



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



SPRÁVA O MEDZINÁRODNEJ EKONOMIKE

DECEMBER 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
15. decembra 2015.

Dátum uzávierky pre spracovanie údajov v tejto
správe bol 10. decembra 2015.

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

ISSN 1339-9624 (elektronická verzia)



OBSAH

1	GLOBÁLNA EKONOMIKA	5	Graf 10 Miera nezamestnanosti a miera dlhodobej nezamestnanosti	13
2	KOMODITY	8	Graf 11 Očakávaní vývoja zamestnanosti jednotlivými odvetvami	13
3	SPOJENÉ ŠTÁTY AMERICKÉ	9	Graf 12 Predstihové indikátory a štvrťročný rast HDP eurozóny	14
4	EUROZÓNA	11	Graf 13 Predstihové indikátory a medziročný rast HDP Nemecka	14
5	VÝVOJ V ČESKEJ REPUBLIKE, MAĎARSKU A POĽSKU	21	Graf 14 Medziročná miera celkovej inflácie HICP a príspevky vybraných komponentov	14
ZOZNAM BOXOV			Graf 15 Ceny ropy v EUR a USD	15
Box 1	Neštandardné opatrenia ECB od júna 2014 z pohľadu objemu dodanej likvidity	18	Graf 16 Medziročný rast cien ropy a cien energií v HICP	15
ZOZNAM TABULIEK			Graf 17 Ceny potravín: Komodity, výroba, spotrebiteľské ceny	15
Tab. 1	Globálna ekonomika	25	Graf 18 Ceny výrobcov potravín a spracovaných potravín	15
Tab. 2	USA	25	Graf 19 Ceny priemyselných tovarov bez energií a vývoj nominálneho výmenného kurzu	16
Tab. 3	Eurozóna	25	Graf 20 Maloobchod a inflácia bez cien energií a potravín	16
Tab. 4	Česká republika	25	Graf 21 Cenové očakávania v priemysle, službách a maloobchode	17
Tab. 5	Maďarsko	25	Graf 22 Cenové očakávania v priemysle a ceny výrobcov	17
Tab. 6	Poľsko	25	Graf 23 Rast HDP	21
ZOZNAM GRAFOV			Graf 24 Príspevky k medzištvrtročnému rastu HDP	21
Graf 1	Vývoj HDP a CLI	6	Graf 25 Príspevky k medziročnej zmene HICP inflácie	22
Graf 2	Príspevky jednotlivých komponentov k analizovanému rastu HDP	9	Graf 26 Indexy kurzov mien V4 voči euru	22
Graf 3	Medziročná miera inflácie CPI a príspevky vybraných komponentov	9	Graf 27 Kľúčové sadzby NCB krajín V4	24
Graf 4	Ekonomický rast	11	ZOZNAM GRAFOV V BOXOCH	
Graf 5	Príspevky jednotlivých komponentov k štvrťročnému rastu HDP	11	Box 1	
Graf 6	Hodnotenie konkurencieschopnosti v priemysle a priemyselná produkcia	12	Graf A	Kumulatívne nákupy v rámci EAPP a TLTROs
Graf 7	Exportné očakávania v priemysle a priemyselná produkcia	12	Graf B	Aktíva Eurosystému
Graf 8	Faktory limitujúce produkciu v priemysle	12		
Graf 9	Faktory limitujúce produkciu v priemysle	12		



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

Svetová ekonomika rástla aj v 3. štvrtroku 2015 pozvoľným a miernejším tempom v porovnaní s historickými štandardmi. Vyspelé ekonomiky si naďalej zachovali relatívne solídne tempo rastu, v prípade niektorých rozvíjajúcich sa ekonomík sa v dôsledku slabej výkonnosti objavili pochybnosti o ich potenciálnom raste. Navyše vývoj v uvedených krajinách bol ovplyvnený aj pokračovaním sprísňovania finančných podmienok v očakávaní normalizácie menovej politiky USA. Súčasne pokračujúce nízke ceny komodít nepriaznivo ovplyvňovali exportérov, zatiaľ čo dovozcovia z uvedeného vývoja profitovali.

V rámci vyspelých krajín sa znížil podľa očakávaní rast americkej ekonomiky, ktorá v predchádzajúcom štvrtroku rástla silným tempom. Jej vývoj určovali predovšetkým zásoby, ktoré spolu s čistým exportom tlmili ekonomickú aktivitu. Ekonomika však naďalej profitovala z domáceho dopytu, predovšetkým zo súkromnej spotreby. Americké hospodárstvo by mali naďalej priaznivo ovplyvňovať trh práce aj realitný trh, nízke ceny ropy, mierne expanzívna fiškálna politika a priaznivé finančné podmienky. Na druhej strane silná apreciácia amerického dolára zaznamenaná v minulosti spolu s utlmeným zahraničným dopytom môžu predstavovať faktory s negatívnym dopadom na ekonomiku. Mierne sa spomalila aj ekonomická výkonnosť Veľkej Británie. Súkromná spotreba a investície rástli síce porovnateľným tempom ako v predchádzajúcom štvrtroku, dynamické tempo importov však negatívne ovplyvnilo ekonomiku. Potenciálny rast úrokových sadzieb a trh s nehnuteľnosťami môžu predstavovať riziko pre bilancie domácností a spomaliť spotrebu, navyše politická neistota týkajúca sa referenda o zotrvaní v EÚ naplánovaného v druhej polovici roku 2016 môže utlmiť investície. Ekonomika eurozóny naďalej rástla, jej dynamika sa však už 2 štvrtroky po sebe spomalila. Rast bol ťahaný výhradne domácim dopytom - vládnu a súkromnou spotrebou. V ďalšom období by domáci dopyt mal naďalej stimulovať hospodársky rast eurozóny. Japonská ekonomika poklesla aj ďalší štvrtrok,

ale na rozdiel od predchádzajúceho obdobia, kedy jej vývoj tlmila súkromná spotreba a čistý export, v 3. štvrtroku to boli hlavne zásoby a investície. Z hľadiska budúceho vývoja by vyššie reálne príjmy v dôsledku nižších cien ropy mali naďalej podporovať spotrebu domácností, nárast ziskov v podnikateľskom sektore zase naznačuje pozitívny vývoj investícií. Negatívny dopad na Japonsko môže mať slabnúci dopyt z rozvíjajúcich sa ekonomík.

V rámci rozvíjajúcich sa ekonomík si Čína zachovala tempo rastu z predchádzajúceho štvrtroku, v medzročnom porovnaní sa mierne znížilo. Naďalej tak rástla tempom blízko oficiálneho cieľa stanoveného na rok 2015 (7 %) a očakávania jej výraznejšieho spomalenia sa zatiaľ nepotvrdili. Nižší rast investícií v tomto období nebol plne kompenzovaný silnejšou spotrebou. Naďalej sa očakáva spomaľovanie čínskej ekonomiky, i keď pomalší rast investícií môže eliminovať uvoľnenejšia menová a fiškálna politika. Čínske akciové trhy sa po turbulentciách v lete stabilizovali. Rovnako po deprecii o cca 3 % začiatkom augusta, zameranej na zlepšenie exportnej výkonnosti, je čínska mena aj vďaka intervenciám relatívne stabilná. Z ďalších ázijských ekonomík sa zrýchlilo hospodárstvo Indie a pravdepodobne bude najrýchlejšie rastúcou veľkou ekonomikou v roku 2015. Robustnú výkonnosť potvrdzuje produkcia kapitálových tovarov aj sektor priemyselnej výroby, ekonomika zaznamenáva v súčasnosti silný prílev priamych zahraničných investícií. Rizikom môže byť odklad štrukturálnych reforiem, vplyv spomalenia čínskej ekonomiky, ako aj výraznejšia volatilita na trhoch po normalizácii menovej politiky USA. Domáce faktory ako politická nestabilita a zhoršujúce sa fiškálne hospodárenie negatívne ovplyvňovali ekonomiku Brazílie. Uvedenú exportne orientovanú krajinu súčasne nepriaznivo ovplyvňoval pokles komoditných cien. Výhľady pre brazílsku ekonomiku sa zhoršujú aj v dôsledku obmedzenej reakcie makroekonomickej politiky, ale aj vývoja v ostatných rozvíjajúcich sa ekonomikách. Ruská ekonomika poklesla aj v 3. štvrtroku, aj keď na základe dostupných indikátorov pravdepodobne miernejším tempom. Pretrvávajúce in-

flačné tlaky, vysoké náklady financovania a pretrvávajúca neistota však naznačujú, že recesia bude pokračovať aj v ďalšom období. Navyše ruskú ekonomiku negatívne ovplyvňuje aj geopolitické napätie, uvalené sankcie a pokles cien komodít.

Celkovo sa v 3. štvrtroku 2015 rast ekonomickej aktivity v krajinách OECD spomalil na 0,4 % v porovnaní s 0,6 % v predchádzajúcom štvrtroku. Rovnako sa znížil hospodársky rast aj v medziročnom porovnaní z 2,2 % na 2,0 %. Kompozitný indikátor ekonomickej dôvery (Composite Leading Indicator)¹ v krajinách OECD naďalej nenaznačuje zrýchlenie rastu globálnej ekonomiky v krátkodobom horizonte, keď v 3. štvrtroku 2015 pokračoval v klesajúcom trende, v októbri sa však stabilizoval.

Predstihové indikátory z krátkodobého hľadiska naznačujú pokračovanie iba mierneho rastu globálnej ekonomiky, v dlhodobjšom horizonte by sa rast svetového hospodárstva mal postupne zvyšovať. V rokoch 2016 a 2017 by už tempo rastu svetového hospodárstva malo presiahnuť dynamiku zaznamenanú počas štyroch posledných rokov a jeho vývoj budú ovplyvňovať hlavne oživovanie väčšiny vyspelých ekonomík, zatiaľ čo rast rozvíjajú-

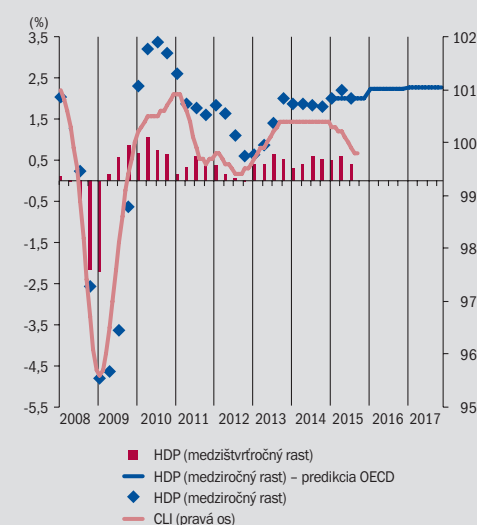
cich bude pomalší v porovnaní s historickými štandardmi. Nízke ceny ropy, pretrvávajúce uvoľnené finančné podmienky, zlepšujúce sa podmienky na trhu práce a rastúca dôvera, menej rozsiahla konsolidácia súkromného sektora a fiškálna konsolidácia by mali podporovať rast vyspelých ekonomík. Na druhej strane vývoj v rozvíjajúcich sa ekonomikách môže byť rozdielny. Kým posilňujúci sa dopyt vo vyspelých krajinách by mal podporiť uvedené ekonomiky, štrukturálne prekážky a makroekonomické nerovnováhy môžu brzdiť ich ekonomickú aktivitu. Navyše niektoré z uvedených ekonomík sa musia naďalej prispôbovať nižším cenám komodít a prísnejším externým podmienkam financovania z dôvodu očakávanej normalizácie menovej politiky v USA. V niektorých rozvíjajúcich sa ekonomikách navyše pretrvávajú politická nestabilita.

Globálna inflácia sa v dôsledku vývoja cien ropy stabilizovala na nízkych úrovniach. Vo vyspelých ekonomikách došlo väčšinou k spomaleniu cenového rastu, rozvíjajúce sa ekonomiky však zaznamenali rozdielny vývoj. Kým inflácia v Brazílii, Rusku a Indonézii zotrvala v dôsledku dopadu depreciaácie kurzu na vysokých úrovniach, spotrebiteľské ceny v Indii po výraznejšom spomalení začiatkom štvrtroka začali rásť opäť dynamickejšie a naopak, akcelerujúca inflácia v Číne sa začala v posledných mesiacoch znižovať.

Miera inflácie krajín OECD zotrvala v prvých mesiacoch 3. štvrtroka 2015 na júňovej úrovni (0,6 %). Spomalenie rastu cien potravín a prehĺbenie poklesu cien energií bolo kompenzované miernym rastom jadrovej inflácie. V septembri sa však ceny energií prepadli na medziročnej báze ešte výraznejšie a ani ďalší mierny rast jadrovej inflácie nezabránil poklesu celkovej inflácie na 0,4 %. Jadrová inflácia v septembri dosiahla 1,8 % a oproti júnu sa zvýšila o 0,2 percentuálneho bodu. V októbri sa však prepad cien energií zmiernil a pri rýchlejšom raste cien potravín sa celková inflácia dostala opäť na úroveň 0,6 %. Jadrová inflácia sa v tomto období nezmenila.

Globálna inflácia by mala postupne rásť. Pokles cien ropy a iných komodít by mal z krátkodobého hľadiska síce tlmiť inflačné tlaky, následne

Graf 1 Vývoj HDP a CLI



Zdroj: OECD.

Poznámka: CLI – Composite Leading Indicators.

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



by však negatívny príspevok cien energií mal z dôvodu bazického efektu vymiznúť. Navyše vzostupná forwardová krivka cien ropy implikuje postupné zvyšovanie globálnej inflácie. Na druhej strane pomalé uzatváranie produkčnej

medzery vo vyspelých ekonomikách a súčasne jej otváranie v niektorých rozvíjajúcich sa ekonomikách naznačuje prebytok voľných kapacít na globálnej úrovni, čo môže tlmiť inflačné tlaky zo strednodobého hľadiska.



2 KOMODITY

Cena ropy Brent v 3. štvrtroku 2015 mala klesajúci trend a jej priemerná úroveň dosiahla 51 USD/barel, čo je o cca 11 USD/barel menej v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom. Cena ropy sa znižovala hlavne v júli a auguste, kedy dynamický pokles o cca 20 USD/barel odrážal perspektívu ďalšieho zvyšovania ponuky v produkcii ropy po uzatvorení dohody o jadrovom programe s Iránom. Súčasne aj nárast ropných rezerv USA, očakávanie spomaľovania čínskej ekonomiky, pokles japonskej ekonomiky v 2. štvrtroku 2015 spolu s turbulenciami na čínskych akciových trhoch stláčali cenu ropy k nižším hodnotám. Koncom augusta a začiatkom septembra však v dôsledku posilnenia akciových trhov, poklesu zásob americkej ropy ako aj kvôli správam, že krajiny OPEC sú pripravené rokovať o prípadnom obmedzení produkcie, došlo k silnejšiu nárastu ceny ropy. Následne do konca štvrtroka už cena ropy zostala relatívne stabilná, jej hodnotu určovali predovšetkým správy o svetových zásobách. Začiatkom októbra cena ropy krátkodobo posilnila v reakcii na rast ceny benzínu v USA a na postoj Ruska rokovať s ďalšími producentmi o stave trhu, ale hlavne kvôli geopolitickým rizikám v Sýrii. Rozhodnutie krajín OPEC neznižovať produkciu však vrátilo cenu ropy na hodnoty zo začiatku mesiaca. Ďalší výraznejší pokles ceny ropy v polovici novembra odrážal napriek klesajúcej produkcii bridlicovej ropy pokračujúci nárast amerických zásob a očakávané zvýšenie ťažby ropy v Iraku. Následné teroristické útoky v Paríži

zvýšili geopolitické napätie a spôsobili korekciu ceny smerom nahor. Začiatkom decembra však neúspešné rokovania krajín OPEC o znížení produkcie stlačili ropu na 7-ročné minimum k hranici 40 USD/barel.

Pokračujúci klesajúci trend cien kovov a agrokomodít spôsobil aj 3. štvrtroku 2015 zníženie priemerných cien neenergetických komodít oproti predchádzajúcemu štvrtroku. Ceny neenergetických komodít tak reagovali na pretrvávajúcu nadbytočnú ponuku, vysoký stav zásob, ale aj slabší dopyt. Na pokles cien kovov v júli a auguste vplývala predovšetkým finančná kríza v Grécku, nízky dopyt z Číny, ale aj turbulencie na čínskych akciových trhoch. V tomto období poklesla hlavne cena železnej rudy, ktorá však následne po poklese zásob v Číne a oživení na komoditných trhoch korigovala svoju cenu smerom nahor. Z dôvodu obáv spomaľovania Číny poklesli aj ceny zinku, niklu, ale aj medi a hliníku. Následne v septembri ceny kovov dočasne posilnili hlavne v dôsledku zníženej produkcie hliníka v Číne, v októbri sa však ich klesajúci trend opäť obnovil. Ceny agrokomodít v júli krátkodobo posilnili kvôli cenám kukurice a sóje, ktoré odrážali nepriaznivé prírodné podmienky v USA. Ich obnovená produkcia, ako aj silnejúca ponuka pšenice z Európy a z oblasti Čierneho mora a obavy z budúceho dopytu Číny začali v ďalších mesiacoch stláčať ceny agrokomodít k nižším hodnotám a tento trend pretrval aj do októbra.

3 SPOJENÉ ŠTÁTY AMERICKÉ

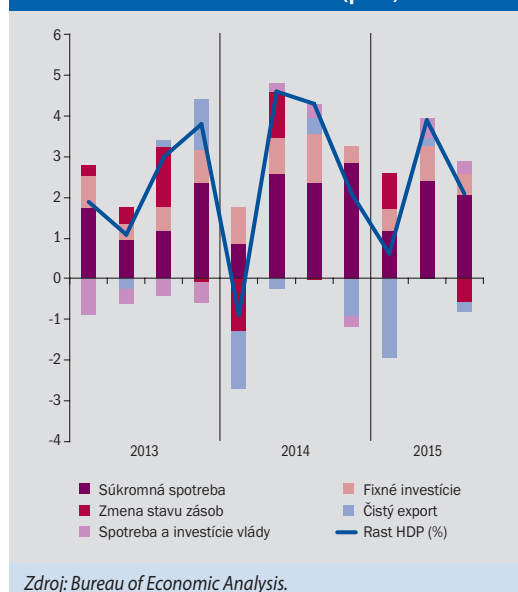
Rast americkej ekonomiky sa 3. štvrťroku 2015 spomalil na anualizovaných 2,1 % z rastu 3,9 % dosiahnutom v predchádzajúcom štvrťroku. Rovnako sa znížilo tempo rastu na medziročnej báze na 2,2 % z 2,7 % zaznamenaných v 2. štvrťroku 2015. Nižší rast ekonomickej aktivity sa vo všeobecnosti očakával v dôsledku solídnej výkonnosti v predchádzajúcom období. Hospodárstvo USA však v uvedenom období mohol ovplyvniť aj nižší globálny dopyt spolu s ekonomickými a finančnými turbulenciami zaznamenanými v Číne.

Na ekonomiku USA v 3. štvrťroku 2015 tlmiačo pôsobila predovšetkým zmena stavu zásob. Podnikateľské subjekty sa tak pravdepodobne viac spoliehali na existujúce zásoby ako na zvyšovanie produkcie. Vývoj zahraničného dopytu utlmil exportnú výkonnosť a spolu s miernym rastom dovozov spôsobil, že aj príspevok čistého exportu k rastu bol negatívny. Na druhej strane ekonomika naďalej profitovala z domáceho dopytu. Mierne spomalenie súkromných investícií síce naznačilo obozretný postoj niektorých podnikateľských subjektov, súkromná spotreba, ktorá predstavuje 70 % HDP, si však naďalej udržala relatívne silné tempo rastu. Spotrebiteľský

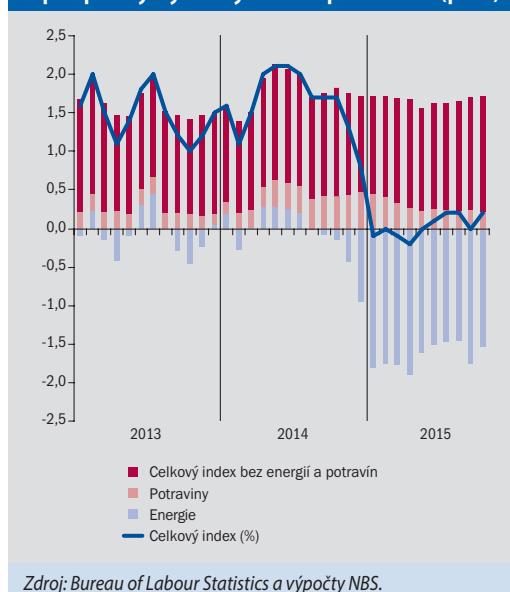
dopyt podporil hlavne pokračujúci pozitívny vývoj na trhu práce a rast reálnych disponibilných príjmov v dôsledku nízkych cien ropy a inflácie. V uvedenom období okrem súkromného sektora americkú ekonomiku prorastovo ovplyvnili spotreba a investície vlády, hlavne na štátnej a lokálnej úrovni. Na základe dostupných ukazovateľov ekonomickej aktivity by americkú ekonomiku mal z krátkodobého hľadiska naďalej podporovať domáci dopyt kvôli priaznivým finančným podmienkam, zlepšujúcemu sa trhu práce a rastúcej kúpyschopnosti obyvateľstva, avšak silnejší dolár a stagnujúci zahraničný dopyt môžu predstavovať riziká pre ekonomickú aktivitu USA.

Rast spotrebiteľských cien v USA zostal aj v 3. štvrťroku 2015 na veľmi nízkej úrovni a naďalej tak reflektoval vývoj cien komodít. Na začiatku hodnoteného obdobia síce miera inflácie mierne vzrástla, ale podobne ako v predchádzajúcich dvoch štvrťrokoch výrazné fluktuácie v cenách energií spôsobili, že spotrebiteľské ceny na konci 3. štvrťroka stagnovali. Rast cien potravín sa v júli mierne znížil, ale v ďalších mesiacoch zostal stabilný. Rovnako jadrová inflácia sa výraznejšie nezmenila a odrážala tak pretrvávanie nízkych dovozných cien v dôsledku reál-

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



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





nej apreciácie dolára. Trend pomalšieho poklesu cien energií sa počas 3. štvrťroka 2015 zastavil a v septembri sa v dôsledku prepadu cien benzínov (medziročne o 30 %) dokonca prehĺbil. Miera inflácie v USA sa tak znížila z 0,1 % v júni na 0,0 % v septembri. Opätovné zmiernenie poklesu cien energií viedlo k zvýšeniu inflácie v októbri na 0,2 %. Jadrová inflácia sa zvýšila z 1,8 % v júni na 1,9 % v septembri a na tejto úrovni zotrvala aj v októbri. Spotrebiteľské ceny v USA v nasledujúcom období by mali začať rásť rýchlejším tempom z dôvodu odznenia efektu poklesu cien energií.

Federálny výbor pre operácie na voľnom trhu (FOMC) na svojich zasadnutiach v júli, septembri a októbri ponechal cieľovú sadzbu federálnych fondov nezmenenú. Tá tak zostala na úrovni 0 % až 0,25 %, na ktorej sa nachádza už od decembra 2008. FOMC v rámci júlového a septembrového zasadnutia 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. Na októbrovom zasadnutí konštatoval, že rovnaké kritériá bude zvažovať pri rozhodovaní o vhodnosti zvýšenia úrokových sadzieb aj na svojom decembrovom zasadnutí. Uvedené hodnotenie bude brať do úvahy ďalšie informácie zahŕňajúce podmienky na trhu práce, indikátory inflačných tlakov, inflačné očakávania a finančný a medzinárodný vývoj. V rámci budúceho nastavenia menovej politiky FOMC na všetkých spomínaných zasadnutiach deklaroval, že bude vhodné zvýšiť sadzbu vtedy, keď dôjde k ďalšiemu zlepšeniu na trhu práce a bude zrejmé, že inflácia sa v strednodobom horizonte vracia k cieľu 2 %. V uvedenom období menová politika Fed-u zostala v prostredí veľmi nízkej inflácie a nízkych mzdových tlakov uvoľnená, avšak indikátory potvrdzujúce, že ekonomika sa vracia k plnej zamestnanosti, zvyšovali očakávania sprísňovania menovej politiky v nadchádzajúcom období.

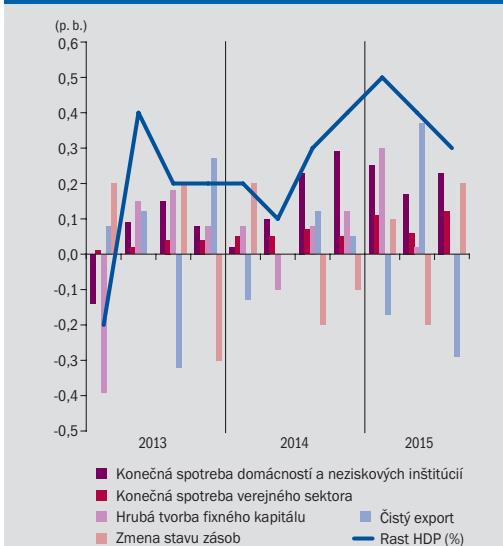
4 EUROZÓNA

Rast hospodárstva eurozóny pokračoval aj v 3. štvrťroku 2015, ale jeho dynamika sa už druhý štvrťrok po sebe spomalila. Tempo ekonomického rastu dosiahlo 0,3 % v porovnaní s 0,4 % v predchádzajúcom štvrťroku. Spomedzi najväčších ekonomík sa ekonomický rast spomalil predovšetkým v Španielsku, zachoval si však naďalej solidné tempo (spomalenie z 1,0 % na 0,8 %). Ekonomická aktivita sa zmiernila aj v Nemecku a Taliansku (v oboch krajinách z 0,4 % na 0,3 %).

Naopak, rast hospodárstva sa zrýchlil vo Francúzsku (0,0 % na 0,3 %). Zmiernenie štvrťročného rastu hospodárstva eurozóny sa nepremietlo do jeho medziročnej dynamiky, ktorá zostala v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom nezmenená na úrovni 1,6 %.

Kým v predchádzajúcom štvrťroku bol ekonomický rast ťahaný predovšetkým čistým exportom, v 3. štvrťroku pôsobil čistý export tlmiačo. Bolo to ovplyvnené výraznejším spomalením rastu exportov, pri nezmenenej dynamike dovozov. Rast ekonomiky tak bol ťahaný výlučne

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

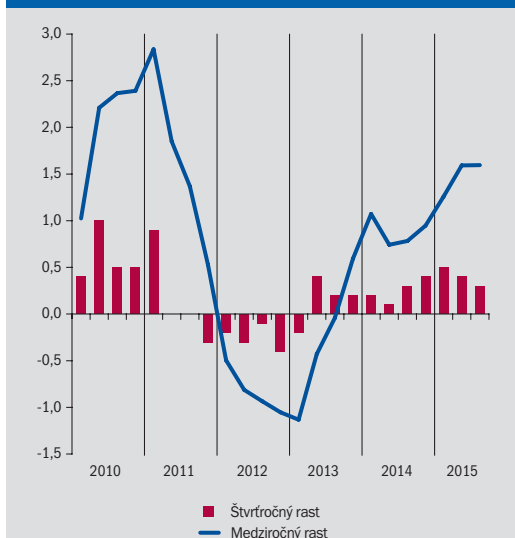


Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

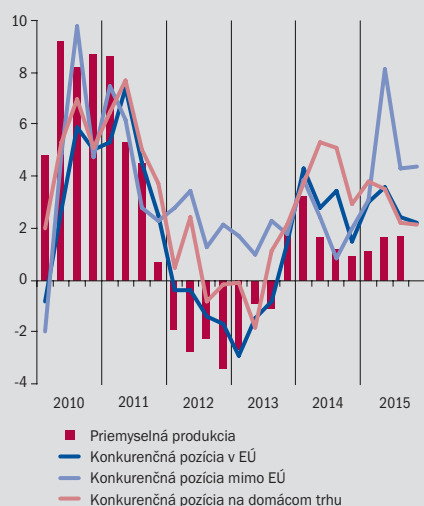
domácim dopytom a predovšetkým súkromnou a verejnou spotrebou. Rast spotreby domácností pokračoval už 6 štvrťrokov a bol stimulovaný nízkymi cenami ropy, ktoré podporovali rast reálneho disponibilného dôchodku, ale aj posilňovaním trhu práce a priaznivými podmienkami financovania. Okrem spomalenia rastu exportov bola negatívnou črtou z pohľadu štruktúry ekonomického rastu aj stagnácia investičného dopytu, čo mohlo byť ovplyvnené obavami z vývoja globálnej ekonomiky, najmä z hrozby poklesu dopytu zo strany rozvíjajúcich sa ekonomík. Naopak, rast zásob podporil hospodárstvo.

Prepad hodnotenia konkurencieschopnosti v priemysle v 3. štvrťroku 2015 sa premietol do zhoršenia exportnej výkonnosti a stagnácie priemyselnej výroby ako významného vývozného odvetvia. Pravdepodobne v dôsledku znehodnocovania výmenného kurzu eura, ktoré začalo koncom októbra, sa vo 4. štvrťroku zhoršovanie vnímania konkurencieschopnosti zastavilo, najmä pokiaľ ide o trhy mimo EÚ. Mierne sa v priemysle posilnili aj exportné očakávania, čo by sa mohlo odraziť vo výkonnosti tohto odvetvia.

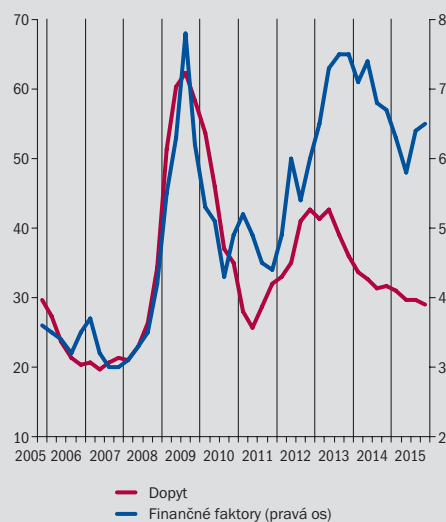
Graf 4 Ekonomický rast (stále ceny, %)



Zdroj: Eurostat.

Graf 6 Hodnotenie konkurencieschopnosti v priemysle (saldá odpovedí) a priemyselná produkcia (medziročný rast v %)


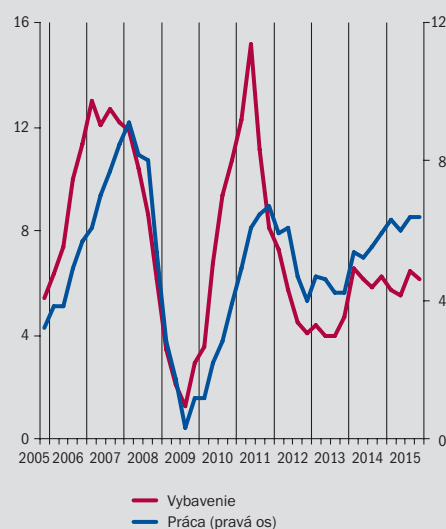
Zdroj: Európska komisia, Eurostat a výpočty NBS.

Graf 8 Faktory limitujúce produkciu v priemysle (%)


Zdroj: Európska komisia.

Graf 7 Exportné očakávania v priemysle (saldo odpovedí) a priemyselná produkcia (medziročný rast v %)


Zdroj: Európska komisia, Eurostat a výpočty NBS.

Graf 9 Faktory limitujúce produkciu v priemysle (%)


Zdroj: Európska komisia.

Z hľadiska vnímaných obmedzení pre produkciu v priemysle sa vo 4. štvrtroku opäť mierne znížilo vnímanie obmedzení zo strany dopytu. Súčasne však podniky hodnotili už druhý štvrtrok po sebe nárast obmedzení zo strany finančných faktorov. Môže to naznačovať, že výrazné uvoľnenie týchto obmedzení, ovplyvnené neštandardnými me-

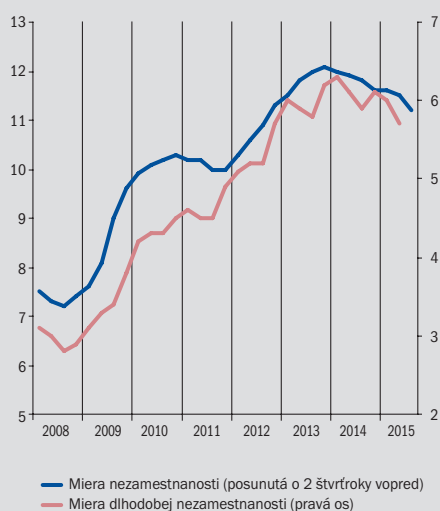
novými opatreniami, vrátane programu nákupu aktív, sa zastavilo. Po náraste v predchádzajúcom štvrtroku vnímanie obmedzení pre produkciu v priemysle zo strany vybavenia vo 4. štvrtroku opäť pokleslo, čo nenaznačuje výraznejšie oživenie utlmenej investičnej aktivity. Vnímanie obmedzení zo strany práce sa nezmenilo, ich

úroveň však naďalej odráža zlepšovanie situácie na trhu práce.

Aj v 3. štvrťroku pokračoval trend mierneho posilňovania situácie na trhu práce. Nezamestnanosť v priebehu štvrťroka poklesla o 0,1 percentuálneho bodu na 10,9 %. V ďalších dvoch mesiacoch do novembra sa znížila na 10,7 %. Klesajúci trend celkovej miery nezamestnanosti je sprevádzaný aj postupným znižovaním dlhodobej miery nezamestnanosti, ktorá je problémom najmä v niektorých periférnych ekonomikách.

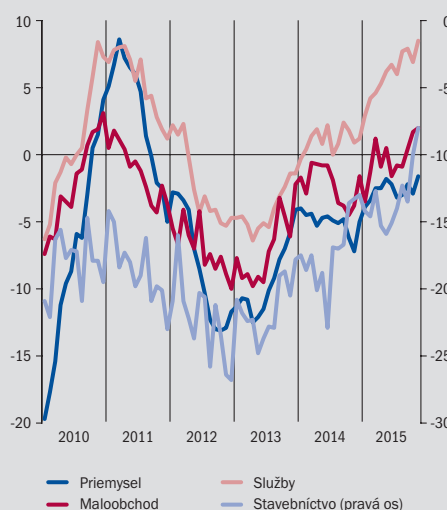
Pokračovanie pozitívnych tendencií vývoja nezamestnanosti, spolu s miernym posilňovaním dopytu, sa premietlo aj v zlepšení vyhliadok budúceho vývoja zamestnanosti vo väčšine odvetví, ktoré pretrvávalo viac-menej od augusta. Vyhliadky budúcej zamestnanosti sa zlepšili predovšetkým v stavebníctve a maloobchode. To na jednej strane signalizuje vyšší záujem o investície do budov a infraštruktúry podporený priaznivými podmienkami financovania, a tiež aj posilňovanie spotrebiteľského dopytu. Mierne sa zlepšili aj vyhliadky budúceho vývoja zamestnanosti v priemysle a službách. Aj keď signály z trhu práce naďalej potvrdzujú zlepšovanie podmienok, miera nezamestnanosti sa naďalej nachádza na veľmi vysokých úrovniach a situácia je naďalej krehká.

Graf 10 Miera nezamestnanosti a miera dlhodobej nezamestnanosti (%)



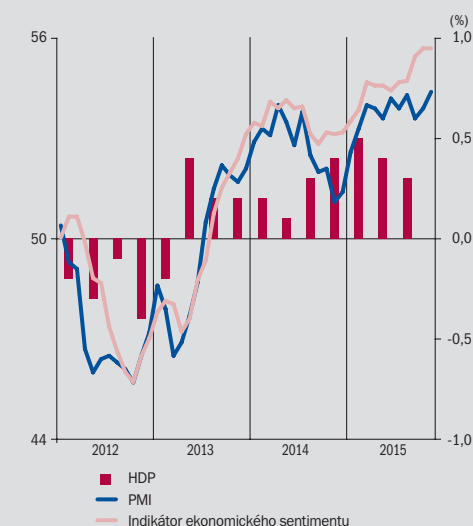
Zdroj: Eurostat.

Graf 11 Očakávaní vývoja zamestnanosti jednotlivými odvetviami (saldá odpovedí)

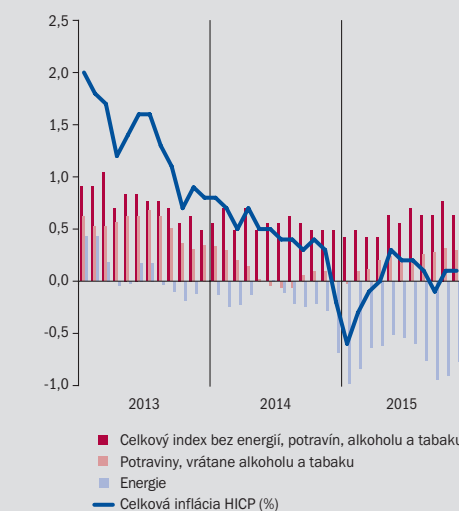


Zdroj: Európska komisia.

Viaceré predstihové indikátory pre eurozónu, ale aj Nemecko, sa v prvých dvoch mesiacoch 4. štvrťroka 2015 posilnili. Po tom, čo PMI v septembri výraznejšie poklesol, v októbri i novembri vzrástol (na 54,4) a naznačuje pokračovanie ekonomického rastu eurozóny. Mierne sa v novembri posilnil aj Eurocoin. Indikátor ekonomického sentimentu (ESI) sa od júla nepretržite zvyšoval, tento trend sa však v novembri zastavil, keď sa jeho úroveň nezmenila. ESI sa však naďalej nachádza na pomerne vysokých úrovniach presahujúcich historický priemer a jeho priemerná úroveň za október a november výraznejšie presiahla úroveň 3. štvrťroka. Podobne aj ESI pre Nemecko, napriek miernemu novembrovému poklesu, zotrúva na relatívne priaznivých úrovniach, ktoré podobne ako v prípade eurozóny, presahujú historický priemer, ako aj úroveň predchádzajúceho štvrťroka. Rastová tendencia IFO indexu pre Nemecko, ktorá pretrvávala od júla, sa po krátkom prerušení v októbri v novembri opäť obnovila. Jeho priemerná úroveň v prvých dvoch mesiacoch posledného štvrťroka prekročovala úroveň 3. štvrťroka a naznačovala pozitívne tendencie v hospodárstve. Po tom, čo PMI pre Nemecko v septembri zaznamenal väčší pokles, v novembri pomerne výrazne vzrástol (na 54,9) a jeho priemerná úroveň za október a november mierne prekročila úroveň tretieho štvrťroka. Najslabšie signály pre vývoj nemeckej ekonomiky dáva ZEW indikátor, ktorý

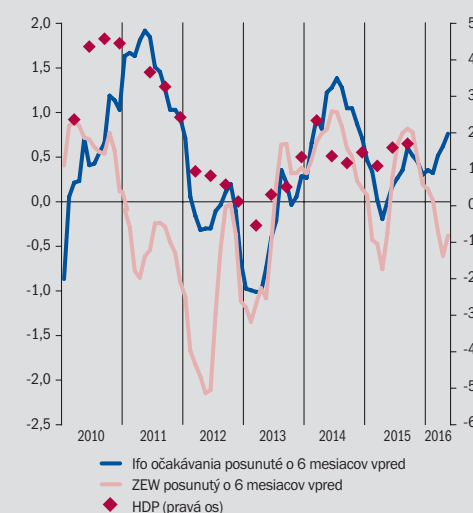
Graf 12 Predstihové indikátory a štvrtročný rast HDP eurozóny


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

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


Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

síce po 7 mesiacoch poklesu v novembri nepatrne vzrástol, nachádza sa však pod historickým priemerom, ako aj priemerom predchádzajúceho štvrťroka. Vo všeobecnosti však predstihové indikátory naznačujú pokračovanie ekonomického rastu tak v eurozóne, ako aj v Nemecku.

Graf 13 Predstihové indikátory a medziročný rast HDP Nemecka


Zdroj: Ifo Institute, ZEW Centre, Eurostat a výpočty NBS.
Poznámka: Ifo, ZEW – normované indexy, odchýlky od dlhodobého priemeru.

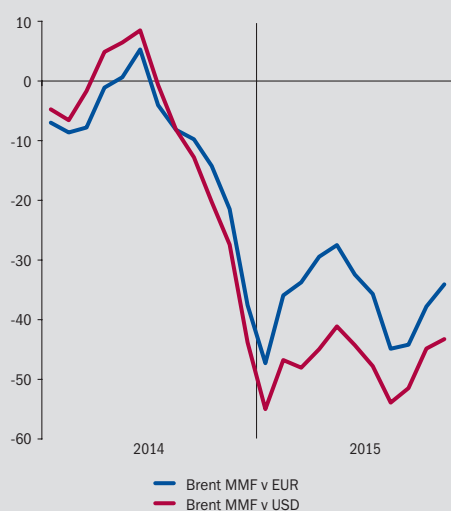
Inflácia sa v priebehu celého 3. štvrťroka postupne spomaľovala z 0,2 % v júni až na -0,1 % v septembri. Prepád inflácie do záporných hodnôt bol ovplyvnený výlučne prehlbujúcim sa poklesom cien energií. Rast cien potravín v priebehu štvrťroka stagnoval. Inflácia bez cien energií a potravín sa naopak mierne zrýchlila, predovšetkým v dôsledku vývoja cien služieb. V ďalších dvoch mesiacoch do novembra sa prepád cien energií zmiernil a pomohol k návratu celkovej inflácie mierne do kladných hodnôt (0,1 % v oboch mesiacoch). Súčasne sa mierne zrýchlil cenový rast potravín. Inflácia bez cien energií a potravín sa nezmenila, keď bola mierna akcelerácia priemyselných tovarov bez energií kompenzovaná spomalením rastu cien služieb.

Spotrebiteľské ceny energií naďalej kopírovali medziročný rast cien ropy na svetových trhoch. Ten sa v priebehu celého 3. štvrťroka spomaľoval, a tlmil tak aj celkovú infláciu. Napriek novembrovému výraznejšiemu zníženiu svetových cien ropy sa jej medziročný pokles zmiernil, čo sa prejavilo aj cenách energií. Vďaka relatívne výraznému novembrovému znehodnoteniu eura bolo toto spomalenie v eurovom vyjadrení silnejšie. Pretrvávajúce nízke ceny ropy budú pravdepodobne aj v najbližšom období tmiť cenový vývoj,

čo môže byť čiastočne kompenzované slabším eurom. Na druhej strane však pokles cien energií podporuje rast reálnych disponibilných príjmov a podporuje spotrebu.

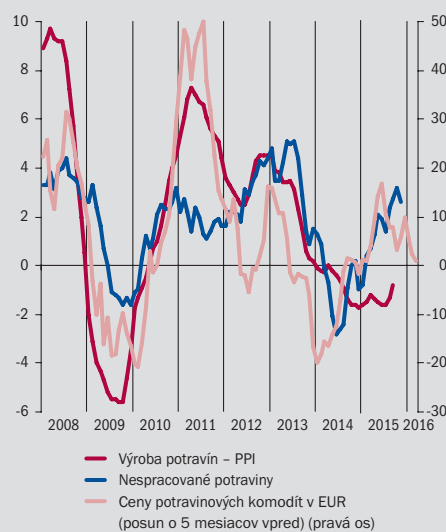
Ceny nespracovaných potravín s určitým oneskorením reflektovali zrýchľovanie rastu cien potravinových komodít (v EUR) na svetových trhoch, čo podporilo rast cien tohto segmentu

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



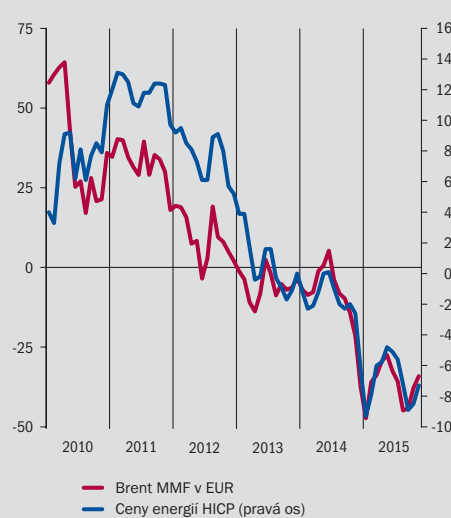
Zdroj: MMF, ECB a výpočty NBS.

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



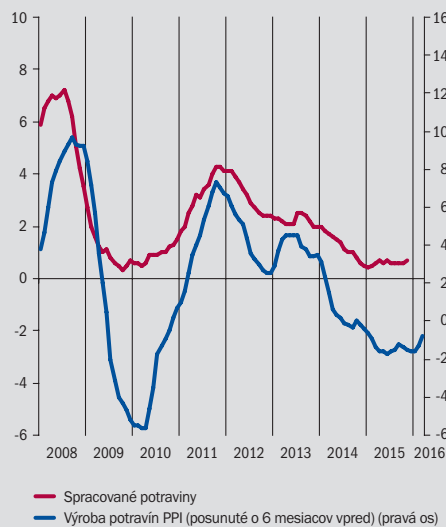
Zdroj: Eurostat a ECB.

Graf 16 Medziroční rast cien ropy a cien energií v HICP (%)



Zdroj: MMF, ECB a výpočty NBS.

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



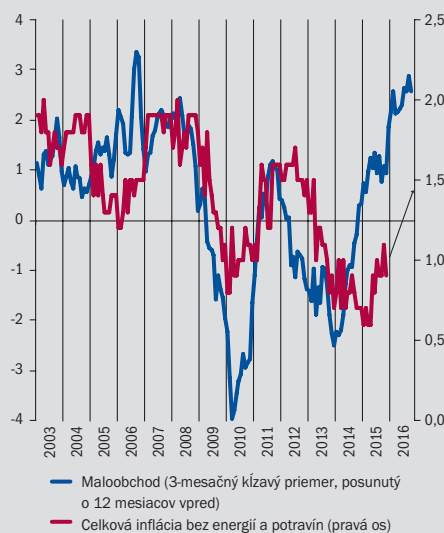
Zdroj: Eurostat a ECB.

spotrebiteľského koša v priebehu 3. štvrťroka a tiež aj v októbri. Zrýchlenie rastu cien komodít sa pravdepodobne premietlo aj do nepatrného oživenia cien výrobcov potravín, ktorých medziročný pokles sa od augusta zmiernoval. Ceny spracovaných potravín to však neovplyvnilo. Od augusta sa však dynamika potravinových komodít začala zmiernovať, čo sa pravdepodobne už v novembri premietlo do mierneho spomalenia rastu cien nespracovaných potravín. Klesajúci trend cien potravinových komodít tak bude pravdepodobne tlmieť ceny nespracovaných potravín i ceny výrobcov potravín aj v nasledujúcich mesiacoch.

Inflácia bez cien energií, potravín, alkoholu a tabaku, ktorá zahŕňa zložky najviac citlivé na vývoj dopytu, sa v priebehu 3. štvrťroka 2015 mierne zvýšila z 0,8 % v júni na 0,9 % v septembri. Po prechodnom zrýchlení v októbri na 1,1 % v novembri opäť poklesla na septembrovú úroveň.

Silné konkurenčné prostredie a pretrvávajúca nízka úroveň dopytu naďalej tlmili rast dopytovo senzitivných segmentov inflácie. Rast cien priemyselných tovarov bez energií sa v priebehu 3. štvrťroka viac-menej nezmenil, keď v septembri zotrval na júnovej úrovni 0,3 %. V októbri

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

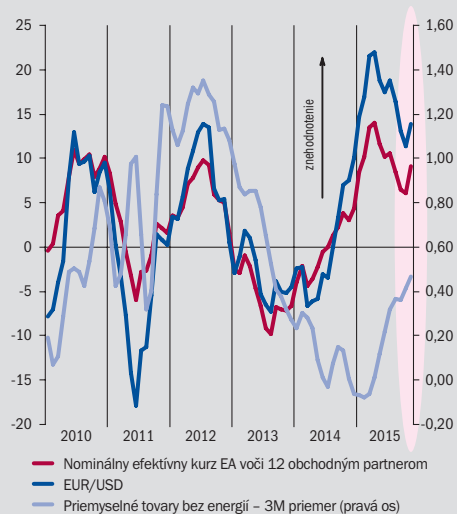


Zdroj: Eurostat a ECB.

a novembri sa však inflácia priemyselných tovarov bez energií mierne zrýchli na 0,5 %, čo pravdepodobne reflektovalo oneskorený dopad predchádzajúceho znehodnotenia eura. Rast cien služieb v celom doterajšom priebehu roka oscilloval rozmedzí 1,0 % – 1,3 % a nezaznamenával výraznejšiu tendenciu. Podobne tomu bolo aj v 3. štvrťroku, keď inflácia cien služieb nepatrne vzrástla z 1,1 % v júni na 1,2 % v septembri. V októbri sa následne rast cien služieb prechodne zrýchli, v novembri však opäť poklesol na 1,1 %. Pokračujúci rast spotreby a obratu v maloobchode by mohol v ďalšom období prispieť k oživeniu dynamiky cien dopytovo senzitivných zložiek inflácie.

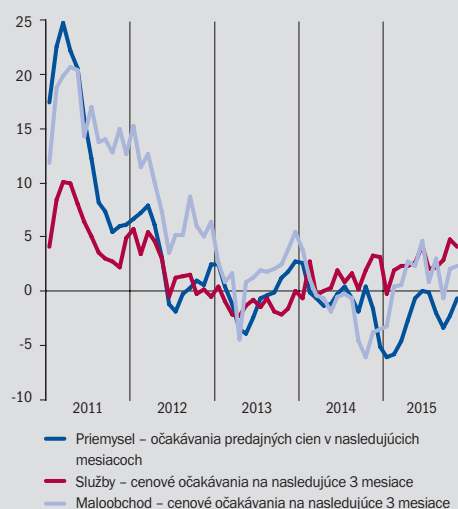
Cenové očakávania ekonomických subjektov sú naďalej utlmené a nachádzajú sa na historicky nízkych úrovniach. Po tom, čo v priebehu 3. štvrťroka očakávania predajných cien poklesli vo väčšine odvetví, došlo v októbri a čiastočne aj v novembri k ich miernemu oživeniu. Cenové očakávania sa v týchto mesiacoch posilnili najmä v priemysle a maloobchode. Nárast cenových očakávaní v priemysle by mohol signalizovať spomalenie poklesu cien výrobcov v tomto odvetví. Úroveň cenových očakávaní je však vo všetkých odvetviach aj naďalej nízka a aj napriek miernym náznakom oživenia cenového vývoja je tento proces veľmi krehký.

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

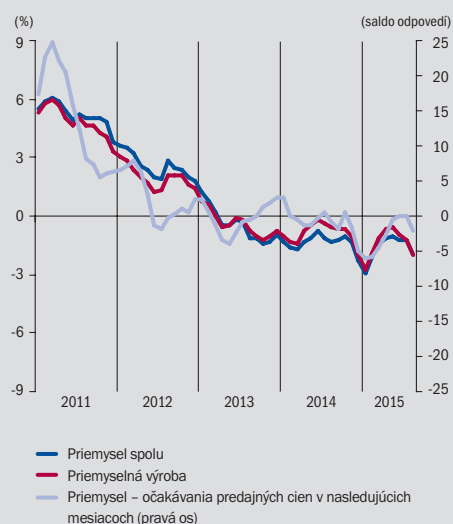


Zdroj: Eurostat a ECB.

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

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


Zdroj: Európska komisia a Eurostat.

Graf 22 Cenové očakávania v priemysle a ceny výrobcov


Zdroj: Európska komisia a Eurostat.

Na svojom decembrovom zasadnutí Rada guvernérov prehodnotila doterajšie menovopolitické nástroje. Toto rozhodnutie bralo do úvahy predovšetkým naďalej sa oslabujúci výhľad vývoja inflácie, ovplyvnený predovšetkým oslabením rastu rozvíjajúcich sa ekonomík, ako aj poklesom cien ropy a posilnením eura najmä v priebehu 3. štvrťroka.

Rada Guvernérov ECB rozhodla s účinnosťou od 9. 12. 2015 o znížení úrokovej sadzby na jednodňové sterilizačné operácie o 10 bazických bodov na -0,3 %. Úrokové sadzby pre hlavné refinančné operácie a jednodňové refinančné operácie zostali nezmenené na úrovni 0,05 % a 0,3 %.

Ďalej rozhodla o predĺžení programu nákupu aktív. Mesačné nákupy v objeme 60 mld. € tak budú pokračovať do konca marca 2017 (pôvodne september 2016) alebo, ak to bude potrebné, aj dlhšie. V každom prípade budú pokračovať až dovtedy, kým Rada guvernérov nebude pozorovať udržateľnú zmenu vývoja inflácie konzistentnú s dosiahnutím cieľa, teda inflácie pod, ale blízko 2 % v strednodobom horizonte.

Rada guvernérov tiež rozhodla, že bude reinvestovať splátky istín cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív tak, ako budú splatné, tak dlho, ako to bude potrebné.

Ďalším rozhodnutím bolo, v rámci programu nákupu aktív verejného sektora, rozšírenie zoznamu aktív, ktoré sú akceptovateľné pre tieto nákupy jednotlivými národnými centrálnymi bankami, o dlhové obchodovateľné nástroje denominované v eurách emitované regionálnymi a miestnymi vládami v eurozóne.

Rada guvernérov tiež rozhodla o pokračovaní realizácie hlavných refinančných operácií a trojmesačných dlhodobějších refinančných operácií formou tendra s pevnou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov najmenej do konca poslednej udržiavacej periódy povinných minimálnych rezerv v roku 2017.

Box 1

**NEŠTANDARDNÉ OPATRENIA ECB OD JÚNA 2014 Z POHĽADU OBJEMU
DODANEJ LIKVIDITY**

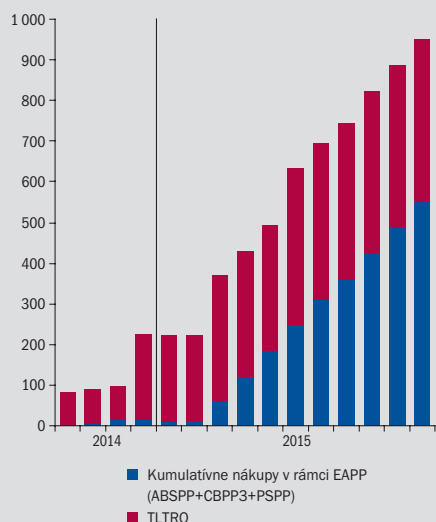
Od začiatku krízy v rokoch 2007 – 2008 centrálné banky začali využívať širokú paletu intervencií v rôznom objeme a štruktúre. Tieto intervencie zahŕňali: operácie, ktoré mali za cieľ zabezpečiť dostupnosť finančných zdrojov; uvoľnenie úverových podmienok, resp. zlepšenie transmisného mechanizmu menovej politiky, ktorý bol oslabený; veľkoobjemové nákupy cenných papierov, ktoré mali zabezpečiť dodatočnú akomodáciu menovej politiky v čase, keď sa krátkodobé sadzby nachádzali na úrovni technickej nuly.

ECB v rámci plnenia svojho mandátu taktiež pristúpila k využitiu širokého spektra nástrojov. Napriek zavedeniu viacerých opatrení, ktoré mali podporiť zjednodušenie prístupu k likvidite (tendre s pevnou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov, predĺženie maximálnej dĺžky splatnosti dlhodobějších refinančných operácií až na 36 mesiacov, rozšírenie zoznamu kolaterálov), bol transmisný mechanizmus narušený a uvoľnenie menových podmienok sa adekvátne nepremietalo do úročenia úverov a vkladov a reálnej ekonomiky. V prostredí nízkej inflácie, inflačných očakávaní, klesajúcich úverov a slabého rastu menových agregátov ECB od júna 2014 postupne prijímala opatrenia zamerané na ďalšie uvoľnenie úverových a menových podmienok.

V júni 2014 ECB oznámila opatrenia menovej politiky zamerané na podporu fungovania transmisného mechanizmu menovej politiky a podporu poskytovania úverov reálnej ekonomike v rámci plnenia svojho mandátu udržiavania cenovej stability. Rozhodla uskutočniť sériu cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO – targeted longer-term refinancing operations) zameraných na podporu poskytovania bankových úverov nefinančnému súkromnému sektoru eurozóny (okrem úverov na kúpu nehnuteľností na bývanie pre domácnosti) počas horizontu dvoch rokov. Zároveň rozhodla, že zintenzívni prípravné práce

súvisiace s priamymi nákupmi cenných papierov krytých aktívami. Pripravované programy nákupu aktív ECB mali znamenať aktívnejšie využitie bilancie Eurosystému v snahe zabezpečiť mandát ECB, tzn. cenovú stabilitu.

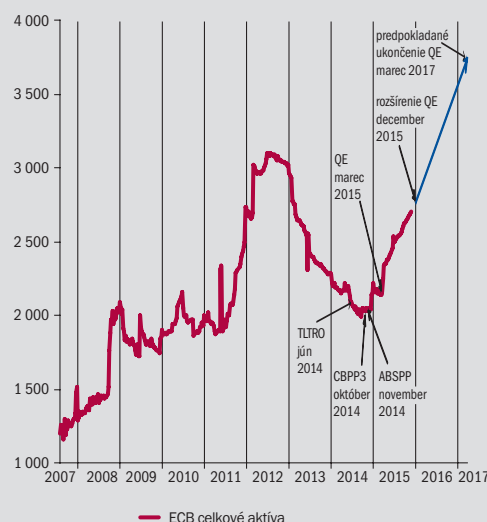
Na jeseň v roku 2014 ECB začala implementovať program nákupu širokého portfólia jednoduchých a transparentných papierov krytých aktívami (ABSPP – asset-backed securities purchase programme – začiatok intervencií v novembri 2014) s podkladovými aktívami, ktoré sa skladajú z pohľadávok voči nefinančnému súkromnému sektoru eurozóny a v rámci nového programu nákupu krytých dlhopisov (CBPP3 – Covered Bond Purchase Programme – začiatok intervencií v októbri 2014) začala s nákupom širokého portfólia krytých dlhopisov v eurách vydaných peňažnými finančnými inštitúciami so sídlom v eurozóne. V januári 2015 sa ECB rozhodla rozšíriť program nákupu aktív (EAPP – Extended Asset Purchase Programme) o dlhopisy vydané ústrednou štátnou správou krajín eurozóny, agentúrami a európskymi inštitúciami (PSPP – secondary markets public sector asset purchase programme). Následne sa nákupy dlhopisov vydaných ústrednou štátnou správou krajín eurozóny, agentúrami a európskymi inštitúciami zahájili v marci 2015. Tieto nákupy boli ďalším nástrojom na dosiahnutie mandátu ECB – zabezpečenie cenovej stability. V decembri 2015 ECB predĺžila využitie programu nákupu aktív zo septembra 2016 minimálne do marca 2017, v prípade potreby s možnosťou jeho predĺženia, pokiaľ nebude zabezpečená trvalá úprava v smerovaní inflácie, konzistentnej s cieľom inflácie pod, avšak blízko úrovni 2 % v strednodobom horizonte. Zároveň sa ECB rozhodla reinvestovať istinu splatných cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív v časovom horizonte, ktorý bude považovať za nevyhnutný. Taktiež rozšírila zoznam aktív, ktoré budú akceptované v rámci PSPP o dlhové obchodovateľné nástroje denominované v eurách, emitované regionálnymi a miestnymi vládami eurozóny.

Graf A Kumulatívne nákupy v rámci EAPP a TLTROs (mld. EUR)


Zdroj: ECB.

Od začiatku trvania TLTRO, tzn. od júna 2014 do novembra 2015, sa vďaka tomuto programu navýšila bilancia Eurosystému takmer o 400 mld. €. Súčasne sa bilancia Eurosystému v rámci programu nákupu aktív navýšila o ďalších približne 600 mld. €, z toho 550 mld. € bolo realizovaných v rámci EAPP od marca 2015. Spolu v rámci rozšíreného programu nákupu aktív a dlhodobějších cieľených refinančných operácií sa od júna 2014 do novembra 2015 navýšili aktíva bilancie Eurosystému kumulovane o 1 000 mld. €, čo je takmer 10 % HDP. Súčasne po decembrovom predĺžení programu nákupu aktív až do marca 2017, pri deklarovanom objeme nákupu v rámci EAPP v mesačnom objeme 60 mld. €, by mal tento prispieť od decembra 2015 do marca 2017 k ďalšiemu nárastu aktív Eurosystému o 960 mld. €, tzn. ďalších cca 9 % HDP. Objem bilancie Eurosystému by sa tak mal zvýšiť zo súčasných cca 2 700 mld. € na takmer 3 700 mld. €.

Nielen predĺženie programu nákupu aktív, ale tiež rozhodnutie reinvestovať istinu splatných cenných papierov budú ovplyvňovať objem dodanej likvidity. Ako uviedol prezident ECB Mario Draghi vo svojom prejave v New Yorku dňa 4. 12. 2015, v dôsledku týchto zmien v na-

Graf B Aktíva Eurosystému (mld. EUR)


Zdroj: ECB.

stavení programu nákupu aktív bude do roku 2019 do systému dodaných navyše 680 mld. € likvidity (cca 6,5 % HDP) v porovnaní so situáciou, ktorá by nastala bez zavedenia týchto dodatočných opatrení.

Nekonvenčné opatrenia prijaté od júna 2014 zahŕňajúce uvoľnenie úverových podmienok, ako aj veľkoobjemové nákupy aktív, majú za cieľ prehĺbiť uvoľnenie nastavenia menovej politiky v prostredí úrokových sadzieb na úrovni technickej nuly. Značná veľkosť mesačných nákupov v kombinácii so špecifikovaným časovým horizontom programu a flexibilitou programu by mali zabezpečiť výrazný menový impulz.

Rozhodujúcim indikátorom úspechu zavedeného komplexného balíku programov a operácií je, či inflácia v strednodobom horizonte dosiahne svoj cieľ na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %. S ohľadom na časový posun v účinnosti prijatých opatrení v rámci transmisného mechanizmu je možné už teraz konštatovať, že okrem iných, indikátory podmienok financovania, ako aj dôvera, zaznamenali pozitívne signály. Prijaté opatrenia sa začali prenášať do nižších nákladov na financovanie pre banky. Tie následne banky ďalej



prenášali na nefinančný súkromný sektor vo forme znižovania nákladov na ich externé financovanie. Postupné obnovovanie fungovania transmisného mechanizmu naznačuje aj oživenie úverových aktivít². V prípade, ak

nenastanú iné nepriaznivé okolnosti, by sa v strednodobom horizonte mal tento vývoj v konečnom dôsledku prejavíť aj v postupnej úprave vývoja inflácie, ktorá bude konzistentná s primárnym cieľom ECB.

² Správa o medzinárodnej ekonomike, september 2015, BOX 1: Neštandardné menovopolitické opatrenia prispeli k poklesu nákladov úverového financovania a pomohli naštartovať úverové aktivity.

5 VÝVOJ V ČESKEJ REPUBLIKE, MAĎARSKU A POĽSKU

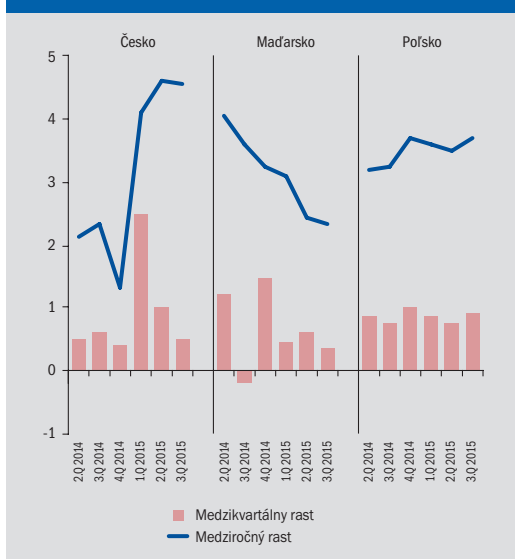
V 3. štvrtroku 2015 na medzioroční báze zaznamenala mierne zrýchlenie svojej výkonnosti iba poľská ekonomika (zrýchlenie o 0,2 percentuálneho bodu na 3,7 %). Česká i maďarská ekono-

mika v medzioroční porovnaní naopak mierne spomalili (zhodne o 0,1 percentuálneho bodu na 4,5 %, resp. 2,3 %).

V medzikvartálnom vyjadrení sa v 3. štvrtroku 2015 ekonomický rast spomalil v Českej republike (o 0,5 percentuálneho bodu na 0,5 %) a mierne zrýchľil v Maďarsku (0,1 percentuálneho bodu na 0,6 %) a v Poľsku (o 0,1 percentuálneho bodu na 0,9 %). Hlavným dôvodom spomalenia **českej ekonomiky** v 3. štvrtroku 2015 bola najmä zmena stavu zásob, ktorej príspevok sa oproti minulému štvrtroku zmenil z pozitívneho na výrazne negatívny. Oproti predchádzajúcemu štvrtroku sa spomalilo tempo rastu investícií ale aj spotreba domácností. Naopak, prorastovo pôsobila konečná spotreba verejnej správy aj čistý export. V **Maďarsku** prispel k miernemu zrýchleniu ekonomického rastu oproti predchádzajúcemu štvrtroku predovšetkým čistý export, keď vývoz síce zaznamenal spomalenie tempa rastu, avšak import dokonca poklesol. Prorastovo pôsobila tiež zmena stavu zásob. Naproti tomu mierne spomalili súkromná i verejná spotreba. Investície po raste v predchádzajúcom štvrtroku zaznamenali dokonca pokles. Za miernym zrýchlením ekonomického rastu v 3. štvrtroku 2015 v **Poľsku** je možné vidieť najmä zrýchlenie tempa rastu investícií. Prorastovo pôsobil aj čistý export, keď vývoz po poklese z minulého štvrtroku zaznamenal výraznejší rast v porovnaní s importom. Súkromná aj verejná spotreba si zachovali podobné tempo rastu ako v minulom štvrtroku a zásoby sa mierne spomalili.

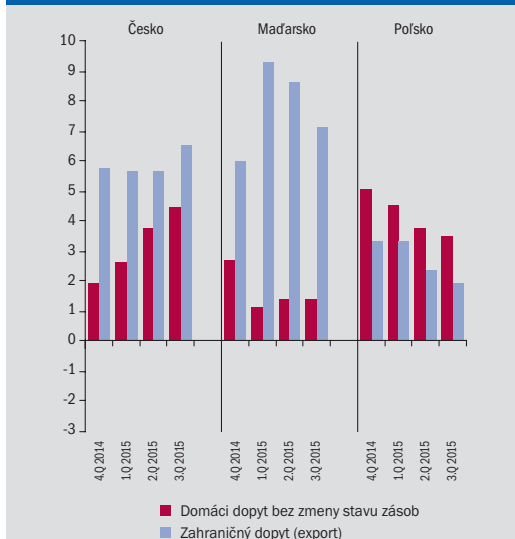
Koncom 3. štvrtroka 2015 sa medzioroční rast spotrebiteľských cien v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom v Českej republike spomalil, v Maďarsku ceny po raste z konca minulého štvrtroka opäť poklesli a v Poľsku sa dynamika poklesu cien nezmenila. K spomaleniu tempa rastu spotrebiteľských cien v **Českej republike** (na 0,2 % oproti 0,9 % z konca predchádzajúceho štvrtroka) prispeli s výnimkou cien priemyselných tovarov bez energií (ktoré zrýchľili dynamiku rastu) a nespracovaných po-

Graf 23 Rast HDP (%)



Zdroj: Eurostat.

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



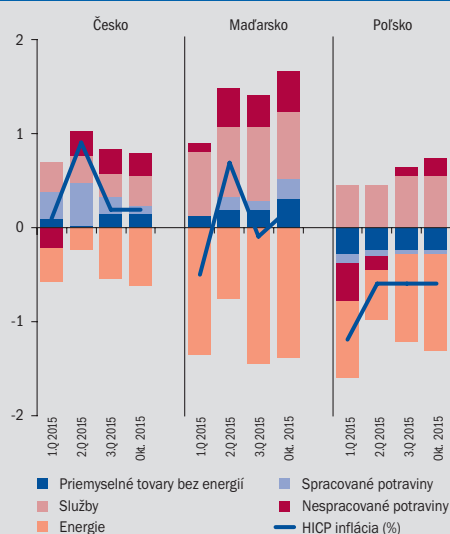
Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

travín (ktoré si zachovali viac-menej rovnaké tempo rastu) všetky ostatné zložky cenového vývoja. Ceny energií prehĺbili svoj pokles a rast cien spracovaných potravín a služieb sa spomalil. V októbri sa celková inflácia v Českej republike nezmenila, keď ďalší prepád cien energií a spomalenie rastu cien potravín kompenzovalo zrýchlenie rastu cien služieb. V **Maďarsku** po raste spotrebiteľských cien z konca minulého štvrťroka (0,7 %) tieto zaznamenali opäť zápornú dynamiku (-0,1 %). Najvýraznejšie k tomuto vývoju prispeli ceny energií, ktorých pokles sa ešte výraznejšie prehĺbil a v menšej miere aj ceny spracovaných potravín, ktoré spomalili dynamiku svojho rastu. Ostatné zložky pôsobili na cenový rast viac-menej podobne ako v predchádzajúcom štvrťroku, keď sa rast cien spracovaných potravín iba mierne spomalil a rast cien služieb sa iba mierne zrýchlil. V októbri spotrebiteľské ceny v Maďarsku opäť zaznamenali mierne rast, k čomu prispelo najmä zrýchlenie tempa rastu cien priemyselných tovarov bez energií aj cien potravín. V **Poľsku** si v 3. štvrťroku 2015 celkové spotrebiteľské ceny zachovali v porovnaní s koncom predchádzajúceho štvrťroka rovnakú dynamiku poklesu (-0,6 %). Prehĺbenie poklesu cien energií bolo kompenzované zrýchlením rastu cien nespracovaných potravín a služieb a taktiež spomalením poklesu cien spracova-

ných potravín. Ceny priemyselných tovarov bez energií si zachovali rovnaké tempo poklesu ako na konci minulého štvrťroka. V októbri v Poľsku celkové spotrebiteľské ceny zaznamenali pokles rovnakým tempom ako na konci 3. štvrťroka 2015, keď ešte výraznejší prepád cien energií kompenzovali rýchlejšie rastúce ceny nespracovaných potravín.

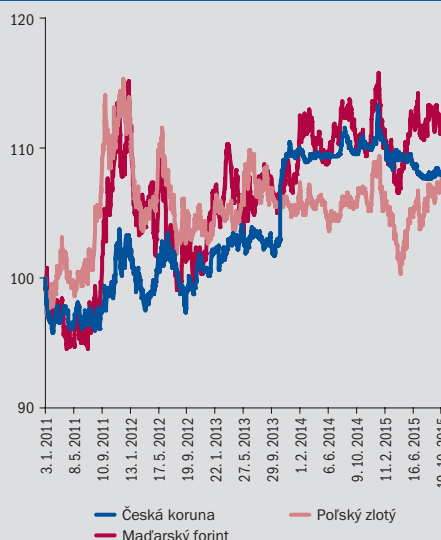
Na konci 3. štvrťroka 2015 v porovnaní s koncom predchádzajúceho štvrťroka zaznamenali mierne zhodnotenie voči euru česká koruna (o 0,24 %) a maďarský forint (o 0,47 %), zatiaľ čo poľský zlotý sa znehodnotil (o 1,28 %). Stále platí, že kurz českej koruny je aj naďalej obmedzený predovšetkým smerom k posilňovaniu vďaka rozhodnutiu centrálnej banky používať devízové intervencie na udržanie uvoľnených menovopolitických podmienok. Vývoj sledovaných kurzov, najmä maďarského forintu a poľského zlotého, v tomto období bol ovplyvnený negatívnym sentimentom na finančných trhoch v dôsledku turbulencií na čínskych akciových trhoch a ich dopadov na svetové finančné trhy, ako aj obáv o predikcie hospodárskeho rastu rozvíjajúcich sa ekonomík (predovšetkým Číny). Neskôr k volatilitě kurzov prispela aj možnosť posunutia rastu úrokových sadzieb v USA na neskoršie obdobie.

Graf 25 Príspevky k medziročnej zmene HICP inflácie (p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

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



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

Poznámka: Pokles hodnoty predstavuje apreciáciu.

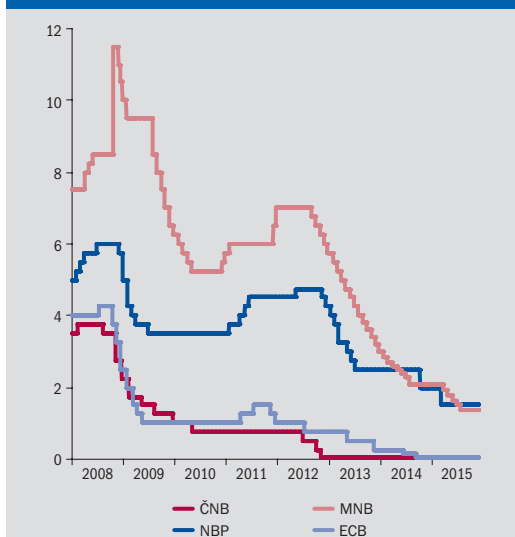
Apresiačný trend českej koruny z konca 2. štvrtroka 2015 (najmä z dôvodu pozitívnych ekonomických dát českej ekonomiky) musela zastaviť až ČNB v druhej polovici júla realizáciou svojho kurzového záväzku (intervenciou). Po intervencii sa kurz českej koruny voči euru koncom júla stabilizoval mierne nad úrovňou 27,0 CZK/EUR, kde zotrval až do septembra 2015. Koncom septembra sa kurz českej koruny mierne oslabil pod vplyvom prepuknutého škandálu okolo automobilky Volkswagen. Po vyprchaní prvotného šoku sa však kurz opäť posilnil k úrovni 27,0 CZK/EUR. V júli sa na vývoji výmenného kurzu maďarského forintu a poľského zlotého voči euru prejavil apresiačný vplyv dosiahnutej dohody Grécka s veriteľmi o treťom balíčku finančnej pomoci pre Grécko vo výške 86 mld. €. Vzápätí v auguste kurzy stredoeurópskych mien začali postupne depreciovat' pod vplyvom turbulencií na čínskych finančných trhoch (zmena kurzového režimu čínskou centrálnou bankou) s potenciálnym dopadom do vývoja globálnej ekonomiky. Negatívne na kurzy stredoeurópskych mien pôsobili najmä správy o potenciálne nižšom ako očakávanom hospodárskom raste rozvíjajúcich sa ekonomík (Čína, Rusko, Brazília). Neskôr koncom októbra sa tiež na pohybe kurzov sledovaných mien (najmä maďarského forintu) voči euru prejavilo prepuknutie škandálu automobilky Volkswagen (významný podiel automobilového priemyslu na tvorbe HDP v Českej republike i Maďarsku).

V 3. štvrtroku 2015 spomedzi sledovaných krajín pristúpila k zmene menovopolitických podmienok prostredníctvom úrokových sadzieb iba centrálna banka v Maďarsku. V Českej republike zostali sadzby na nezmenenej úrovni (0,05 %, tzv. technická nula). **Česká národní banka** na svojich zasadnutiach aj v 3. štvrtroku 2015 potvrdila svoj záväzok používať výmenný kurz ako ďalší nástroj uvoľňovania menovopolitických podmienok a opustiť ho nie skôr ako v druhej polovici roku 2016 (pravdepodobne až ku koncu roku), teda v celom horizonte prognózy. (K realizácii záväzku ČNB pristúpila v druhej polovici júla, keď zasiahla intervenciami proti zhodnocovaniu koruny.) K udržateľnému plneniu inflačného cieľa, ktoré je podmienkou

pre návrat do štandardného režimu menovej politiky, by podľa bankovej rady malo dôjsť až začiatkom roku 2017. **Magyar Nemzeti Bank** znížila svoje úrokové sadzby v 3. štvrtroku 2015 iba jedenkrát o 0,15 percentuálneho bodu na 1,35 % s účinnosťou od 22. 7. 2015, keď konštatovala, že táto úroveň úrokových sadzieb je v súlade s dosiahnutím inflačného cieľa v strednodobom horizonte a zodpovedá vhodnému/adekvátnemu stupňu podpory ekonomiky. S cieľom refinancovať vládny dlh z domácich zdrojov za účelom zníženia externej zraniteľnosti maďarskej ekonomiky a zlepšenie menovej štruktúry vládneho dlhu pokračovala MNB v reštrukturalizácii svojich menovopolitických nástrojov. S účinnosťou od 23. 9. 2015 zaviedla 3-mesačnú fixnú depozitnú sadzbu ako hlavný menovopolitický nástroj (2-týždňová depozitná sadzba zostáva ako súčasť menovopolitického inštrumentária, avšak 2-týždňové vklady budú kvantitatívne obmedzené). V júli MNB zaviedla taktiež úrokový swap (IRS) s 10-ročnou splatnosťou ako doplnok k už zavedeným swapom s 3- a 5-ročnou splatnosťou. V auguste MNB podpísala s maďarskou bankovou asociáciou dohodu o poskytnutí finančných zdrojov potrebných na konverziu zostávajúcich úverov domácnostiam, poskytnutých v cudzej mene do forintov. **Narodowy Bank Polski** v 3. štvrtroku 2015 ponechal svoje menovopolitické podmienky nezmenené (referenčná úroková sadzba na úrovni 1,5 %). Svoje rozhodnutie zdôvodnil očakávaním postupného rastu inflácie v najbližších štvrtrokoch, čo bude podporené postupným uzatváraním produkčnej medzery v dôsledku očakávaného stabilného hospodárskeho rastu poľskej ekonomiky, zlepšujúcich sa ekonomických podmienok eurozóny, ale aj priaznivej situácie na trhu práce. V septembri NBP konštatoval, že rastúce riziko silnejšieho ekonomického spomalenia rozvíjajúcich sa ekonomík a klesajúce ceny komodít zvyšujú neistotu ohľadom tempa návratu inflácie k inflačnému cieľu. Súčasnú úroveň úrokových sadzieb považuje NBP za podporujúcu pre udržateľný hospodársky rast a makroekonomickú rovnováhu. Návrh zákona o konverzii úverov v cudzej mene (najmä v švajčiarskych frankoch) do domácej meny zatiaľ nebol schválený.



Graf 27 Kľúčové sadzby NCB krajín V4 (%)



Zdroj: Národné centrálné banky a ECB.



PREHĽAD PREDIKCIÍ RASTU HDP VYBRANÝCH INŠTITÚCIÍ

Tab. 1 Globálna ekonomika

	Zverejnenie	2015		2016		2017	
MMF	október 2015	3,1	(-0,2)	3,6	(-0,2)	3,8	-
OECD	november 2015	2,9	(-0,1)	3,3	(-0,3)	3,6	-
EK	november 2015	3,1	(-0,4)	3,5	(-0,4)	3,7	-
ECB ¹⁾	december 2015	3,1	(-0,1)	3,6	(-0,2)	3,9	(=)

Tab. 2 USA

	Zverejnenie	2015		2016		2017	
MMF	október 2015	2,6	(0,1)	2,8	(-0,2)	2,8	-
OECD	november 2015	2,4	(=)	2,5	(-0,1)	2,4	-
EK	november 2015	2,6	(-0,5)	2,8	(-0,2)	2,7	-
Fed	september 2015	2,15	(0,25)	2,4	(-0,15)	2,2	(-0,10)

Tab. 3 Eurozóna

	Zverejnenie	2015		2016		2017	
MMF	október 2015	1,5	(=)	1,6	(-0,1)	1,7	-
OECD	november 2015	1,5	(-0,1)	1,8	(-0,1)	1,9	-
EK	november 2015	1,6	(0,1)	1,8	(-0,1)	1,9	-
ECB	december 2015	1,5	(0,1)	1,7	(=)	1,9	(=)

Tab. 4 Česká republika

	Zverejnenie	2015		2016		2017	
MMF	október 2015	3,9	(1,4)	2,6	(-0,1)	2,6	-
OECD	november 2015	4,3	(1,2)	2,3	(-0,2)	2,4	-
EK	november 2015	4,3	(1,8)	2,2	(-0,4)	2,7	-
ČNB	november 2015	4,7	(0,9)	2,8	(=)	2,9	-

Tab. 5 Maďarsko

	Zverejnenie	2015		2016		2017	
MMF	október 2015	3,0	(0,3)	2,5	(0,2)	2,3	-
OECD	november 2015	3,0	(=)	2,4	(0,2)	3,1	-
EK	november 2015	2,9	(0,1)	2,2	(=)	2,5	-
MNB	september 2015	3,2	(-0,1)	2,5	(=)	-	-

Tab. 6 Poľsko

	Zverejnenie	2015		2016		2017	
MMF	október 2015	3,5	(=)	3,5	(=)	3,6	-
OECD	november 2015	3,5	(=)	3,4	(-0,3)	3,5	-
EK	november 2015	3,5	(0,2)	3,5	(0,1)	3,5	-
NBP	november 2015	3,4	(-0,2)	3,3	(-0,1)	3,5	-

1) Rast globálnej ekonomiky bez eurozóny.

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