



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



SPRÁVA O MEDZINÁRODNEJ EKONOMIKE

MAREC 2015

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

31. marca 2015.

Všetky práva vyhradené.

Reprodukované na vzdelávacie a nekomerčné účely je povolené s uvedením zdroja.

ISSN 1339-9624 (elektronická verzia)



OBSAH

1	GLOBÁLNA EKONOMIKA	5	ekonomickej situácie a nezamestnanosti počas nasledujúcich 12 mesiacov	12
2	KOMODITY	7	Graf 11 Očakávania vývoja zamestnanosti jednotlivými odvetviami	12
3	SPOJENÉ ŠTÁTY AMERICKÉ	8	Graf 12 Predstihové indikátory a rast HDP eurozóny	12
4	EUROZÓNA	9	Graf 13 Predstihové indikátory a rast HDP Nemecka	13
5	VÝVOJ V POĽSKU, ČESKEJ REPUBLIKE A MAĎARSKU	18	Graf 14 Medziročná miera celkovej inflácie HICP a príspevky vybraných komponentov	13
ZOZNAM TABULIEK			Graf 15 Ceny ropy v EUR a USD	13
Tab. 1	Globálna ekonomika	21	Graf 16 Ceny potravinových komodít v EUR a USD	14
Tab. 2	USA	21	Graf 17 Medziročný rast cien ropy a cien energií v HICP	14
Tab. 3	Eurozóna	21	Graf 18 Vplyv cien potravinových komodít na ceny výrobcov a spotrebiteľské ceny potravín	14
Tab. 4	Česko	21	Graf 19 Ceny priemyselných tovarov bez energií a vývoj nominálneho výmenného kurzu	15
Tab. 5	Maďarsko	21	Graf 20 Maloobchod a inflácia bez cien energií a potravín	15
Tab. 6	Poľsko	21	Graf 21 Cenové očakávania v priemysle, službách a maloobchode	15
ZOZNAM GRAFOV			Graf 22 Ceny často nakupovaných položiek a cenové očakávania spotrebiteľov	15
Graf 1	Vývoj HDP a CLI	5	Graf 23 Hlavné úrokové sadzby ECB a výmenný kurz EUR/USD	16
Graf 2	Ekonomický rast	9	Graf 24 Výnos do doby splatnosti 10-ročných vládných dlhopisov	17
Graf 3	Príspevky jednotlivých komponentov k štvrtročnému rastu HDP	9	Graf 25 Rast HDP	18
Graf 4	Hodnotenie konkurencieschopnosti v priemysle a priemyselná produkcia	10	Graf 26 Príspevky k medziročnému rastu HDP	18
Graf 5	Exportné očakávania v priemysle a medziročný rast priemyselnej výroby	10	Graf 27 Príspevky k HICP inflácii	19
Graf 6	Faktory limitujúce produkciu v priemysle	10	Graf 28 Indexy kurzov mien V4 voči euru	19
Graf 7	Faktory limitujúce produkciu v priemysle	11	Graf 29 Kľúčové sadzby NCB krajín V4	20
Graf 8	Miera nezamestnanosti v Grécku a Španielsku	11		
Graf 9	Miera nezamestnanosti v Írsku a Portugalsku	11		
Graf 10	Miera nezamestnanosti a očakávania spotrebiteľov ohľadom vývoja			



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 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	začiatková fixácia sadzby

Použité symboly v tabuľkách:

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

1 GLOBÁLNA EKONOMIKA

Rast svetovej ekonomiky sa vo 4. štvrtroku 2014 mierne spomalil, napriek tomu globálna aktivita rástla relatívne dynamickým tempom. Naďalej však pretrvával diferencovaný vývoj v rámci vyspelých aj rozvíjajúcich sa ekonomík.

Rast ekonomickej aktivity USA sa v poslednom štvrtroku 2014 znížil. Vďaka silnému rastu domáceho dopytu (hlavne súkromnej spotreby a rezi- denčných investícií) však americká ekonomika rástla relatívne solídny tempom. Spomalil sa aj hospodársky rast Veľkej Británie, ktorá naďalej profitovala zo spotreby domácností podporených uvoľnenými úverovými podmienkami. Japonsko sa po dvoch štvrtrokoch poklesu dostalo na rastovú trajektóriu. Investície, ako aj spotreba domácností zostali anemické po aprílovom zvýšení dane zo spotreby, japonskej ekonomike však pomohol silný zahraničný dopyt, hlavne z USA. Vďaka exportnej výkonnosti sa tak japonská ekonomika vyhla recesii. V poslednom štvrtroku sa mierne zrýchlila aj ekonomická aktivita eurozóny, jej tempo však zaostávalo za ostatnými vyspelými krajinami.

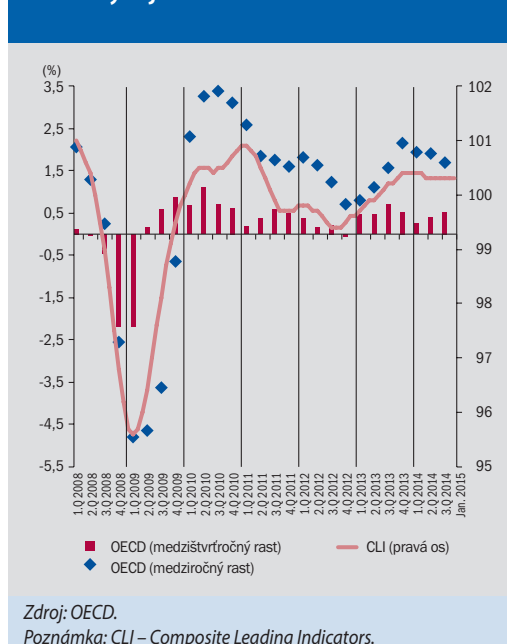
Heterogénny vývoj zaznamenali aj rozvíjajúce sa ekonomiky. V Ázii sa podľa očakávaní spomalila čínska ekonomika, čo súviselo s oslabením trhu s nehnuteľnosťami, nadmernými kapacitami v ťažkom priemysle, ako aj postupným utlmovaním fiškálnych stimulov. Na druhej strane sa upevnil rast v Indii, kde sa dôvera udržala na vysokej úrovni a súčasne uvedená ekonomika, ako čistý dovozca ropy, profitovala z globálneho poklesu cien. Diferencovaný vývoj dosiahli aj krajiny Latinskej Ameriky. Kým slabá podnikateľská a spotrebiteľská dôvera v Brazílii a pokračovanie domácich nerovnováh v Argentíne brzdili hospodársky rast v uvedených krajinách, hospodárstvo Mexika ťažilo z vyššieho zahraničného dopytu. Globálnu ekonomiku koncom roka 2014 tlmilo aj Rusko, ktoré bolo koncom roka ovplyvnené finančnými turbulenciami. Silná depreciácia rubľa a následné sprísnenie menovej politiky bude vplyvať na ruskú ekonomiku aj v ďalšom období.

Celkovo sa vo 4. štvrtroku 2014 rast ekonomickej aktivity v krajinách OECD mierne spomalil na 0,5 % v porovnaní s 0,6 % v predchádzajúcom

štvrtroku. V medziročnom porovnaní zostal ekonomický rast na úrovni predchádzajúceho štvrtroka (1,8 %). Kompozitný indikátor ekonomickej dôvery (Composite Leading Indicator)¹ v krajinách OECD naznačuje mierne oživenie globálnej ekonomiky v krátkodobom horizonte, keď po stagnácii vo 4. štvrtroku 2014 začiatkom roka 2015 mierne vzrástol.

Svetovú ekonomiku bude v nasledujúcom období ovplyvňovať niekoľko faktorov. Výrazný pokles cien ropy vyplývajúci z previsu ponuky nad dopytom by mal mať priaznivý dopad na globálnu ekonomickú aktivitu, nakoľko pozitívny efekt krajín importujúcich ropu by mal prevýšiť negatívny dopad na krajiny vyvážajúce ropu. Súčasne by malo svetovú ekonomiku podporovať pokračujúce oživovanie a pozitívny výhľad ekonomiky USA. Na druhej strane tlmiačo môžu svetové hospodárstvo ovplyvňovať negatívne dôsledky sankcií a poklesu cien ropy na ruskú ekonomiku. Rovnako výraznejšie fluktuácie výmenných kurzov kvôli rozdielnemu nastaveniu menových politík, ako aj spomaľovanie niektorých rozvíjajúcich sa ekonomík môžu znižovať globálny ekonomický rast.

Graf 1 Vývoj HDP a CLI



¹ Indikátory CLI sú pravidelne na mesačnej báze publikované OECD – posledné dostupné údaje publikované v marci 2015 sú do januára 2015.



Globálny rast spotrebiteľských cien sa vo 4. štvrtroku 2014 v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom opäťovne spomalil. Zníženie cenového rastu v posledných mesiacoch roka 2014 zaznamenali vyspelé, ako aj väčšina rozvíjajúcich sa krajín, s výnimkou Ruska, v ktorom sa inflácia zrýchlila v dôsledku silnej depreciaácie rubľa v závere roka. V januári 2015 pokles inflácie pokračoval vo väčšine vyspelých krajín okrem Japonska, kde sa rast spotrebiteľských cien stabilizoval. Opačný trend zaznamenali rozvíjajúce sa krajiny, v ktorých spotrebiteľské ceny začali začiatkom roku rásť dynamickejším tempom, s výnimkou Číny, kde pokračoval deflačný vývoj.

Vývoj spotrebiteľských cien v krajinách OECD vo 4. štvrtroku 2014 určovali výhradne ceny energií, ktorých pokles sa postupne zrýchlil v dôsledku silného prepadu cien ropy. Rast cien potravín bol v uvedenom období viac-menej

stabilný. Celkovo sa miera inflácie znížila z 1,7 % v septembri na 1,1 % v decembri, pričom jadrová inflácia zostala počas posledného štvrtroka stabilná na úrovni 1,8 %. V januári sa prepád cien energií ešte prehĺbil, čo spôsobilo pokles inflácie až na úroveň 0,5 %. V uvedenom období sa mierne spomalila aj jadrová inflácia v krajinách OECD na 1,7 %.

Globálna miera inflácie by mala zotrvať na nízkej úrovni v prostredí pretrvávajúcich voľných kapacít, ako aj výrazného prepadu cien ropy. Hlavne vo vyspelých ekonomikách pomaly sa uzatvárajúce produkčné medzery indikujú prebytok voľných kapacít. Súčasne pokles cien ropy by mal tlmiať pôsobiť na ceny ostatných komodít. Napriek tomu, že očakávaná cena ropy by mala mať rastúcu tendenciu, mala by zotrvať na relatívne nízkych úrovniach a zmierňovať tak cenové tlaky zo strednodobého hľadiska.



2 KOMODITY

Cena ropy Brent v priebehu 4. štvrťroka 2014 výrazne poklesla, keď sa z úrovne približne 94 USD/barel na začiatku uvedeného obdobia dostala až na hodnotu 57 USD/barel na konci decembra, čo predstavovalo pokles takmer o 40 %. Jej priemerná úroveň 77 USD/barel tak bola približne o 25 USD/barel nižšia oproti predchádzajúcemu štvrťroku. Najvýraznejší dopad na ceny ropy vyplýval predovšetkým z ponukovej strany. Robustný nárast produkcie bridlicovej ropy v Severnej Amerike, ako aj stabilné dodávky z Ruska, Iraku a Líbye napriek geopolitickému napätiu v uvedených regiónoch podporovali klesajúci trend cien ropy. Navyše rozhodnutie členských krajín OPEC z novembra 2014 neznížiť ťažbu a uchovať si tak trhové podiely ešte zvýšilo ponuku. Čiastočne na pokles cien ropy pôsobili aj dopytové faktory, čo súviselo so spomalením ekonomiky Ruska a ďalších rozvíjajúcich sa krajín Ázie. Ceny ropy pokračovali v poklese aj počas prvých dní roku 2015, kedy sa dostali až k úrovni 46 USD/barel. Vo februári však cena ropy začala rásť v reakcii na zníženie výdavkov na ropný priemysel, ako aj na

očakávaný vyšší dopyt. Ku koncu mesiaca sa dostala k úrovni 63 USD/barel.

Priemerné ceny neenergetických komodít vo 4. štvrťroku 2014 opätovne poklesli, keď na ne vplývali jednak ceny kovov, ako aj ceny potravinových komodít. Pokles cien ropy sa tak pravdepodobne premietol aj do cien komodít, ktoré sú citlivé na energetické náklady. Klesajúci trend cien kovov súvisel jednak s obavami spomalenia svetového dopytu, predovšetkým v Číne. Súčasne pokračoval robustný export kovov z niektorých rozvíjajúcich sa ekonomík, čím rastúca ponuka ešte podporila pokles cien. Ponukové faktory ovplyvňovali aj ceny agrokomodít, keď zvyšujúca produkcia a export obilnín z Ruska, ako aj vysoká úroda sóje v USA, tlačili ich ceny k nižším úrovniam. Ceny kovov klesali aj v januári a februári, keď reagovali na pomalší dopyt v stavebníctve v Číne, ako aj v globálnej priemyselnej výrobe. Rovnako počas prvých dvoch mesiacov pokračoval pokles cien agrokomodít v reakcii na previs ponuky nad dopytom.



3 SPOJENÉ ŠTÁTY AMERICKÉ

Po výraznejšej akcelerácii ekonomickej aktivity v USA zaznamenanéj v 2. a 3. štvrtroku sa tempo rastu v poslednom štvrtroku 2014 spomalilo. Anualizované štvrtročné tempo rastu sa vo 4. štvrtroku 2014 znížilo na 2,2 % z 5,0 % zaznamenaných v predchádzajúcom štvrtroku. Rovnako sa mierne spomalil aj medziročný rast z 2,7 % na 2,4 %. Zlepšujúce sa podmienky na trhu práce naďalej pozitívne ovplyvňovali súkromnú spotrebu, pričom dynamicky rástli hlavne výdavky na tovary dlhodobej spotreby, ako aj výdavky na služby predovšetkým zdravotnej starostlivosti. Výraznou mierou na celkovom raste sa podieľali aj investície (hlavne nerezidenčné). Zásoby prispeli k celkovému rastu iba nepatrne. V dôsledku výraznejšieho oživenia importov bol príspevok čistého exportu v poslednom štvrtroku 2014 negatívny. Tlmiaco na americkú ekonomiku pôsobila aj spotreba a investície vládneho sektora z dôvodu poklesu výdavkov na národnú obranu.

Dynamika rastu spotrebiteľských cien v USA sa vo 4. štvrtroku 2014 výrazne znížila z 1,7 % v septembri na 0,8 % v decembri. Pokles cien hlavne energetických komodít sa premietol do cien energií, ktoré v porovnaní s miernym znížením zaznamenaným v septembri už koncom roka klesali oveľa dynamickejšie. Vo všeobecnosti energie boli určujúce pri celkovom vývoji spotrebiteľských cien, avšak ceny energií pravdepodobne ovplyvnili aj zložky jadrovej inflácie, ktorá poklesla z 1,7 % v septembri na 1,6 % v decembri. Na druhej strane dynamika rastu cien potravín sa počas štvrtroka zrýchľovala. Ceny energií determinovali cenový vývoj aj v januári 2015, keď ich takmer 20%-ný medziročný prepád posunul rast spotrebiteľských cien do zápornej hodnoty. Čiastočne k zníženiu cenového rastu prispeli aj potraviny, ktorých dynamika rastu sa

spomalila. Jadrová inflácia zostala v januári stabilná (1,6 %).

Federálny výbor pre operácie na voľnom trhu (FOMC) na svojich zasadnutiach v októbri, decembri a januári ponechal cieľovú sadzbu federálnych fondov nezmenenú. Tá tak zostala na úrovni 0 % až 0,25 %. Navyše na októbrovom zasadnutí FOMC rozhodol o ukončení programu nákupu aktív.

FOMC informoval, že pri rozhodovaní o horizonte zotrvania úrokových sadzieb na uvedenej úrovni bude hodnotiť napredovanie (skutočné aj očakávané) k cieľom maximálnej zamestnanosti a 2 % inflácie. Uvedené hodnotenie bude brať do úvahy ďalšie informácie zahŕňajúce podmienky na trhu práce, indikátory inflačných tlakov, inflačné očakávania a finančný vývoj. Súčasne v rámci signalizácie budúceho nastavenia menovej politiky na októbrovom a decembrovom zasadnutí deklaroval, že pravdepodobne bude vhodné ponechať sadzbu federálnych fondov na súčasnej úrovni aj dlhšiu dobu po ukončení programu nákupu aktív, najmä ak predikovaná inflácia zostane pod cieľom 2 % a za predpokladu, že dlhodobé inflačné očakávania zostanú ukotvené. Na decembrovom a januárovom FOMC v rámci svojho vyhlásenia dodal, že môže byť zdržanlivý na začiatku normalizácie menovej politiky. Na všetkých troch uvedených zasadnutiach FOMC však v rámci budúceho nastavenia menovej politiky dodal, že ak dostupné informácie budú naznačovať rýchlejší progres k cieľom zamestnanosti a inflácie, ku zvýšeniu cieľovej sadzby federálnych fondov môže dôjsť v skoršom termíne, ako sa v súčasnosti očakáva. Na druhej strane, ak sa progres spomalí v porovnaní s očakávaniami, zvýšenie uvedenej sadzby môže nastať neskôr v porovnaní so súčasnými predpokladmi.

4 EUROZÓNA

Vývoj v poslednom štvrťroku 2014 naznačil, že ekonomika eurozóny sa pravdepodobne odrazila od dna. Ekonomický rast po výraznejšom spomalení v 2. štvrťroku v nasledujúcich dvoch štvrťrokoch akceleroval. Rast hospodárstva eurozóny vo 4. štvrťroku 2014 dosiahol 0,3 % (v porovnaní s 0,2 % v 3. štvrťroku) a priblížil sa tak k úrovniam z prelomu rokov 2013 a 2014. Spomedzi väčších ekonomík rástlo najmä Nemecko (0,7 %), Španielsko (0,7 %) a Holandsko (0,5 %). V týchto krajinách došlo v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom k najvýraznejšej akcelerácii hospodárstva. Vo Francúzsku bol ekonomický rast relatívne nízky (0,1 %) a navyše sa mierne spomalil. Slabšiu výkonnosť naďalej dosahuje Taliansko, ktorého ekonomika po troch štvrťrokoch poklesu vo 4. štvrťroku stagnovala. Relatívne priaznivý štvrťročný rast hospodárstva eurozóny sa premietol aj do mierneho zrýchlenia jej medziročného rastu na 0,9 % (0,8 % v 3. štvrťroku).

Ekonomický rast bol vo 4. štvrťroku 2014 ťahaný predovšetkým domácim dopytom a v rámci neho najmä súkromnou spotrebou. Spotrebiteľský dopyt tak rástol už siedmy mesiac v rade,

pravdepodobne podporený aj priaznivým vplyvom nízkych cien ropy na disponibilný príjem domácností. Napriek pozitívnym trendom vo vývoji súkromnej spotreby sa jej úroveň priblížila k predkrízovým úrovniam (priemer roku 2007) len v posledných štvrťrokoch. Mierne rástla aj konečná spotreba verejnej správy. Po dvoch štvrťrokoch, kedy investičný dopyt poklesol, resp. stagnoval, sa vo 4. štvrťroku mierne oživil. Investície boli pravdepodobne podporené ďalším uvoľnením menových a úverových podmienok, ako aj miernym posilnením sentimentu. Aj napriek pomalšiemu rastu vývozu, prispel čistý export priaznivo k rastu HDP v dôsledku výraznejšieho pribrzdzenia rastu dovozov. Časť dopytu, tak domáceho, ako aj zahraničného, bola pravdepodobne uspokojovaná zo zásob, ktorých pokles tlmil rast ekonomiky.

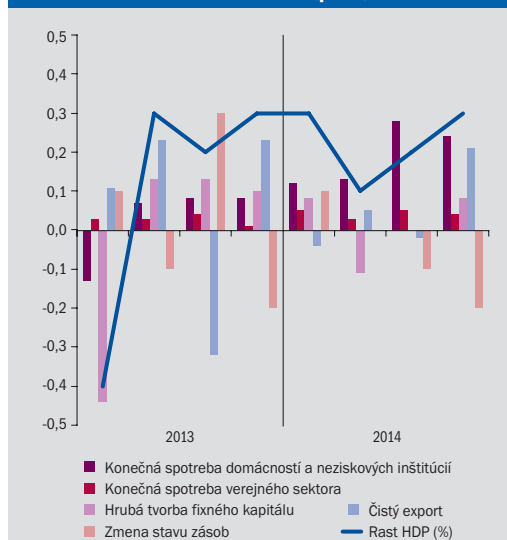
Z hľadiska ponukovej stránky ekonomiky pridaná hodnota vzrástla o 0,2 %. K jej nárastu opäť najvýraznejšie prispeli odvetvia obchodu a služieb, zatiaľ čo v priemysle mierne poklesla. Pridaná hodnota sa zvýšila aj vo verejnej správe a po prepade v predchádzajúcich dvoch štvrťrokoch vzrástla aj v stavebníctve.

Graf 2 Ekonomický rast (stále ceny roka 2010, %)



Zdroj: Eurostat.

Graf 3 Príspevky jednotlivých komponentov k štvrťročnému rastu HDP (p. b.)

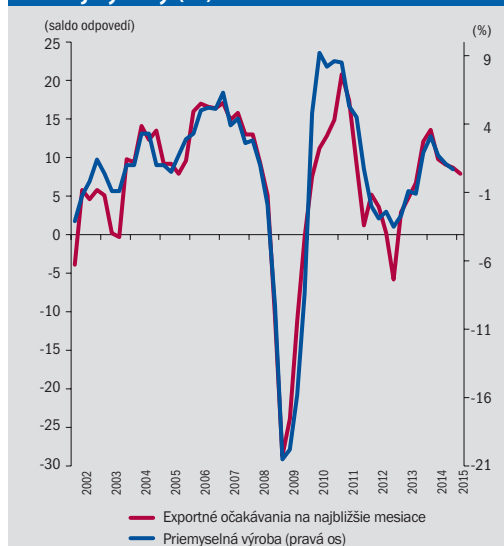


Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

Priemyselná výroba, teda odvetvie do značnej miery orientované na export svojej produkcie v 2. a 3. štvrťroku klesala (jej medziročný rast sa spomaľoval) v dôsledku zhoršujúceho sa sentimentu a rastúceho geopolitického napätia. Súčasne sa v tomto období zhoršovalo vnímanie konkurenčnej pozície priemyslu na trhoch mimo EÚ. Už vo 4. štvrťroku však podniky hodnotili svoju konkurenčnú pozíciu na trhoch mimo EÚ optimistickjšie a v 1. štvrťroku 2015 došlo k ďalšiemu priaznivému posunu. Pozitívnejšie hodnotenie konkurenčnej pozície bolo pravdepodobne ovplyvnené oslabovaním eura a s tým súvisiacim posilňovaním cenovej konkurencieschopnosti. V 1. štvrťroku 2015 sa súčasne zlepšilo aj hodnotenie konkurenčnej pozície na trhoch EÚ a na domácich trhoch, čo pravdepodobne reflektovalo stabilizáciu a mierne zlepšenie sentimentu, ako aj posilňovanie domáceho dopytu. Napriek zlepšenému hodnoteniu konkurenčného postavenia sa však exportné očakávania v priemysle aj v 1. štvrťroku 2015 naďalej mierne zhoršovali.

Postupné uvoľňovanie obmedzení pre produkciu zo strany dopytu sa v poslednom štvrťroku 2014 zastavilo a v 1. štvrťroku 2015 sa zatiaľ, napriek relatívne priaznivému vývoju ekonomiky v závere roka 2014, tento trend presvedčivejšie

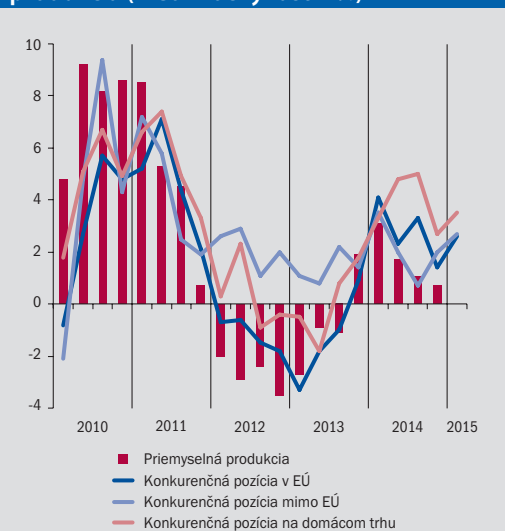
Graf 5 Exportné očakávania v priemysle (saldo odpovedí) a medziročný rast priemyselnej výroby (%)



Zdroj: Európska komisia, Eurostat a výpočty NBS.

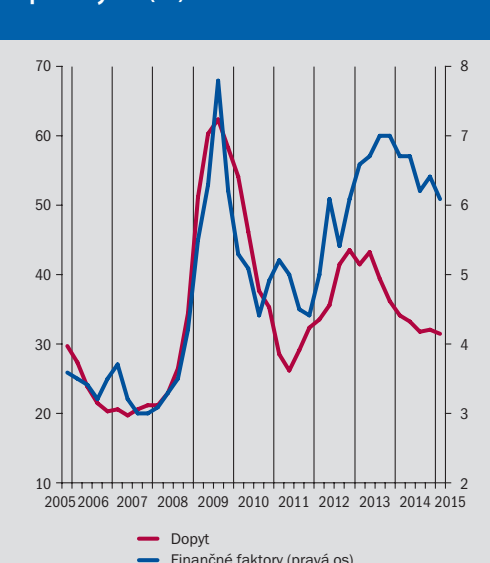
neobnovil. Naopak, v prípade finančných faktorov sa zmierňovanie obmedzení po zaváhaní v poslednom štvrťroku 2014 začiatkom roka 2015 opäť obnovilo. Reflektovalo tak prijaté opatrenia zamerané na uvoľnenie úverových

Graf 4 Hodnotenie konkurencieschopnosti v priemysle (saldá odpovedí) a priemyselná produkcia (medziročný rast v %)

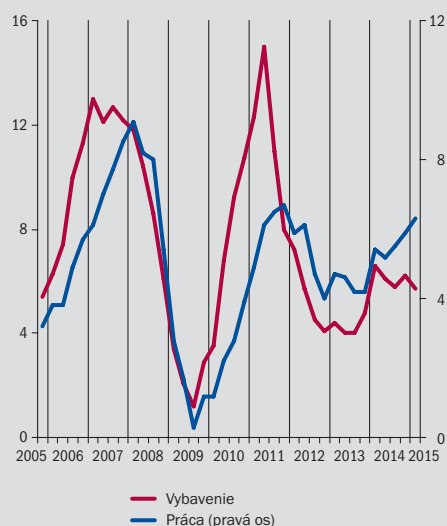


Zdroj: Európska komisia, Eurostat a výpočty NBS.

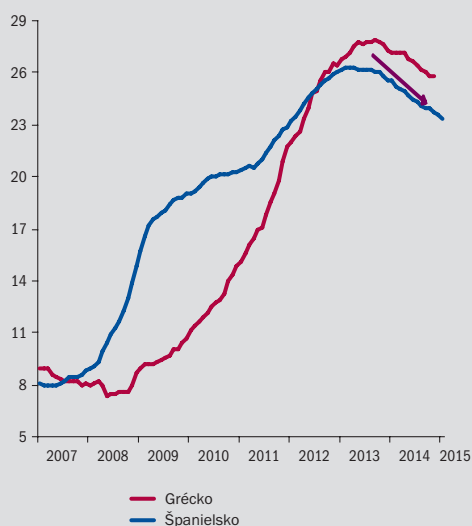
Graf 6 Faktory limitujúce produkciu v priemysle (%)



Zdroj: Európska komisia.

Graf 7 Faktory limitujúce produkciu v priemysle (%)


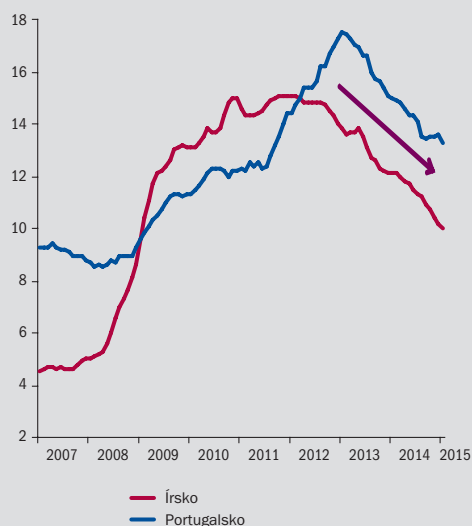
Zdroj: Európska komisia.

Graf 8 Miera nezamestnanosti v Grécku a Španielsku (%)


Zdroj: Eurostat.

podmienok, o ktorých Rada guvernérov ECB rozhodla postupne od júna 2014 (cielené dlhodobější refinančné operácie, program nákupu ABS a nákup širokého portfólia krytých dlhopisov v rámci nového programu nákupu dlhopisov (Covered bond purchase programme – CBPP3). Súčasne ho mohlo ovplyvniť aj januárové rozhodnutie Rady guvernérov ECB realizovať program nákupu aktív verejného sektora. Ani v 1. štvrtroku 2015 priemyselné podniky nevnímali výraznejšie obmedzenia ich produkcie zo strany vybavenia, čo odráža relatívne vysokú úroveň nevyužitých kapacít. Podobne, tri štvrtroky za sebou rástlo hodnotenie práce, ako faktora obmedzujúceho produkciu, čo naznačuje, že situácia na trhu práce je síce naďalej slabá, avšak dochádza k jej postupnému zlepšovaniu.

Trh práce je naďalej slabým článkom ekonomiky, keď aj napriek určitému zlepšeniu pretrvávajú relatívne vysoká miera nezamestnanosti. V prvých dvoch mesiacoch posledného štvrtroka miera nezamestnanosti stagnovala na úrovni 11,5 %, následne v decembri poklesla na 11,3 %. Mierne sa znížila aj v januári (11,2 %) na najnižšiu úroveň za posledné takmer 3 roky. Napriek tomu, že vo viacerých krajinách eurozóny sa nezamestnanosť nachádza na mimoriadne vysokých úrovniach, za posledné 1 – 2

Graf 9 Miera nezamestnanosti v Írsku a Portugalsku (%)


Zdroj: Eurostat.

roky sa znížila aj v niektorých ekonomikách, ktoré boli v oblasti trhu práce v priebehu krízy výrazne postihnuté (Grécko, Španielsko, Portugalsko, Írsko).

Zhoršovanie očakávaní spotrebiteľov ohľadom budúcej ekonomickej situácie, ku ktorému dochádzalo od júna 2014 sa vo 4. štvrtroku zasta-

Graf 10 Miera nezamestnanosti (%) a očakávania spotrebiteľov ohľadom vývoja ekonomickej situácie a nezamestnanosti počas nasledujúcich 12 mesiacov (saldo odpovedí)

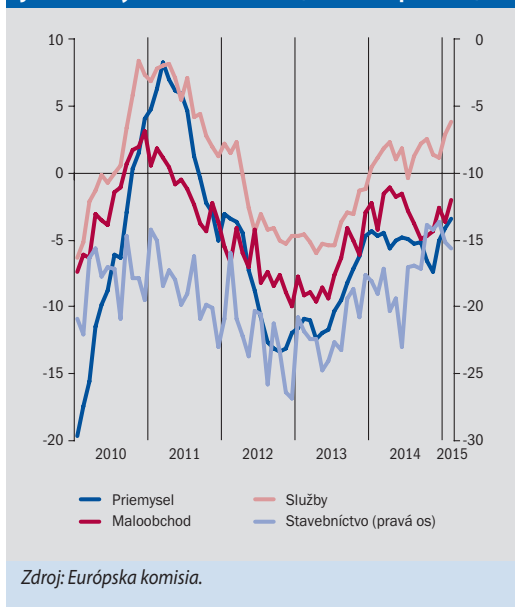


vilo a naopak, v prvých dvoch mesiacoch roka 2015 sa výhľad spotrebiteľov zlepšil. Úmerne tomu sa znížili aj očakávania spotrebiteľov ohľadom budúcej nezamestnanosti. Podobne aj očakávania jednotlivých odvetví ohľadom budúcej

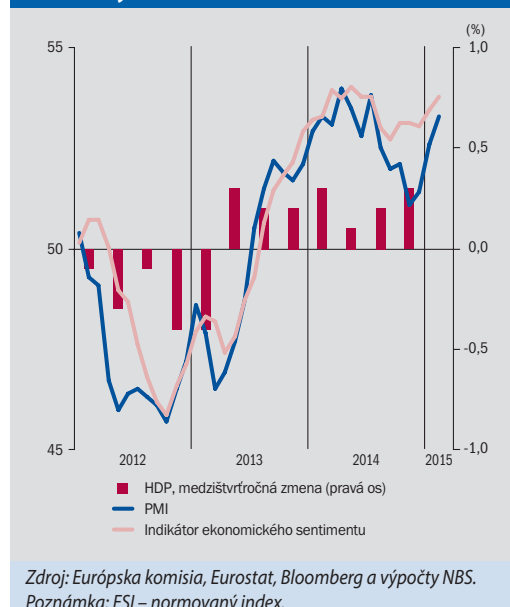
zamestnanosti zaznamenali viac optimizmu, najmä v prípade služieb a priemyslu, ale aj maloobchodu.

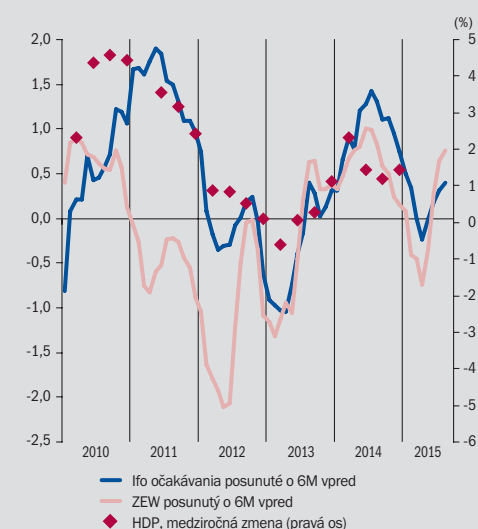
Väčšina predstihových indikátorov sa v priebehu posledného štvrťroka 2014 prestala zhoršovať a v 1. štvrťroku 2015 už indikuje zlepšovanie nálad ekonomických subjektov. Kompozitný PMI pre eurozónu i Nemecko sa zlepšil v januári i februári. V eurozóne sa v prvých dvoch mesiacoch roka posilnil index ekonomického sentimentu. Zlepšila sa najmä dôvera v maloobchode a spotrebiteľská dôvera, čo môže signalizovať pokračovanie rastu súkromnej spotreby. Spomedzi indikátorov pre nemeckú ekonomiku sa v priebehu novembra až marca výraznejšie posilnil ZEW a IFO (dostupné len do februára), keď sa zlepšilo hodnotenie súčasnej ekonomickej situácie, ako aj očakávania na nasledujúcich 6 mesiacov. Napriek posilňovaniu ekonomických nálad je oživovanie ekonomiky eurozóny naďalej krehké, sprevádzané viacerými rizikami, súvisiacimi najmä s geopolitickým vývojom. Ekonomický rast by však mal byť výrazne podporovaný akomodatívnym nastavením menovej politiky ECB, ktorá od marca začala realizovať program nákupu aktív verejného sektora, ktorý bude trvať minimálne do septembra 2016.

Graf 11 Očakávania vývoja zamestnanosti jednotlivými odvetviami (saldá odpovedí)



Graf 12 Predstihové indikátory a rast HDP eurozóny



Graf 13 Predstihové indikátory a rast HDP Nemecka


Zdroj: OECD a Eurostat.

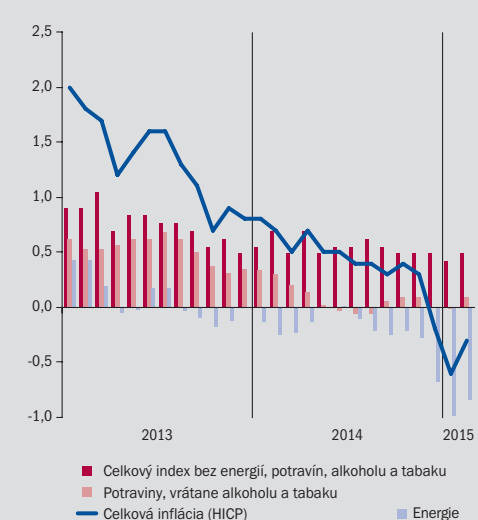
Poznámka: Ifo, ZEW – normované indexy, odchýlky od dlhodobého priemeru.

V poslednom štvrtroku 2014 sa klesajúci trend inflácie, ktorý pretrvával viac-menej od konca roka 2011, prehĺbil. Výrazný pokles cien ropy na svetových trhoch sa premietol do spotrebiteľských cien energií a v rozhodujúcej miere ovplyvnil pokles inflácie do záporných hodnôt. Tá v decem-

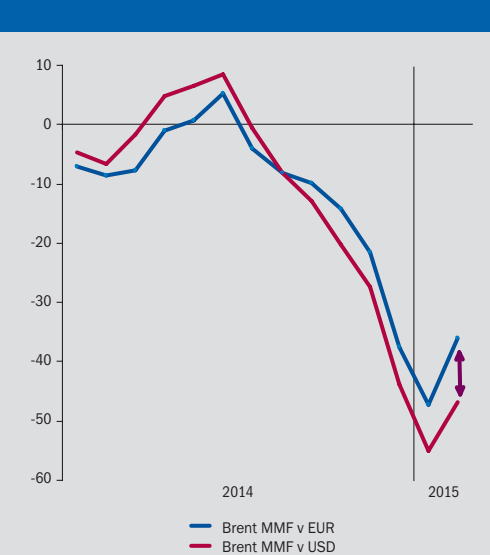
bri 2014 dosiahla -0,2 % v porovnaní s 0,3 % na konci 3. štvrtroka. Pokles cien ropy s následným dopadom na vývoj spotrebiteľských cien pokračoval aj v januári a záporný rast spotrebiteľských cien sa ešte prehĺbil (-0,6 %). Mierne februárové oživenie cien ropy prispelo k zmierneniu poklesu spotrebiteľských cien na -0,3 %.

Ako už bolo spomenuté, vývoj spotrebiteľských cien v poslednom štvrtroku 2014 a v prvých dvoch mesiacoch roka 2015 bol v rozhodujúcej miere ovplyvňovaný vývojom cien ropy. Jej cena postupne klesala už od júla, v decembri a januári sa však jej prepád výrazne prehĺbil (v porovnaní so septembrom priemerné mesačné ceny ropy v USD klesli približne o 55 %). Pokles cien ropy v eurách bol však do určitej miery tlmený znehodnotením eura voči americkému doláru. V porovnaní s koncom 3. štvrtroka euro do februára 2015 oslabilo o viac ako 12 % (mesačné priemery). Znehodnotenie výmenného kurzu eura do značnej miery tlmilo aj pokračujúci pokles cien potravinových komodít. Kým v dolárovom vyjadrení potravinové komodity relatívne výrazne medziodročne klesali, v eurovom vyjadrení rástli.

Pokles eurových cien ropy sa prakticky okamžite premietal do spotrebiteľských cien energií, ktoré zaznamenali najvýraznejší medziodročný pokles

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


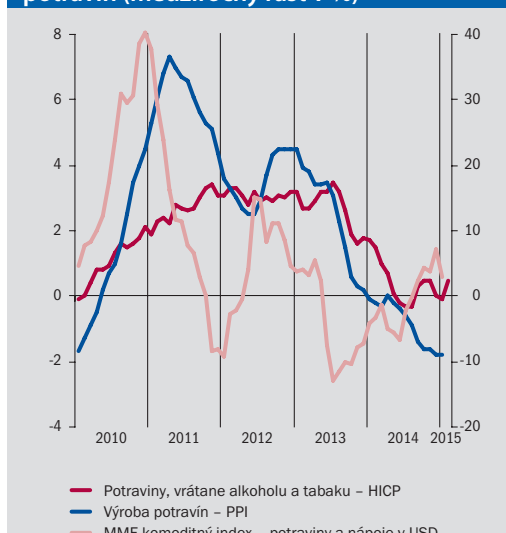
Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

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


Zdroj: MMF, ECB a výpočty NBS.

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

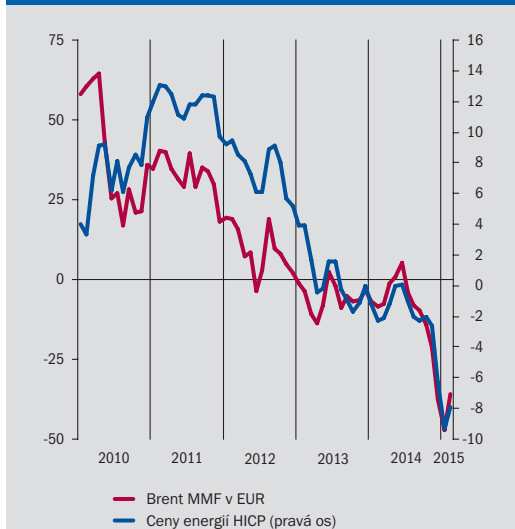

Zdroj: MMF, ECB a výpočty NBS.

Graf 18 Vplyv cien potravinových komodít na ceny výrobcov a spotrebiteľské ceny potravín (medziročný rast v %)


Zdroj: Eurostat a MMF.

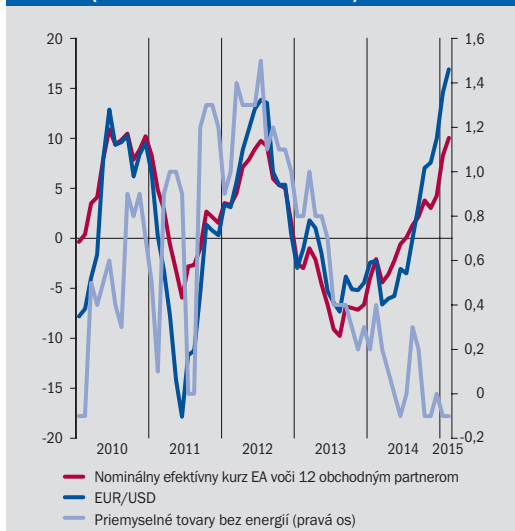
za viac ako 5 rokov. Naopak, ceny potravinových komodít v eurách dosahujú v dôsledku oslabenia výmenného kurzu od októbra kladnú dynamiku rastu, čo pravdepodobne pomohlo zastaviť trend postupného znižovania medziročného rastu cien potravín, aj keď na relatívne nízkych úrovniach.

Inflácia bez cien energií, potravín, alkoholu a tabaku, ktorá zahŕňa zložky najviac citlivé na vývoj dopytu sa v priebehu 4. štvrťroka 2014 znížila o 0,1 percentuálneho bodu na 0,7 %. V januári poklesla na 0,6 % a vo februári vzrástla opäť na decembrovú úroveň.

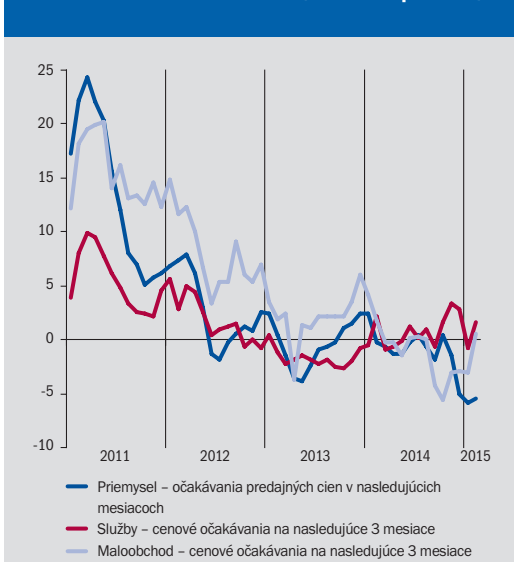
Graf 17 Medziročný rast cien ropy a cien energií v HICP (%)


Zdroj: Eurostat a MMF.

Cenový rast dopytovo senzitivných položiek bol naďalej tlmený vysokou úrovňou konkurencie a len pomaly sa zotavujúcim spotrebiteľským dopytom. Kým vývoj cien služieb vo 4. štvrťroku a nasledujúcich dvoch mesiacoch charakterizoval relatívne stabilný medziročný rast v rozpätí 1,0 - 1,2 %, rast cien priemyselných tovarov bez energií sa prepadol do negatívneho teritória. V porovnaní s koncom 3. štvrťroka sa inflácia v tomto segmente znížila z 0,2 % v septembri až na -0,1 % vo februári. Napriek pomerne silnému oslabeniu nominálneho kurzu eura, tak voči USD, ako aj v efektívnom vyjadrení, sa toto zatiaľ nepremiata do cenovej dynamiky priemyselných tovarov bez energií. Tento vývoj poukazuje na snahu podnikateľských subjektov udržiavať si trhovú podiel aj napriek poklesu ziskových marží. Aj keď je spotrebiteľský dopyt stále na veľmi nízkych úrovniach, pomaly dochádza k jeho oživeniu. To naznačuje aj postupná akcelerácia maloobchodného obratu, ktorá však zatiaľ nie je sprevádzaná oživením dopytovo senzitivnej in-

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


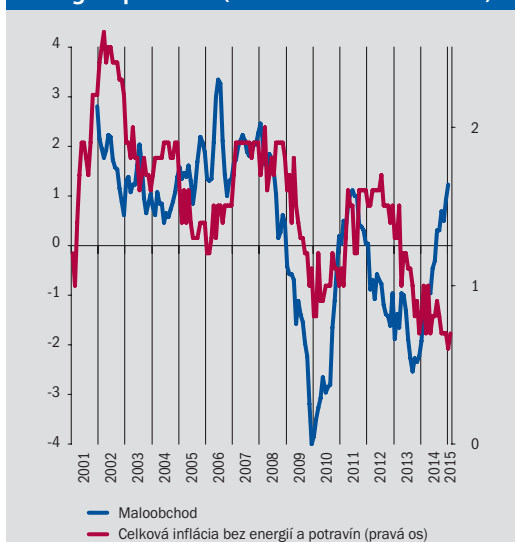
Zdroj: Eurostat.

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


Zdroj: Európska komisia a Eurostat.

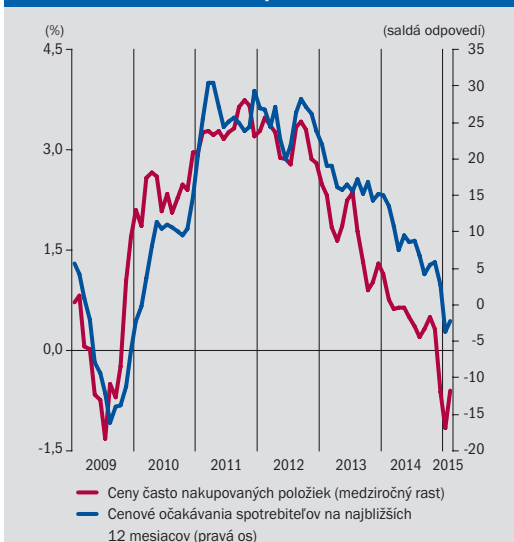
flácie. Oslabenie výmenného kurzu a ožiovovanie spotrebiteľského dopytu podporené menovo-politickými opatreniami ECB, by však mali predstavovať stimul pre zrýchlenie cenového rastu v tomto segmente cenového koša.

Napriek tomu, že cenové očakávania ekonomických subjektov sú naďalej na nízkych úrovniach, možno v posledných mesiacoch pozorovať zvýšenie očakávaní budúcich predajných cien najmä v maloobchode. To môže byť práve odrazom

Graf 20 Maloobchod a inflácia bez cien energií a potravín (medziročná zmena v %)


Zdroj: Eurostat a ECB.

Poznámka: Maloobchod – 3-mesačný kľzavý priemer posunutý o 9 mesiacov vpred.

Graf 22 Ceny často nakupovaných položiek a cenové očakávania spotrebiteľov


Zdroj: Európska komisia a Eurostat.

silnejúceho spotrebiteľského dopytu. Januárové a najmä februárové prieskumy naznačujú, že pomerne výrazný prepád cenových očakávaní v priemysle z konca roka 2014 sa zastavil. Rovnako sa vo februári zastavil aj prepád inflačných očakávaní spotrebiteľov, ktoré však do značnej miery zvyknú odrážať cenový vývoj často nakupovaných položiek. Cenový vývoj týchto položiek bol v posledných mesiacoch výrazne ovplyvnený cenami energií.

V priebehu 4. štvrtroka 2014 a následne do marca 2015 Rada guvernérov úrokové sadzby nezmenila. Úroková sadzba hlavných refinančných operácií ostala na úrovni 0,05 %, sadzba jednoduchových refinančných operácií na úrovni 0,30 % a sadzba jednoduchových sterilizačných operácií na úrovni technickej nuly (zero lower bound) -0,20 %. Záporná úroková miera na jednoduchové vklady má pôsobiť preventívne proti hromadeniu voľnej likvidity na účtoch ECB.

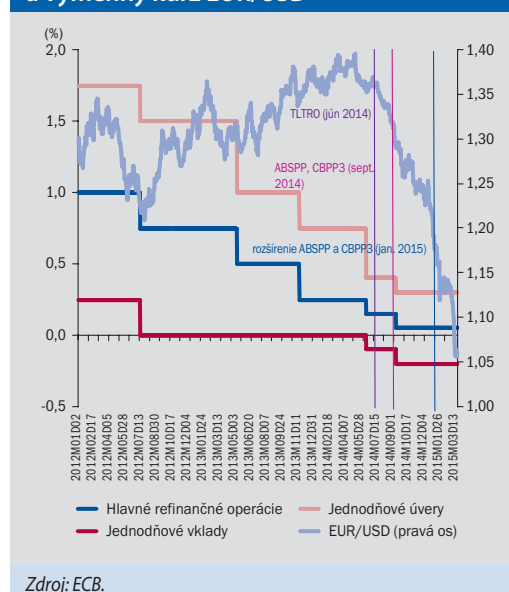
V júli 2014 Rada guvernérov oznámila podrobnejšie informácie ohľadom technických detailov pre sériu cielených dlhodobějších refinančných operácií – TLTROs (targeted longer-term refinancing operations), ktoré budú vykonané v období september 2014 až jún 2016. TLTROs boli zavedené s dôrazom na podporu fungovania transmisného mechanizmu menovej politiky na podporu poskytovania bankových úverov do reálnej ekonomiky, tzn. domácnostiam (okrem úverov na kúpu nehnuteľností na bývanie) a nefinančným spoločnostiam. Prvý tender bol vykonaný 18. 9. 2014 v objeme 82,6 mld. €, druhý tender prebehol 11. 12. 2014 v objeme 130 mld. €, tzn. kumulovane v oboch tendroch bol objem poskytnutých úverov vo výške 212 mld. €.

Intervencie, ktoré Rada guvernérov schválila v septembri 2014 v rámci nového programu nákupu širokého portfólia krytých dlhopisov – CBPP3 (third covered bond purchase programme), sa začali v októbri 2014 a v rámci programu nákupu širokého portfólia jednoduchých a transparentných cenných papierov krytých aktívami – ABSPP (asset-backed securities purchase programme) v novembri. Tieto rozhodnutia podporili škálu už prijatých menovopolitických opatrení, hlavne signalizáciu budúceho nastavenia menovej politiky (Forward Guidance), ako aj

fungovanie transmisného mechanizmu menovej politiky a poskytovanie úverov v ekonomike. Oba programy by mali trvať prinajmenšom dva roky. Prijatie týchto opatrení bralo na zreteľ potrebu ukotvenia strednodobých a dlhodobých inflačných očakávaní a návratu inflácie k hodnotám pod, ale blízko 2 %. V rámci oboch spomenutých programov boli k 6. 3. 2015 nakúpené cenné papiere v objeme 57,8 mld. €.

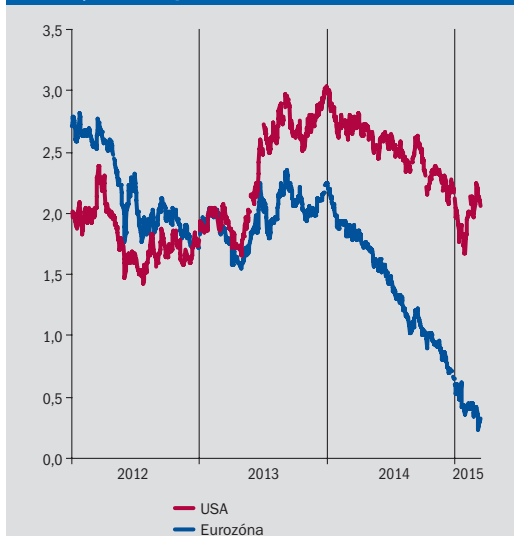
Na svojom prvom zasadnutí v roku 2015 v januári Rada guvernérov prijala rozhodnutie rozšíriť program nákupu aktív o dlhopisy vydané ústrednou štátnou správou krajín eurozóny, agentúrami a európskymi inštitúciami (PSPP – secondary markets public sector asset purchase programme). Celková hodnota mesačných nákupov aktív má predstavovať 60 mld. €. Nákup má prebiehať minimálne do septembra 2016, resp. dovedy, kým sa podľa Rady guvernérov neprejaví stála zmena vývoja inflácie zodpovedajúca jej cieľu udržiavať mieru inflácie na úrovni nižšej, ale blízkej 2 % v strednodobom horizonte. Cieľom programu je plnenie mandátu ECB udržiavať cenovú stabilitu a snaha zakročiť proti riziku nadmerne dlhého obdobia nízkej inflácie. Rada guvernérov si ponecháva právo rozhodovať o všetkých podmienkach programu, pričom ECB bude nákupy v záujme jednotnosti menovej politiky Eurosystému koordinovať. Eurosystém

Graf 23 Hlavné úrokové sadzby ECB (%) a výmenný kurz EUR/USD





Graf 24 Výnos do doby splatnosti 10-ročných vládných dlhopisov (%)



Zdroj: ECB a Fed.

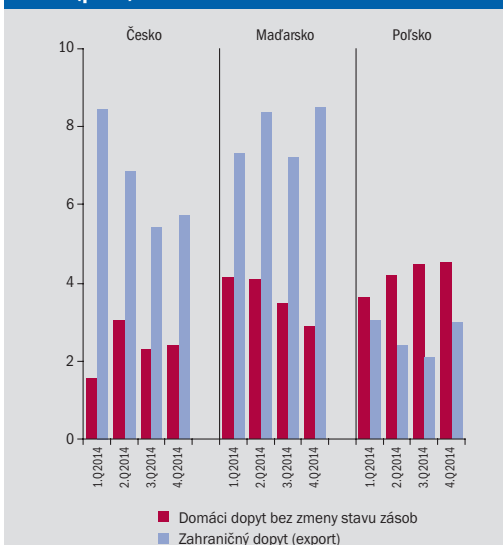
bude na mobilizáciu svojich zdrojov využívať decentralizovanú implementáciu. Na svojom marcovom zasadnutí Rada guvernérov oznámila, že nákupy dlhopisov vydaných ústrednou štátnou správou krajín eurozóny, agentúrami a európskymi inštitúciami začnú 9. 3. 2015. Zavedenie tohto programu by malo stimulovať hospodársku aktivitu v eurozóne v krátkodobom aj strednodobom horizonte, čo zapracovala ECB do svojej prognózy „Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – marec 2015“. V horizonte uvedenej prognózy ECB tiež predpokladá postupný nárast inflácie blízko k cieľu (pod, ale blízko 2 %).

5 VÝVOJ V POĽSKU, ČESKEJ REPUBLIKE A MAĎARSKU

Vo 4. štvrťroku 2014 na medziročnej báze zaznamenala výraznejšie zhoršenie svojej výkonnosti len česká ekonomika, keď dosiahla rast 1,5 % (oproti 2,2 % v predchádzajúcom štvrťroku). Maďarská ekonomika si zachovala rovnakú dynamiku rastu ako v predchádzajúcom štvrťroku (3,4 %) a poľská ekonomika iba mierne spomalila tempo rastu na 3,2 % oproti 3,3 % minulom štvrťroku.

V medzikvartálnom vyjadrení sa vo 4. štvrťroku 2014 ekonomický rast zrýchlil v Maďarsku o 0,4 percentuálneho bodu na 0,8 %, nezmenil sa v Českej republike (0,4 %) a mierne sa spomalil v Poľsku o 0,1 percentuálny bod na 0,7 %. Pozitívne k ekonomickému rastu v **Českej republike** prispela najmä spotreba ako súkromného, tak aj verejného sektora a takisto čistý export, keď export rástol mierne rýchlejšie ako import. Investície si zachovali rovnakú dynamiku rastu ako v predchádzajúcom štvrťroku, zatiaľ čo zásoby po raste z minulého štvrťroka poklesli. V **Maďarsku** k zrýchleniu ekonomického rastu prispela najmä súkromná spotreba domácností a čistý export, keď dynamika rastu exportu prevýšila dynamiku

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

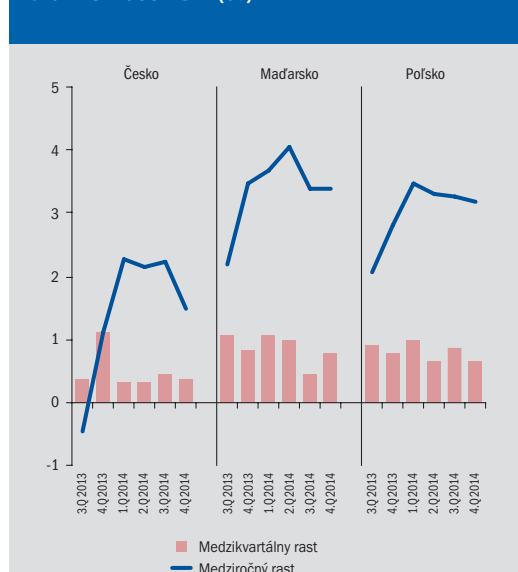


Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

rastu importu. Konečná spotreba verejnej správy si zachovala podobnú dynamiku ako v minulom štvrťroku. V porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom sa spomalil investičný dopyt, tlmiačo na celkový rast pôsobili aj zásoby. Za miernym spomalením ekonomického rastu v **Poľsku** je možné vidieť najmä čistý export, keď tempo rastu exportu bolo miernejšie ako tempo rastu importu a taktiež spomalenie investičného dopytu. Naopak, pozitívne na rast pôsobila zmena stavu zásob. Spotrebiteľský dopyt ako súkromného, tak aj verejného sektora, sa v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom nezmenil.

Koncom 4. štvrťroka 2014 sa medziročný rast spotrebiteľských cien v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom v Českej republike spomalil. V Maďarsku aj v Poľsku. sa prehĺbila záporná dynamika rastu cien. Spomalenie inflácie v Českej republike o 0,7 percentuálneho bodu na 0,1 % bolo spôsobené najmä cenami energií, ktorých pokles sa oproti predchádzajúcemu štvrťroku ešte výraznejšie prehĺbil. Tlmiačo pôsobili tiež ceny potravín, keď ceny nespracovaných potravín zaznamenali po raste z konca

Graf 25 Rast HDP (%)



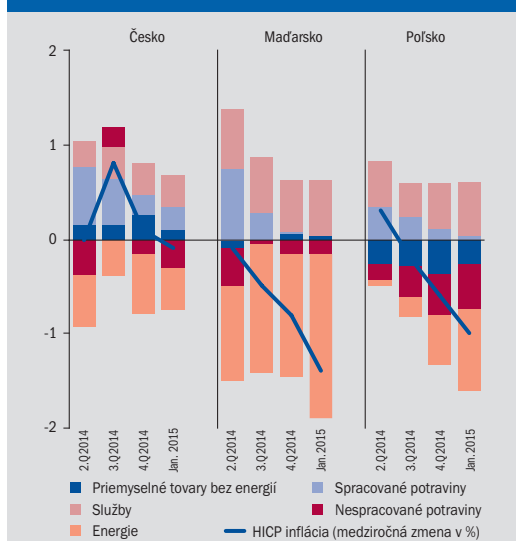
Zdroj: Eurostat.

minulého štvrťroka pokles a rast cien spracovaných potravín sa spomalil. Ceny služieb si zachovali rovnakú dynamiku rastu. Pozitívne na celkovú infláciu pôsobili jedine ceny priemyselných tovarov bez energií, keď zrýchlili svoj rast. V januári 2015 sa celková inflácia v Českej republike posunula do záporných hodnôt (-0,1 %), kde zotrvala aj vo februári. V Maďarsku sa ku koncu štvrťroka prehĺbil pokles spotrebiteľských cien (o 0,3 percentuálneho bodu) na -0,8 %. Hlavným dôvodom boli najmä ceny potravín, keď ceny nespracovaných potravín po raste zaznamenanom koncom predchádzajúceho štvrťroka poklesli a ceny spracovaných potravín spomalili dynamiku rastu. Ceny energií zaznamenali najvýraznejší pokles spomedzi všetkých cenových položiek (najmä z dôvodu zníženia regulovaných cien elektrickej energie a tepla), avšak bol nižší ako ku koncu minulého štvrťroka. Ceny služieb si zachovali viac-menej rovnakú dynamiku, zrýchlenie rastu zaznamenali iba ceny priemyselných tovarov bez energií. Pokles celkových spotrebiteľských cien v Maďarsku sa ďalej prehĺbil aj v januári 2015 (-1,4 %), avšak vo februári sa zmiernil (-1,0 %). V Poľsku podobne ako v Maďarsku sa na konci 4. štvrťroka pokles spotrebiteľských cien ešte viac prehĺbil (spomalenie dynamiky o 0,4 percentuálneho bodu na -0,6 %). Tlmiaco na ce-

nový vývoj pôsobili ceny takmer všetkých cenových položiek, keď prehĺbenie poklesu cien zaznamenali priemyselné tovary bez energií, energie a nespracované potraviny a spomalenie rastu cien spracovaných potravín. Výnimkou boli ceny služieb, ktoré ako jediné zrýchlili svoj rast. V januári a februári sa v Poľsku naďalej prehľboval medziročný pokles cien (-1,0 %, resp. -1,3 %).

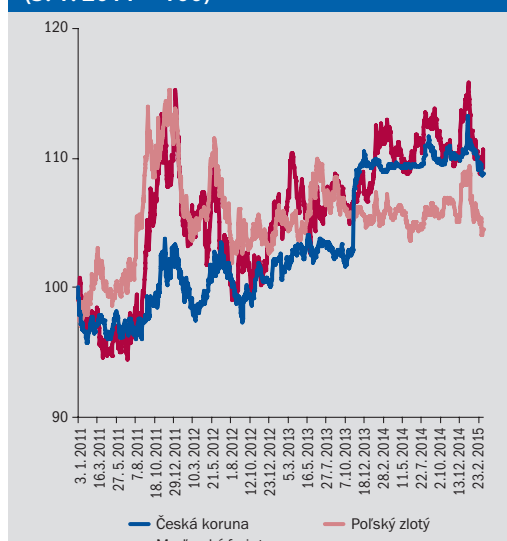
Na konci 4. štvrťroka 2014 v porovnaní s koncom predchádzajúceho štvrťroka zaznamenali znehodnotenie všetky meny sledovaných ekonomík, keď sa česká koruna oslabila voči euru o 0,85 %, maďarský forint o 1,6 % a poľský zlotý o 2,29 %. Kurz českej koruny bol aj naďalej obmedzený predovšetkým smerom k posilňovaniu devízovej intervencie na udržanie uvoľnených menovopolitických podmienok. Vývoj sledovaných kurzov v tomto období bol najmä koncom štvrťroka ovplyvnený volatilitou na ruských finančných trhoch (výrazná deprecia rubľa voči doláru aj euru), ako aj politickými udalosťami v Grécku. Negatívne na kurzy mien sledovaných ekonomík pôsobili aj ekonomické faktory (napr. nízke a stále klesajúce ceny ropy s následným dopadom na hospodárske oživenie a na cenový vývoj v EÚ).

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.

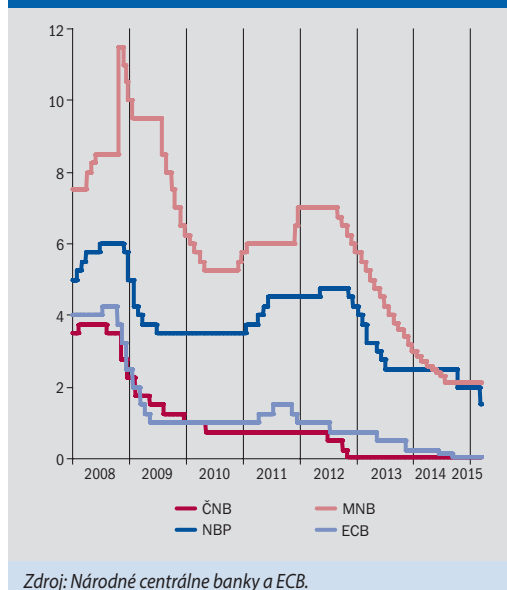
Poznámka: Pokles hodnoty predstavuje apreciaciu.

Česká koruna sa začiatkom štvrtého roka pohybovala okolo úrovne 27,5 CZK/EUR, podobne ako v predchádzajúcom štvrtroku (záväzok ČNB používať výmenný kurz ako nástroj menovej politiky a nepripustiť jeho posilnenie pod úroveň 27 CZK/EUR). Koncom októbra začala mierne depreciovať, najmä v súvislosti s obavami o ekonomický vývoj (zvýšené riziko deflácie). Vplyv turbulencií na ruských finančných trhoch na českú korunu v decembri nebol veľmi výrazný. Začiatkom roka 2015 však kurz českej koruny prudko zdeprecioval, najmä z dôvodu obáv o ďalšie možné uvoľnenie menovopolitických podmienok ČNB prostredníctvom výmenného kurzu (posunutie intervenčnej úrovne kurzu) kvôli zvýšenému riziku deflácie v českej ekonomike. Postupne v priebehu januára a februára sa vývoj kurzu českej koruny opäť vrátil na úroveň zo začiatku 4. štvrtého roka 2014. Turbulencie na ruských finančných trhoch a neistota ohľadom politického vývoja v Grécku a následného vplyvu na ekonomiku eurozóny koncom roka sa výraznejšie prejavili najmä pri maďarskom forinte a poľskom zlotom, keď obe meny ku koncu decembra voči euru výraznejšie depreciovali. Neskôr v priebehu januára sa k spomenutým faktorom pridal aj neočakávaný krok švajčiarskej centrálnej banky uvoľniť kurz švajčiarskeho franku voči euru, čo ovplyvnilo najmä poľský zlotý (vysoký podiel úverov v cudzej mene) smerom k deprecii. Naopak, postupne v priebehu februára sa na vývoji mien sledovaných ekonomík začal smerom k zhodnoteniu prejavovať vplyv oznámenia ECB o rozšírení programu nákupu aktív (QE s cieľom dosiahnuť inflačný cieľ v strednodobom horizonte).

Vo 4. štvrtroku 2014 spomedzi sledovaných krajín pristúpila k zmene menovopolitických podmienok prostredníctvom úrokových sadzieb iba centrálna banka v Poľsku. V Českej republike zostali sadzby na nezmenenej úrovni (0,05 %, tzv. technická nula). **Česká národná banka** na svojich zasadnutiach aj vo 4. štvrtroku 2014 potvrdila svoj záväzok používať výmenný kurz ako ďalší nástroj uvoľňovania menovopolitických podmienok a v prípade potreby intervenovať na devízovom trhu v prospech oslabenia českej koruny voči euru v blízkosti úrovne 27 CZK/EUR až do 1. štvrtého roka 2016. Na svojom zasadnutí vo februári 2015 ČNB predĺžila termín dodržania tohto záväzku do konca roka 2016, teda v celom horizonte prognózy. **Magyar Nemzeti Bank** svoje úrokové sadzby vo 4. štvrtroku 2014 ne-

zmenila, keďže považovala danú úroveň základnej úrokovej sadzby za konzistentnú s dosiahnutím inflačného cieľa v strednodobom horizonte a zodpovedajúcu potrebnej úrovni podpory reálnej ekonomiky. Na základe schváleného zákona o konverzii úverov domácností v cudzej mene na úvery vo forintoch MNB vyčlenila zo svojich devízových rezerv sumu 9 mld. HUF na pokrytie zistenia devízových rizík spojených s konverziou pre bankový sektor. K zmene úrokových sadzieb nedošlo ani v januári a februári 2015. **Narodowy Bank Polski** bol jedinou centrálnou bankou spomedzi sledovaných, ktorý vo 4. štvrtroku 2014 zmenil menovopolitické podmienky, keď s účinnosťou od 9. októbra 2014 znížil úrokové sadzby (s výnimkou depozitnej úrokovej sadzby, čím sa znížil spread medzi lombardnou a depozitnou sadzbou) o 0,5 percentuálneho bodu, čo v prípade referenčnej úrokovej sadzby znamená pokles na 2,0 %. Svoje rozhodnutie zdôvodnil spomalením hospodárskeho rastu a zvýšením rizika inflácie pod inflačným cieľom v strednodobom horizonte. Zároveň v prípade pokračujúceho rizika neplnenia inflačného cieľa v strednodobom horizonte nevylúčil do budúcnosti ďalšiu zmenu menovopolitického nastavenia. V januári a februári 2015 svoje úrokové sadzby ponechal na nezmenenej úrovni, avšak v marci opäť uvoľnil menovopolitické podmienky, keď s účinnosťou od 5. 3. 2015 znížil referenčnú úrokovú sadzbu o 0,5 percentuálneho bodu na 1,50 %.

Graf 29 Kľúčové sadzby NCB krajín V4 (%)



Zdroj: Národné centrálné banky a ECB.

PREHLAD PREDIKCIÍ RASTU HDP
VYBRANÝCH INŠTITÚCIÍ

Tab. 1 Globálna ekonomika

	Zverejnenie	2014		2015		2016	
MMF	január 2015	3,3	(=)	3,5	(-0,3)	3,7	(-0,3)
OECD	november 2014	3,3	(-0,1)	3,7	(-0,2)	3,9	-
EK	február 2015	3,3	(=)	3,6	(-0,2)	4,0	(-0,1)
ECB ¹⁾	marec 2015	3,3	(=)	3,5	(-0,2)	3,8	(-0,1)

Tab. 2 USA

	Zverejnenie	2014		2015		2016	
MMF	január 2015	2,4	(0,2)	3,6	(0,5)	3,3	(0,5)
OECD	november 2014	2,2	(0,1)	3,1	(=)	3	-
EK	február 2015	2,4	(0,2)	3,5	(0,4)	3,2	(=)
Fed	december 2014	2,35	(0,3)	2,8	(=)	2,75	(=)

Tab. 3 Eurozóna

	Zverejnenie	2014		2015		2016	
MMF	január 2015	0,8	(=)	1,2	(-0,2)	1,4	(-0,3)
OECD	november 2014	0,8	(=)	1,1	(=)	1,7	-
EK	február 2015	0,8	(=)	1,3	(0,2)	1,9	(0,2)
ECB	marec 2015	0,9	(0,1)	1,5	(0,5)	1,9	(0,4)

Tab. 4 Česko

	Zverejnenie	2014		2015		2016	
MMF	október 2014	2,5	(0,6)	2,5	(0,5)	2,4	(0,3)
OECD	november 2014	2,4	(1,1)	2,3	(-0,1)	2,7	-
EK	február 2015	2,3	(-0,2)	2,5	(-0,2)	2,6	(-0,1)
ČNB	február 2015	2,3	(-0,2)	2,6	(0,1)	3,0	(0,2)

Tab. 5 Maďarsko

	Zverejnenie	2014		2015		2016	
MMF	október 2014	2,8	(0,8)	2,3	(0,6)	1,8	(0,1)
OECD	november 2014	3,3	(1,4)	2,1	(0,5)	1,7	-
EK	február 2015	3,3	(0,1)	2,4	(-0,1)	1,9	(-0,1)
MNB	december 2014	3,3	(=)	2,3	(-0,1)	2,1	-

Tab. 6 Poľsko

	Zverejnenie	2014		2015		2016	
MMF	október 2014	3,2	(0,2)	3,3	(=)	3,5	(0,2)
OECD	november 2014	3,3	(0,4)	3	(-0,4)	3,5	-
EK	február 2015	3,3	(0,3)	3,2	(0,4)	3,4	(0,1)
NBP	marec 2015	-	-	3,4	(0,4)	3,3	(=)

1) Rast globálnej ekonomiky bez eurozóny.

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

Predikcia MMF z januára 2015 obsahuje len predikcie veľkých ekonomík.