalej na vysokej úrovni. To vytvára predpoklad na pokračovanie relatívne robustného rastu spotrebiteľského dopytu aj v ďalších mesiacoch. Po miernom útlme v druhom polroku 2017 by tak rast spotreby mohol mierne akcelarovat podporovaný aj ďalším posilňovaním situácie na trhu práce, ako aj náznakmi zrýchľovania mzdového rastu. ECB indikátor negociovateľných miezd naznačuje v 3. a 4. štvrťroku miernu akceleráciu mzdového vývoja (mierne zrýchlenie medziročného rastu z 1,47 % v 2. štvrťroku na 1,55 % vo 4. štvrťroku).

Hodnotenie konkurenčnej pozície priemyslu na domácom trhu i na trhoch EÚ opäť vzrástlo, čo signalizuje ďalšie posilňovanie hospodárstva. Súčasne silnejšie postavenie priemyselných podnikov na trhu môže podporiť ich vplyv na predajné ceny bez negatívneho dopadu na stratu odbytu. Hodnotenie konkurenčnej pozície mimo EÚ sa síce nezmenilo, ale naďalej sa nachádza na relatívne vysokej úrovni naznačujúcej priaznivý vplyv na produkciu. Súčasne sa mierne znížili exportné očakávania, rovnako sú však na vysokej úrovni.

Graf 6 Exportné očakávania v priemysle (saldá odpovedí) a priemyselná výroba (medziročný rast v %)


Zdroj: Európska komisia, Eurostat a výpočty NBS.

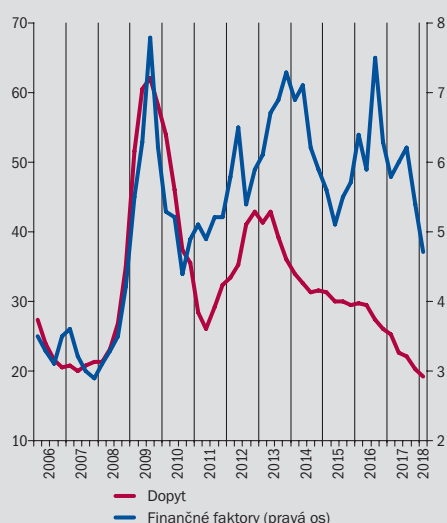
Hodnotenie faktorov obmedzujúcich produkciu v priemysle v 1. štvrťroku 2018 poukazuje na pokračovanie pozitívnych tendencií vývoja ekonomiky eurozóny. Indikátory naznačujú ďalšie posilnenie dopytu, zlepšenie podmienok finan-

covania, ale súčasne aj vyššie využívanie výrobných kapacít a s tým súvisiace obmedzenia zo strany vybavenia a práce. Už ôsmy štvrtrok za sebou sa znížili vnímané obmedzenia zo strany dopytu, ktoré sa nachádzali na najnižších úrovniach od 2. štvrtroka 2001. Výrazne tiež poklesli finančné obmedzenia, čo pravdepodobne do určitej miery reflektuje októbrové rozhodnutie

Rady guvernérov ECB o predĺžení programu nákupu aktív až do septembra 2018. Naopak, pomerne výrazný rast vnímaných obmedzení zo strany vybavenia a práce odrzkadľuje ekonomické oživenie a meniacu sa cyklickú pozíciu ekonomiky. To na jednej strane naznačuje, že nedostatok vybavenia si bude vyžadovať investície, čo by malo ďalej podporiť ekonomický rast. Na druhej strane rastúce obmedzenia zo strany práce, ktoré v 1. štvrtroku 2018 dosiahli historické maximum, poukazujú na ďalšie posilnenie podmienok na trhu práce. To by sa s určitým odstupom malo postupne prejavovať aj v rastúcom tlaku na rast miezd a cien.

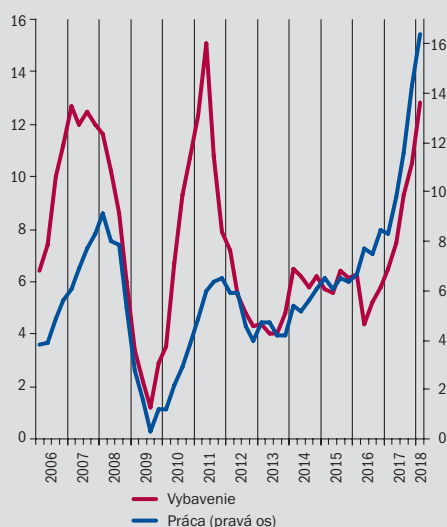
Vo 4. štvrtroku 2017 sa opäť zlepšila situácia na trhu práce, keď sa miera nezamestnanosti znížila z 8,9 % v septembri na 8,6 % v decembri a na tejto úrovni zotrvala aj v januári. Po tom, čo sa v priebehu posledného štvrtroka 2017 očakávaní rastu zamestnanosti posilňovali naprieč odvetvami, tento trend sa v prvých dvoch mesiacoch 2018 prerušil. Vo väčšine odvetví došlo vo februári k miernemu zhoršeniu výhľadu budúceho vývoja zamestnanosti. V priemysle sa očakávaní budúceho vývoja zamestnanosti znížili už o mesiac skôr. Napriek tomu sa úroveň očakávaní budúceho vývoja zamestnanosti nachádza naďalej na relatívne vysokých úrovniach, ktoré naznačujú pokračujúci priaznivý vývoj na trhu práce.

Graf 7 Faktory limitujúce produkciu v priemysle (%)



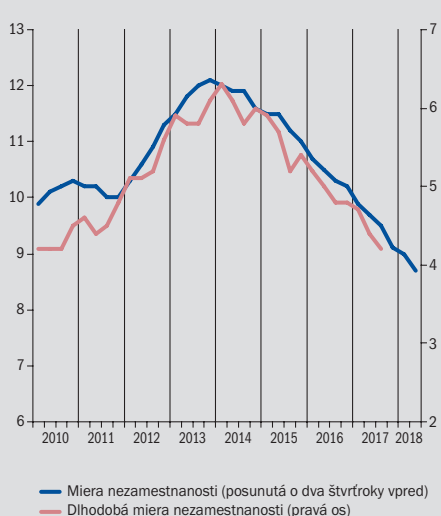
Zdroj: Macrobond.

Graf 8 Faktory limitujúce produkciu v priemysle (%)

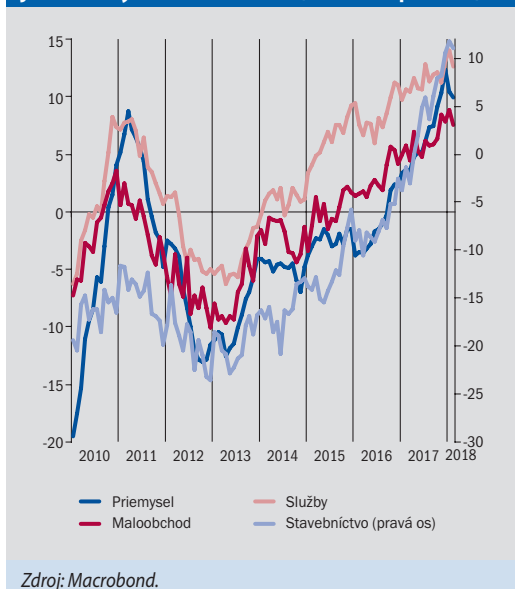


Zdroj: Macrobond.

Graf 9 Miera nezamestnanosti (%) a miera dlhodobej nezamestnanosti



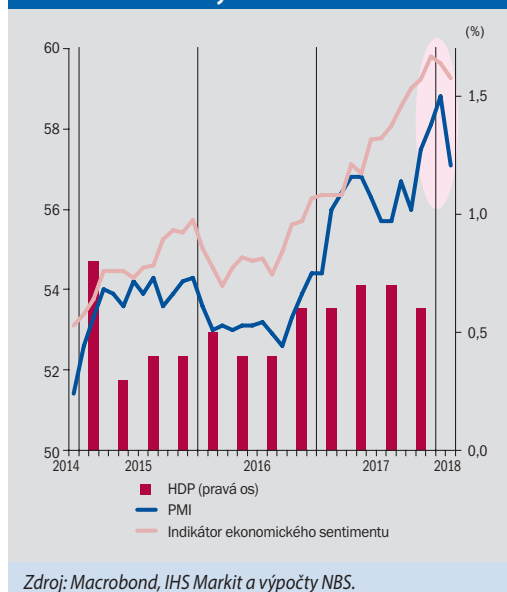
Zdroj: Macrobond.

Graf 10 Očakávaní vývoja zamestnanosti jednotlivými odvetviami (saldá odpovedí)


Zdroj: Macrobond.

Predstihové indikátory⁴ pre eurozónu sú aj naďalej priaznivé a signalizujú pokračovanie ekonomického rastu. Indikátor ekonomického sentimentu (ESI – Economic Sentiment Indicator) sa od júna 2017 až do konca roka nepretržite zlepšoval, pričom v decembri dosiahol 17-ročné maximum. Napriek miernemu poklesu v prvých dvoch mesiacoch 2018 je tak aj naďalej na pomerne vysokej úrovni a jeho priemerná hodnota za tieto dva mesiace bola mierne nad úrovňou posledného štvrťroka 2017. Mierny pokles vo februári, avšak po výraznom januárovom náraste, zaznamenal aj kompozitný PMI. Naďalej však dosahoval vysokú úroveň (57,1), ktorá naznačuje pokračovanie dynamického rastu ekonomiky. Rovnako aj priemer za prvé dva mesiace 2018 sa nachádzal nad priemerom 4. štvrťroka. Indikátor Eurocoin postupne posilňoval aj v januári a februári, už deväť mesiacov za sebou a nachádza sa v blízkosti historických úrovní. Podobne ako v prípade indikátorov ekonomickej aktivity v eurozóne aj indikátory pre nemeckú ekonomiku zaznamenali vo februári mierne oslabenie, naďalej sa však v prípade PMI a ESI nachádzajú na vysokých úrovniach. Výraznejšie poklesol vo februári index IFO, pohybuje sa však stále len mierne pod úrovňou svojho historického maxima. Už dlhšie obdobie dáva menej optimistickjšie a menej čitateľnejšie signály index ZEW, ktorý

po výraznejšom januárovom náraste vo februári poklesol a už 30 mesiacov sa nachádza pod svojím dlhodobým priemerom. Vo všeobecnosti tak väčšina indikátorov pre eurozónu, ale aj Nemecko, naznačuje pokračovanie priaznivého vývoja ekonomiky, ďalšia akcelerácia ekonomického rastu je však menej pravdepodobná.

Graf 11 Predstihové indikátory a štvrtročný rast HDP eurozóny


Zdroj: Macrobond, IHS Markit a výpočty NBS.

Graf 12 Indikátory sentimentu pre Nemecko


Zdroj: Macrobond.

4 Vývoj indikátorov je ovplyvnený rozdielnou základňou respondentov (to môže byť dôvodom pesimistickejších signálov indikátora ZEW v porovnaní s ostatnými indikátormi).

IFO Index (2000 = 100, sezónne očistené) cca 7000 respondentov z nemeckých firiem v priemysle, stavebníctve, veľkoobchode a maloobchode.

ZEW Financial Market Survey – cca 350 finančných expertov z bánk, poisťovní a finančných oddelení vybraných korporácií v Nemecku.

PMI® (Purchasing Managers' Index®) pre eurozónu publikuje IHS Markit a je založený na dátach originálneho prieskumu, získaných z panelu približne 5000 spoločností v sektore priemyselnej výroby a v sektore služieb so sídlom v eurozóne.

ESI – vykonávaný v rámci spoločného harmonizovaného EÚ programu firemných a spotrebiteľských prieskumov podľa spoločnej metodológie, ktorá pozostáva z harmonizovaných dotazníkov.

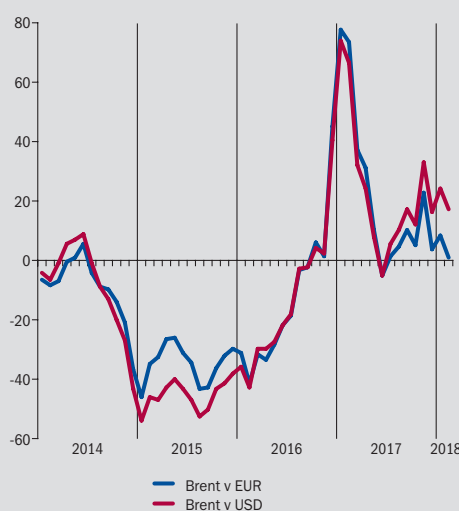
Údaje zbierajú na národnej úrovni partnerské inštitúcie. V rámci sektorov sa pre eurozónu zúčastňujú na prieskume respondenti za sektor priemyslu (cca 25 500), investícií (cca 29 700), služieb (cca 25 900), maloobchodu (cca 17 900), stavebníctva (cca 10 600) a spotrebiteľov (cca 30 000).

V priebehu 4. štvrťroka 2018 bol vývoj spotrebiteľských cien (HICP) viac-menej stabilný. Inflácia bola v rozhodujúcej miere determinovaná najmä dynamikou cien energií a čiastočne aj potravín. Celkovo ku koncu štvrťroka sa celková inflácia znížila v porovnaní so septembrom o 0,1 percentuálneho bodu na 1,4 %, čo bolo pri mierne vyššej dynamike cien potravín ovplyvnené zmiernením cenového rastu energií. Celková inflácia bez cien energií a potravín sa v priebehu 4. štvrťroka tiež mierne znížila (o 0,2 percentuálneho bodu na 0,9 %) v dôsledku spomalenia rastu cien služieb. Rast cien energií sa spomaľoval aj v prvých dvoch mesiacoch 2018, čo sa spolu so znížením cenového rastu potravín premietlo do ďalšieho poklesu celkovej inflácie na 1,2 % vo februári. Naopak, mierne sa v oboch mesiacoch zrýchlila inflácia priemyselných tovarov bez energií a vo februári aj cien služieb. To sa premietlo do mierneho zrýchlenia rastu spotrebiteľských cien bez energií a potravín na 1,0 %, čo čiastočne tlmilo spomaľovanie cenového rastu celkového indexu spotrebiteľských cien.

Ceny energií reflektovali vývoj medziročnej dynamiky cien ropy na svetových trhoch. V porovnaní s koncom 3. štvrťroka sa medziročný rast cien ropy v novembri zrýchlil približne dvojnásobne a dosiahol viac ako 33 %. V ďal-

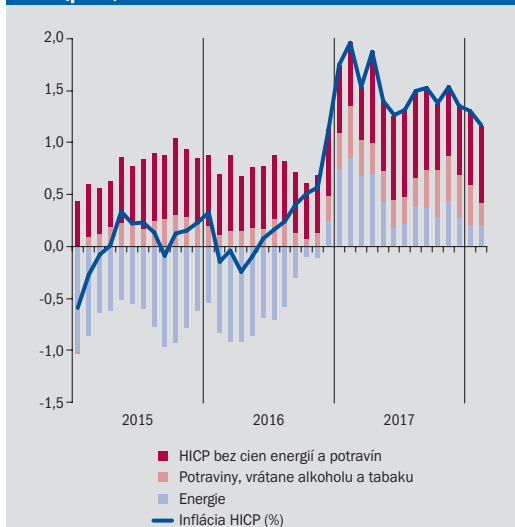
ších mesiacoch (do februára) sa aj v dôsledku základného efektu medziročný rast cien ropy zmiernil približne na septembrovú úroveň (okolo 17 %). V eurovom vyjadrení bol však medziročný rast cien ropy výrazne tlmený medziročným posilnením výmenného kurzu eura (kým v septembri sa euro posilňovalo voči

Graf 14 Ceny ropy v EUR a USD (medziročný rast v %)



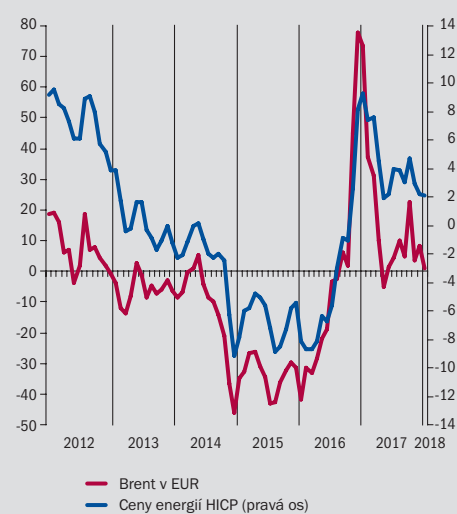
Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

Graf 13 Medziročná miera celkovej inflácie HICP (%) a príspevky vybraných komponentov (p. b.)



Zdroj: Macrobond.

Graf 15 Medziročný rast cien ropy a cien energií v HICP (%)



Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

USD približne o 6 %, ku koncu roka 2017 to bolo už viac ako 12 % a vo februári viac ako 16 %). V novembri dosahovala medziročná dynamika ropy v eurách približne 23 % (približne o 10 percentuálnych bodov menej ako v dolárovom ekvivalente), čo síce predstavovalo viac ako dvojnásobné tempo v porovnaní s koncom 3. štvrťroka, v ďalších mesiacoch sa však znížila a vo februári dosiahla len 1 %. Po výraznejšom zrýchlení rastu spotrebiteľských cien energií v novembri sa ich cenová dynamika do februára postupne zmiernovala a rovnako aj ich prorastový vplyv na celkovú infláciu.

Po tom, čo ceny potravinových komodít v eurozóne⁵ dosiahli v septembri viac ako 3,5-ročné maximum, začali postupne klesať. Rovnako sa zmiernoval aj ich medziročný rast, čo sa postupne začalo premietiť aj do cien výrobcov potravín a spotrebiteľských cien potravín. Predchádzajúci rast cien potravinových komodít sa ešte začiatkom 4. štvrťroka premietol do zrýchlenia spotrebiteľských cien potravín (z 1,9 % v septembri na 2,3 % v októbri), v ďalších mesiacoch sa však ich dynamika začala postupne zmiernovať až na 1,1 % vo februári 2018. Spomalenie cenového rastu sa takmer výlučne týkalo cien nespracovaných potravín. Naopak, dynamika cien spracovaných potravín sa v priebehu 4. štvrťroka 2017 a aj

Graf 17 Ceny potravinových komodít a spracovaných potravín (medziročný rast v %)



Zdroj: Macrobond.

v januári 2018 zrýchľovala, vo februári však už poklesla. Zmiernenie cenového rastu potravinových komodít sa premietalo aj do cien výrobcov potravín a v nasledujúcich mesiacoch by sa malo výraznejšie prejaviť aj v cenách spracovaných potravín.

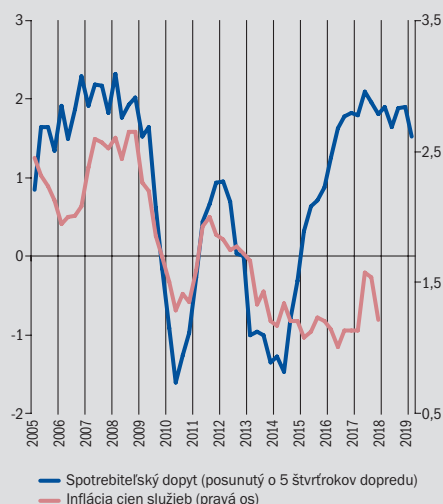
Graf 16 Ceny potravín: Komodity, výroba, spotrebiteľské ceny (medziročný rast v %)



Zdroj: Macrobond, ECB a výpočty NBS.

Inflácia bez cien energií a potravín začiatkom 4. štvrťroka poklesla o 0,2 percentuálneho bodu na 0,9 % a na tejto úrovni zotrvala až do konca roka. Jej pokles bol do značnej miery ovplyvnený výraznejším znížením cenového rastu služieb (z 1,5 % v septembri na 1,2 % v nasledujúcich mesiacoch), najmä organizovaných zájazdov a dopravných služieb. Mierne sa v októbri znížil aj rast cien priemyselných tovarov bez energií, ktorý pravdepodobne reflektoval spomaľovanie rastu importných cien. Koncom roka, ako aj v prvých dvoch mesiacoch 2018, sa rast cien obchodovateľných tovarov bez energií začal mierne zvyšovať aj napriek poklesu importných cien spotrebiteľských tovarov. Importné ceny však budú v nasledujúcich mesiacoch pravdepodobne tlmieť cenový vývoj obchodovateľných tovarov. Vo februári sa o niečo zrýchľoval aj cenový rast služieb. Inflácia bez cien energií a potravín sa v januári zvýšila na 1,0 % a na tejto úrovni zotrvala aj vo februári.

⁵ Farm gate and Wholesale Market Prices, ECB.

Graf 18 Spotrebiteľský dopyt a inflácia cien služieb (medziročná zmena v %)


Zdroj: Macrobond.

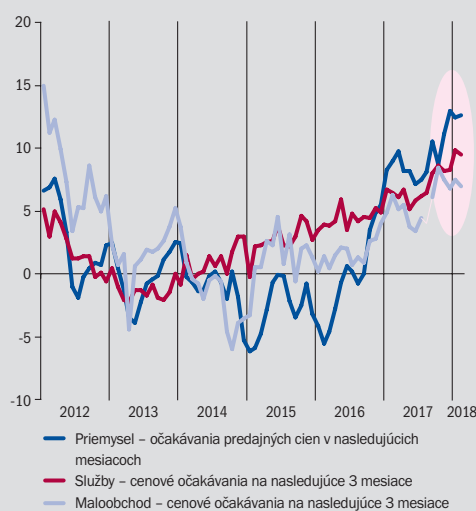
Graf 19 Ceny priemyselných tovarov bez energií a vývoj nominálneho výmenného kurzu (medziročná zmena v %)


Zdroj: Macrobond.

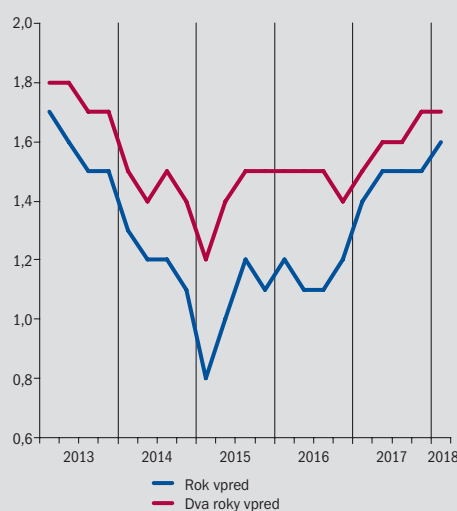
Poznámka: Kladné hodnoty v prípade výmenného kurzu vyjadrujú znehodnotenie eura.

Očakávania predajných cien v priemysle a službách si aj napriek volatilitě zachovávajú viac-menej rastový trend a nachádzajú sa na relatívne vysokých úrovniach. V maloobchode sa však rast cenových očakávaní koncom roka zastavil. Očakávania predajných cien tak pravdepodobne re-

flektujú pokračujúci rast ekonomiky, zlepšujúcu sa konkurenčnú pozíciu priemyslu, ale aj miernejší rast spotrebiteľského dopytu v posledných dvoch štvrťrokoch. Prieskum medzi profesionálnymi prognostikmi (The ECB Survey of Professional Forecasters) naznačuje mierne zvýšenie krátkodobých (na jeden rok vopred) inflačných očakávaní, pričom očakávania na dva roky vopred zostali stabilné.

Graf 20 Cenové očakávania v priemysle, službách a maloobchode (saldá odpovedí)


Zdroj: Európska komisia a Eurostat.

Graf 21 Cenové očakávania – ECB Survey of Professional Forecasters – HICP inflácia


Zdroj: Macrobond.



Rada guvernérov na svojich zasadnutiach od októbra do marca 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.

Na svojom októbrovom menovopolitickom zasadnutí Rada guvernérov rozhodla o predĺžení programu nákupu aktív. Čistý nákup aktív v rámci programu nákupu aktív sa od januára 2018 znížil z objemu 60 mld. € za mesiac na 30 mld. € za mesiac a bude trvať do konca septembra 2018, v prípade potreby aj na dlhšie obdobie, minimálne však dovtedy, kým sa podľa Rady guvernérov neprejaví trvalá zmena vývoja inflácie zodpovedajúca jej inflačnému cieľu. Rada guvernérov rozhodla tiež o tom, že po skončení čistého nákupu aktív bude Eurosystem splátky istiny zo splatných cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív reinvestovať počas dlhšieho obdobia, v každom prípade však dovtedy, kým to bude potrebné. Rada guvernérov ďalej rozhodla, že bude pokračovať v realizácii hlavných refinančných operácií a trojmesačných dlhodobějších refinančných operácií formou tendrov s pevnou úrokovou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených finančných prostriedkov, kým to bude nevyhnutné, minimálne

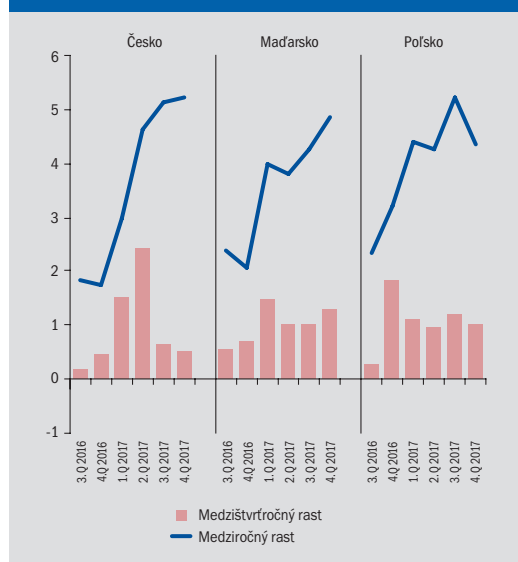
však do konca posledného udržiavacieho obdobia povinných minimálnych rezerv v roku 2019. Okrem toho Rada guvernérov rozhodla o poskytovaní dodatočných údajov o splátkach, ako aj informácií o reinvestíciách a o úlohe programov nákupu aktív súkromného sektora s cieľom podporiť pokračujúci plynulý priebeh nákupu aktív. Októbrové menovopolitické rozhodnutia boli prijaté s cieľom zachovať veľmi priaznivé podmienky financovania, ktoré sú i naďalej potrebné na zabezpečenie trvalého návratu miery inflácie k úrovni nižšej, ale blízkej 2 %. Na svojom decembrovom, januárovom a marcovom zasadnutí Rada guvernérov potvrdila pokračovanie programu nákupu aktív tempom 30 mld. € za mesiac do konca septembra 2018, v prípade potreby aj dlhšie, avšak rozhodne dovtedy, kým sa podľa Rady guvernérov neprejaví trvalá zmena vývoja inflácie zodpovedajúca jej inflačnému cieľu. Eurosystem bude reinvestovať istinu zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív aj po skončení čistého nákupu aktív, a to počas dlhšieho obdobia. Prispeje tak k priaznivému stavu likvidity i k primeranému nastaveniu menovej politiky. Zároveň prvýkrát od uvedenia v decembrovom menovopolitickom rozhodnutí v roku 2016 bola v poslednom marcovom rozhodnutí vynechaná veta, že ak dôjde k zhoršeniu výhľadu vývoja alebo ak finančné podmienky prestanú zodpovedať ďalšiemu napredovaniu k trvalej zmene vývoja inflácie, má Rada guvernérov v úmysle zväčšiť rozsah programu a/alebo predĺžiť jeho trvanie.

5 VÝVOJ V ČESKEJ REPUBLIKE, MAĎARSKU A POĽSKU

Vo 4. štvrtroku 2017 spomedzi sledovaných ekonomík zaznamenali zrýchlenie ekonomického rastu na medziročnej báze česká ekonomika

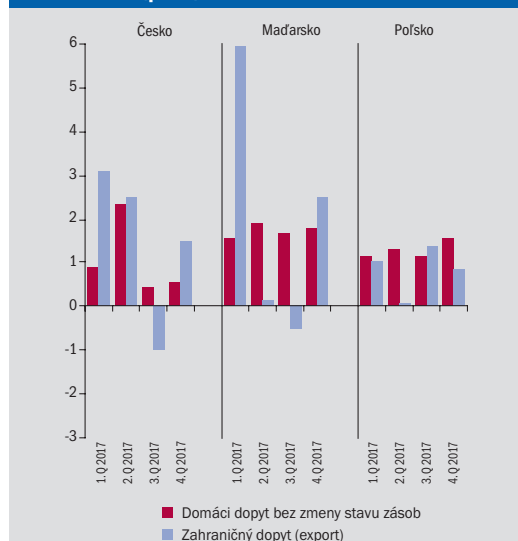
len mierne o 0,1 percentuálneho bodu na 5,2 % a maďarská ekonomika výraznejšie o 0,6 percentuálneho bodu na 4,9 %. Naopak, poľská ekonomika sa výraznejšie spomalila o 0,9 percentuálneho bodu na 4,3 %.

Graf 22 Rast HDP (%)



Zdroj: Eurostat.

Graf 23 Príspevky k medzištvrťročnému rastu HDP (p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

V medzištvrťročnom vyjadrení vo 4. štvrtroku 2017 v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom zrýchliła svoje tempo rastu iba maďarská ekonomika, a to o 0,3 percentuálneho bodu na 1,3 %. Česká aj poľská ekonomika sa mierne spomalili, o 0,1 percentuálneho bodu na 0,5 %, resp. o 0,2 percentuálneho bodu na 1,0 %. K marginálnemu spomaleniu českej ekonomiky prispela najmä zmena stavu zásob a súkromná spotreba, ktorá sa oproti minulému štvrtroku mierne spomalila. Negatívne na celkový rast pôsobil čistý export, avšak v menšej miere ako v predchádzajúcom štvrtroku, keď po poklese zaznamenali export aj import oživenie (import mierne výraznejšie). Naopak, prorastovo pôsobila spotreba verejnej správy aj investičný dopyt. V Maďarsku sa tempo ekonomického rastu mierne zrýchliło, najmä vďaka čistému exportu, keď export výrazne akceleroval a import naopak spomalil tempo rastu. Pozitívne k zrýchleniu celkového ekonomického rastu prispeli aj súkromná spotreba a investičný dopyt. Naopak, tlmiaco na rast HDP pôsobila zmena stavu zásob. V Poľsku sa ekonomický rast mierne spomalil najmä vďaka negatívnemu vplyvu čistého exportu, keď tempo rastu importu akcelerovalo a tempo rastu exportu sa spomalilo. Negatívne na celkový rast pôsobila aj zmena stavu zásob, avšak v menšej miere ako v minulom štvrtroku. Ostatné položky pôsobili prorastovo, pričom sa zrýchlił najmä investičný dopyt a v menšej miere spotreba verejnej správy. Súkromná spotreba si zachovala rovnaké tempo rastu ako v predchádzajúcom štvrtroku.

Koncom 4. štvrtroka 2017 sa v porovnaní s koncom predchádzajúceho štvrtroka medziročný rast spotrebiteľských cien spomalil v Českej republike o 0,3 percentuálneho bodu na 2,2 % a v Maďarsku takisto o 0,3 percentuálneho bodu na 2,2 %. V Poľsku sa cenový rast marginálne

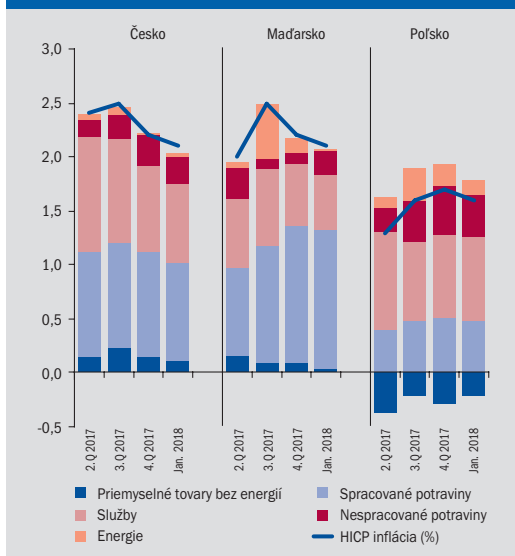
zrýchlil o 0,1 percentuálneho bodu na 1,7 %. K spomaleniu tempa rastu spotrebiteľských cien v **Českej republike** prispeli najmä ceny služieb, ale aj ceny priemyselných tovarov bez energií a ceny energií. Približne rovnako ako v predchádzajúcom štvrťroku pôsobili na infláciu ceny spracovaných potravín. Jedinou položkou, ktorej rast sa zrýchlil, boli ceny nespracovaných potravín. V januári 2018 sa v porovnaní s koncom 4. štvrťroka celková inflácia v Českej republike opäť mierne spomalila, k čomu najviac prispeli ceny služieb a nespracovaných potravín. V **Maďarsku** sa medziročný rast spotrebiteľských cien v decembri v porovnaní so septembrom takisto spomalil. Hlavným dôvodom bolo výraznejšie zníženie dynamiky rastu cien energií a v menšej miere cien služieb. Približne rovnako vplývali na celkovú infláciu ceny priemyselných tovarov bez energií a ceny nespracovaných potravín. V porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom jedinou položkou, ktorej príspevok sa zvýšil, boli ceny spracovaných potravín. V januári 2018 sa celkový rast cien v Maďarsku ešte marginálne spomalil, keď takmer stagnovali ceny priemyselných tovarov bez energií a ceny energií, ďalej sa spomaloval rast cien služieb a jedine ceny nespracovaných potravín zaznamenali zrýchlenie. V **Poľsku** na konci 4. štvrťroka 2017 zaznamenali celkové spotrebiteľské ceny v porovnaní so septem-

brom iba minimálne zrýchlenie dynamiky rastu. K takémuto vývoju prispeli pozitívne najmä ceny potravín, predovšetkým nespracovaných a v menšej miere ceny služieb. Naopak, ceny priemyselných tovarov bez energií opäť prehĺbili tempo poklesu a ceny energií sa spomalili. V januári 2018 sa celková inflácia v Poľsku naopak o 0,1 percentuálneho bodu znížila, keď sa ďalej spomalili ceny energií a po zrýchlení dynamiky tempa rastu z konca roka sa spomalili aj ceny nespracovaných potravín.

Na konci 4. štvrťroka 2017 v porovnaní s koncom predchádzajúceho štvrťroka sa posilnil kurz všetkých sledovaných mien – kurz českej koruny voči euru sa posilnil o 1,72 %, kurz maďarského forintu o 0,20 % a kurz poľského zlotého o 2,96 %.

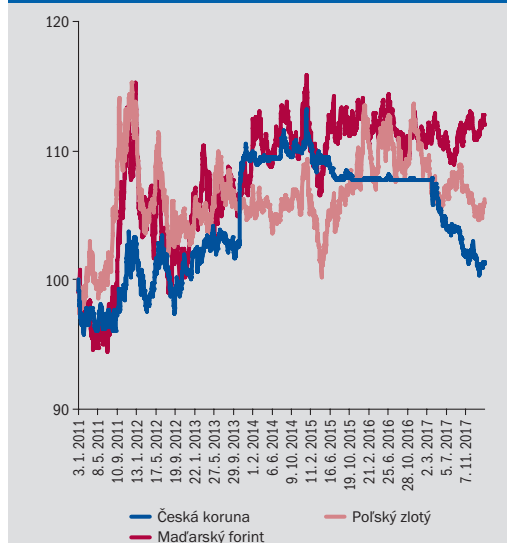
Po stabilnejšom vývoji českej koruny voči euru v 3. štvrťroku 2017 zaznamenala vo 4. štvrťroku opäť výraznejší apreciačný trend, ktorý bol podporený priaznivými dátami českej ekonomiky, ale aj očakávaniami a realizáciou sprísnenia menovej politiky prostredníctvom zvýšenia základných úrokových sadzieb ČNB (zvýšenie kladného úrokového diferenciálu vo vzťahu k eurozóne). Na druhej strane na trhu stále existuje veľký objem korunových pozícií finančných investorov pri súčasnom zaistení kurzového

Graf 24 Príspevky k HICP inflácii (p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

Graf 25 Indexy kurzov mien V4 voči euru (3. 1. 2011 = 100)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

Poznámka: Pokles hodnoty predstavuje apreciaciu.



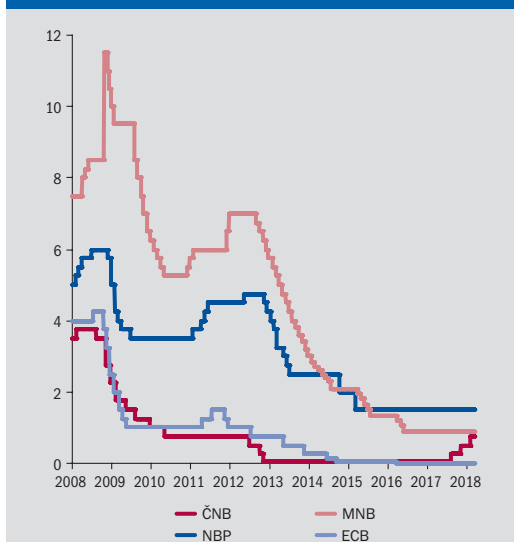
rizika pred opustením kurzového záväzku zo strany domácich exportérov, čo môže brániť výraznejšiemu posilneniu českej koruny. Vývoj kurzov maďarského forintu a poľského zlotého vo 4. štvrtroku 2017 bol ovplyvnený najmä sentimentom na finančných trhoch, ktorý bol v prípade mien stredoeurópskeho regiónu vo všeobecnosti priaznivo naladený. Investičné riziko ovplyvňovali najmä očakávania trhu týkajúce sa menovej politiky vedúcich svetových centrálnych bánk (očakávané zvýšenie sadzieb FED-om v decembri a posun očakávaní sprísňovania menovej politiky ECB), pozitívne makroekonomické údaje o ekonomike eurozóny, ale aj ekonomikách stredoeurópskeho regiónu a pozitívny posun vo vývoji rokovaní o Brexite. V prípade Maďarska v priebehu štvrtroka smerom k oslabeniu pôsobila aj komunikácia ďalšieho uvoľnenia menovej politiky v roku 2018 vo forme nepodmienených úrokových swapov so splatnosťou 5 alebo 10 rokov a cieľného programu nákupu hypotekárnych dlhopisov so splatnosťou 3 a viac rokov.

Vo 4. štvrtroku 2017 spomedzi sledovaných krajín pristúpila k zmene menovopolitických podmienok prostredníctvom úrokových sadzieb iba česká centrálna banka. **Česká národní banka** rozhodla o zvýšení svojej hlavnej úrokovej sadzby (limitnej úrokovej sadzby na dvojtyždňové repo operácie) o 0,25 percentuálneho bodu na 0,50 % s účinnosťou od 3. 11. 2017. Podobne zvýšila aj lombardnú sadzbu o 0,50 percentuálneho bodu na 1,00 %, diskontnú sadzbu ponechala na nezmenenej úrovni 0,05 %. V zdôvodnení svojho rozhodnutia centrálna banka vyhodnotila bilanciu rizík novej prognózy v horizonte menovej politiky ako mierne proinflačnú, keď vplyv nízkoinflačného prostredia v zahraničí nie je dostatočný na kompenzáciu domácich inflačných tlakov. Keďže inflačné očakávania sú ukotvené na inflačnom ciele, prekvapenie vo forme vyššieho jednorazového zvýšenia úrokových sadzieb nie je zatiaľ potrebné. ČNB ďalej diskutovala opätovné zverejňovanie trajektórie výmenného kurzu a prijala rozhodnutie zverejniť ju v rámci prvej inflačnej správy v roku 2018. Prognóza výmenného kurzu neznamená záväzok a nedá sa interpretovať ani ako preferovaná alebo žiaduca úroveň výmenného kurzu, ale iba ako endogénna premenná, podmienená prijatými predpokladmi prognózy. K zvýšeniu

úrokových sadzieb o 0,25 percentuálneho bodu došlo potom aj na februárovom zasadnutí českej centrálnej banky. **Magyar Nemzeti Bank** vo 4. štvrtroku 2017 ponechala svoje úrokové sadzby na nezmenenej úrovni – základnú úrokovú sadzbu, jednodňovú kolateralizovanú refinančnú sadzbu aj týždňovú kolateralizovanú refinančnú sadzbu na 0,9 % a jednodňovú depozitnú sadzbu na -0,15 %. Pri svojom rozhodnutí konštatovala, že ponechanie úrokových sadzieb na nezmenenej úrovni a pokračovanie v realizácii uvoľnených menových podmienok (aj prostredníctvom neštandardných menových nástrojov) dlhšie časové obdobie je predpokladom pre dosiahnutie inflačného cieľa (polovica roku 2019) udržateľným spôsobom. Od októbra 2016 MNB limituje objem akceptovaných vkladov bánk z tendrov pre trojmesačné depozity, čo plánuje používať ako integrálnu súčasť menovo-politického inštrumentária. Týmto opatrením sa snaží vytesniť určitý objem prostriedkov, ktoré si u nej môžu banky ukladať vo forme depozitnej facility. Pre koniec roka 2017 bol stanovený objem akceptovaných vkladov vo výške 75 mld. HUF (schválený na septembrovom zasadnutí centrálnej banky) a nebude sa ďalej znižovať. Maďarská centrálna banka považuje za dôležité, aby uvoľnené menové podmienky nemali efekt iba na krátkom konci výnosovej krivky, ale aj na jej dlhšom konci. Z tohto dôvodu v novembri schválila ďalšie dva zo série neštandardných opatrení menovej politiky s realizáciou od začiatku roka 2018 – facilitu nepodmienených úrokových swapov so splatnosťou 5 alebo 10 rokov (v objeme 300 mld. HUF na 1. štvrtrok 2018) a cieľný program nákupu hypotekárnych dlhopisov so splatnosťou 3 a viac rokov. Obe opatrenia by mali prispieť k nárastu podielu úverov s dlhodobou splatnosťou pri fixnej úrokovej sadzbe. **Narodowy Bank Polski** vo 4. štvrtroku 2017 ponechal svoje menovopolitické podmienky nezmenené (referenčná úroková sadzba na úrovni 1,5 % s účinnosťou od 5. 3. 2015). Centrálna banka konštatovala, že cenový rast zostane v nasledujúcich štvrtrokoch mierny. Súčasnú úroveň úrokových sadzieb tak považuje NBP, na základe dostupných dát a prognóz, za podporujúcu udržateľný hospodársky rast a makroekonomickú rovnováhu. Na svojom novembrovom zasadnutí centrálna banka schválila uznesenie o znížení podielu povinných minimálnych rezerv na prostriedky od



Graf 26 Kľúčové sadzby NCB krajín V4 (%)



Zdroj: Národné centrálné banky a ECB.

domácich subjektov na obdobie najmenej 2 rokov na úroveň 0 % s účinnosťou od 1. 3. 2018. Na svojom decembrovom zasadnutí potom centrálna banka schválila výšku remunerácie požadovaných rezerv na úrovni 0,50 % s účinnosťou od 1. 1. 2018.



PREHĽAD PREDIKCIÍ RASTU HDP VYBRANÝCH INŠTITÚCIÍ

Tab. 1 Globálna ekonomika

	Zverejnenie	2017		2018		2019		2020	
MMF	január 2018	3,7	(0,1)	3,9	(0,2)	3,9	(0,2)	-	-
OECD	marec 2018	3,7	(0,1)	3,9	(0,2)	3,9	(0,3)	-	-
EK	február 2018	-	-	-	-	-	-	-	-
ECB ¹⁾	marec 2018	3,8	(0,1)	4,1	(0,2)	3,9	(0,1)	3,7	(=)

Tab. 2 USA

	Zverejnenie	2017		2018		2019		2020	
MMF	január 2018	2,3	(0,1)	2,7	(0,4)	2,5	(0,6)	-	-
OECD	marec 2018	2,3	(0,1)	2,9	(0,4)	2,8	(0,7)	-	-
EK	február 2018	-	-	-	-	-	-	-	-
Fed	december 2017	2,45	(0,1)	2,4	(0,25)	2,1	(0,20)	1,85	(0,05)

Tab. 3 Eurozóna

	Zverejnenie	2017		2018		2019		2020	
MMF	január 2018	2,4	(0,3)	2,2	(0,3)	2,0	(0,3)	-	-
OECD	marec 2018	2,5	(0,1)	2,3	(0,2)	2,1	(0,2)	-	-
EK	február 2018	2,4	(0,2)	2,3	(0,1)	2,0	(0,1)	-	-
ECB	marec 2018	2,5	(0,1)	2,4	(0,1)	1,9	(=)	1,7	(=)

Tab. 4 Česká republika

	Zverejnenie	2017		2018		2019		2020	
MMF	október 2017	3,5	(0,7)	2,6	(0,4)	-	-	-	-
OECD	november 2017	4,3	(1,4)	3,5	(0,9)	3,2	-	-	-
EK	február 2018	4,5	(0,2)	3,2	(0,2)	2,9	(=)	-	-
ČNB	február 2018	4,5	(=)	3,6	(0,2)	3,2	(0,1)	-	-

Tab. 5 Maďarsko

	Zverejnenie	2017		2018		2019		2020	
MMF	október 2017	3,2	(0,3)	3,4	(0,4)	-	-	-	-
OECD	november 2017	3,9	(0,1)	3,6	(0,2)	2,8	-	-	-
EK	február 2018	3,8	(0,1)	3,7	(0,1)	3,1	(=)	-	-
MNB	december 2017	3,9	(0,3)	3,9	(0,2)	3,2	(=)	2,7	-

Tab. 6 Poľsko

	Zverejnenie	2017		2018		2019		2020	
MMF	október 2017	3,8	(0,4)	3,3	(0,1)	-	-	-	-
OECD	november 2017	4,3	(0,7)	3,5	(0,4)	3,2	-	-	-
EK	február 2018	4,6	(0,4)	4,2	(0,4)	3,6	(0,2)	-	-
NBP	marec 2018	4,6	(0,4)	4,2	(0,6)	3,8	(0,6)	3,6	-

1) Rast globálnej ekonomiky bez eurozóny.

Poznámky: Údaje v zátvorkách vyjadrujú zmenu v percentuálnych bodoch oproti predchádzajúcej predikcii. Predikcie MMF z januára 2018 a OECD z marca 2018 obsahujú len predikcie veľkých ekonomík. Predikcia EK z februára 2018 obsahuje len predikcie členských krajín EÚ.