



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



SPRÁVA O MEDZINÁRODNEJ EKONOMIKE

JÚN 2017

Vydavateľ:
© Národná banka Slovenska

Adresa:
Národná banka Slovenska
Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava

Kontakt:
02/5787 2146

<http://www.nbs.sk>

Prerokované Bankovou radou NBS
20. júna 2017.

Dátum uzávierky pre spracovanie štvrťročnej správy
bol 9. júna 2017.

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

ISSN 1339-9624 (elektronická verzia)



OBSAH

1	GLOBÁLNA EKONOMIKA	5	Graf 12 Miera nezamestnanosti a miera dlhodobej nezamestnanosti	13
2	KOMODITY	8	Graf 13 Očakávaní vývoja zamestnanosti jednotlivými odvetvami	14
3	SPOJENÉ ŠTÁTY AMERICKÉ	9	Graf 14 Predstihové indikátory a štvrtročný rast HDP eurozóny	14
4	EUROZÓNA	11	Graf 15 Eurocoin a štvrtročný rast HDP eurozóny	14
5	VÝVOJ V ČESKEJ REPUBLIKE, MAĎARSKU A POĽSKU	19	Graf 16 Medziročná miera HICP inflácie a príspevky vybraných komponentov	15
	ZOZNAM BOXOV		Graf 17 Ceny ropy v EUR a USD	15
	Box 1 Ukončenie kurzového záväzku ČNB	21	Graf 18 Medziročný rast cien ropy a cien energií v HICP	15
	ZOZNAM TABULIEK		Graf 19 Ceny potravín: Komodity, výroba, spotrebiteľské ceny	16
	Tab. 1 Globálna ekonomika	25	Graf 20 Ceny potravinových komodít a spracovaných potravín	16
	Tab. 2 USA	25	Graf 21 Spotrebiteľský dopyt a inflácia cien služieb	16
	Tab. 3 Eurozóna	25	Graf 22 Ceny priemyselných tovarov bez energií a vývoj nominálneho výmenného kurzu	17
	Tab. 4 Česká republika	25	Graf 23 Cenové očakávania v priemysle, službách a maloobchode	17
	Tab. 5 Maďarsko	25	Graf 24 Cenové očakávania – ECB Survey of Professional Forecasters – HICP inflácia	17
	Tab. 6 Poľsko	25	Graf 25 Rast HDP	19
	ZOZNAM GRAFOV		Graf 26 Príspevky k medzištvrtročnému rastu HDP	19
	Graf 1 Vývoj HDP a CLI v OECD	6	Graf 27 Príspevky k medziročnému rastu HICP inflácie	20
	Graf 2 Príspevky jednotlivých komponentov k analizovanému rastu HDP	9	Graf 28 Indexy kurzov mien V4 voči euru	20
	Graf 3 Medziročná miera inflácie CPI a príspevky vybraných komponentov	9	Graf 29 Kľúčové sadzby NCB krajín V4	21
	Graf 4 Ekonomický rast	11		
	Graf 5 Príspevky jednotlivých komponentov k štvrtročnému rastu HDP	11		
	Graf 6 Menovopolitické sadzby a miera úspor domácností	12		
	Graf 7 Medziročný rast súkromnej spotreby a hodnotenie správneho času na veľké nákupy	12		
	Graf 8 Hodnotenie konkurencieschopnosti v priemysle a priemyselná výroba	12		
	Graf 9 Exportné očakávania v priemysle a priemyselná výroba	12		
	Graf 10 Faktory limitujúce produkciu v priemysle	13		
	Graf 11 Faktory limitujúce produkciu v priemysle	13		
			ZOZNAM GRAFOV V BOXOCH	
			Box 1	
			Graf A Intervencie ČNB	22
			Graf B Vývoj inflácie v ČR	22
			Graf C Prognóza inflácie ČNB z 9.2.2017	22
			Graf D Kurzový záväzok ČNB a vývoj kurzu CZK/EUR	23
			Graf E Porovnanie kurzových záväzkov ČNB a SNB	23



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	začiatková fixácia sadzby

Použité symboly v tabuľkách:

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

1 GLOBÁLNA EKONOMIKA

Perspektíva zlepšovania dynamiky globálnej ekonomiky sa preniesla do roku 2017. Na jeho začiatku sa však oživovanie svetového hospodárstva mierne znížilo. Podľa dostupných informácií sa spomalil ekonomický rast vo vyspelých aj v rozvíjajúcich sa ekonomikách. Indikátory dôvery a prieskumy signalizujú v nasledujúcom období jeho zrýchlenie, ktoré by malo byť podporené akomodačnými menovými politikami vo vyspelých ekonomikách, ako aj fiškálnymi stimulmi v USA. Rozvíjajúce sa ekonomiky, hlavne komoditní exportéri, sa odrazili od dna. Ich oživovanie by však malo byť pozvoľné, nakoľko sa naďalej musia prispôbovať minulým obchodným podmienkam. Navyše v niektorých prípadoch môže ich rast tlmiť fiškálna konsolidácia. Ázijské rozvíjajúce sa ekonomiky by si mali zachovať relatívne robustný rast.

V 1. štvrtroku 2017 v rámci vyspelých ekonomík svetové hospodárstvo utlmilo Spojené kráľovstvo, v ktorom oslabenie reálnych disponibilných príjmov v dôsledku rýchlejšieho rastu cien ako nominálnych miezd viedlo k utlmeniu súkromnej spotreby. Navyše minulé deprecia líbry, ktorá výrazne napomohla exportnej výkonnosti v závere minulého roku, sa nepreniesla aj do ďalšieho obdobia. Export dokonca poklesol a vzhľadom na dovoznú náročnosť čistý vývoz silnou mierou prispel k slabšiemu hospodárskemu rastu. Prorastovo na ekonomiku pôsobil vládny sektor. Prekvapujúco ju však podržal investičný dopyt, pri vývoji ktorého v ďalšom období pretrvávajú vysoká miera neistoty vyplývajúca z negociácií Spojeného kráľovstva s EÚ. Spomalilo sa aj tempo rastu americkej ekonomiky, keď domácnosti znížili svoje výdavky a utlmili tak súkromnú spotrebu. Relatívne silným tempom rástol investičný dopyt, tento však nestačil kompenzovať slabý maloobchodný predaj a pokles zásob. Situácia na trhu práce zostáva naďalej priaznivá, keď ekonomika funguje blízko hranice plnej zamestnanosti. Napriek rastu inflácie by solídny rast reálnych príjmov mal v ďalšom období podporiť konečnú spotrebu domácností. Nová administratíva síce zvýšila indikátory dôvery, tieto sa však zatiaľ výraznejšie neprejavili v tvrdých dátach. Vo všeobecnosti

plánované reformy zvyšujú neistotu ohľadom budúceho ekonomického vývoja USA. Prorastovo na globálne hospodárstvo pôsobilo Japonsko. Oživenie medzinárodného obchodu s Áziou podporilo exporty aj začiatkom roka, ktoré by spolu s prijatím podporných programov v roku 2016 mali stimulovať hospodársky rast aj v ďalšom období. Spolu s vývozmi sa posilnila aj súkromná spotreba a mierne sa zvýšili aj investície. V strednodobom horizonte môžu nedostatočné štrukturálne reformy na ponukovej strane, hlavne v oblasti trhu práce a demografie, tlmiť rast potenciálneho produktu japonskej ekonomiky. Posilnila sa aj aktivita eurozóny, keď ekonomiku ťahal domáci dopyt. Vďaka silnejúcemu globálnemu obchodu a minulej deprecii eura pretrvával dynamický rast vývozu, tento bol však plne vykompenzovaný dovozmi. Domáci dopyt by mal vďaka akomodačnej menovej politike naďalej stimulovať ekonomiku. Okrem menovej politiky by mala aktivitu podporiť aj fiškálna politika v niektorých krajinách zameraná na opatrenia podporujúce dlhodobý rast.

V rámci rozvíjajúcich sa krajín sa začiatkom roku spomalila ekonomika Číny, na medziročnej báze však rástla rýchlejšie ako v roku 2016. Štruktúra rastu potvrdila na dopytovej strane postupný prechod z investične orientovanej ku spotrebe ťahanej ekonomike. Aj samotné investície preukázali vyváženejšiu kompozíciu. Rast vládnych investícií naďalej prevyšoval súkromný sektor, ale v oveľa menšej miere ako v minulosti. Napriek reštrikciám, ako aj prísnejším podmienkam na hypotekárne úvery, sa výraznejšie zvýšili investície do nehnuteľností. Čína by si mala v najbližších rokoch vďaka fiškálnym a menovým stimulom udržať silný hospodársky rast, aj keď pod úrovňou roku 2016. Ekonomika Indie vzrástla oproti poslednému štvrtroku 2016 dynamickým tempom, v medziročnom porovnaní sa však výraznejšie spomalila. V jej vývoji sa prejavili dopady demonetizácie (stiahnutie bankoviek najvyššej hodnoty) z novembra 2016, ktoré však postupne odznievajú, keď sa opäťovne naštartoval predaj motorových vozidiel. V prípade investícií však napriek realizácii vládnych opatrení na infraštruktúrne projekty a uľahčenie

podnikania nedošlo k výraznejšiemu oživeniu. Rovnako voľné kapacity, slabá finančná pozícia, ako aj zlyhané úvery obmedzovali investície. India by však mala v ďalšom období profitovať z rastu spotreby v dôsledku zvýšenia miezd vo verejnom sektore, ako aj z posilnenia investícií vyplývajúcich zo štrukturálnych reforiem v oblasti daní z tovarov a služieb. Ekonomická situácia sa postupne zlepšuje v ruskej ekonomike, ktorá sa zotavuje z útlmu spôsobeného prepadom cien ropy, ako aj sankciami uvalenými západnými krajinami. Domáci dopyt sa v prostredí silnejúcej meny a klesajúcej inflácie odrazil od dna. Súčasne došlo aj k posilneniu exportov predovšetkým vďaka oživeniu cien ropy. Stabilizovaním cien ropy by sa oživenie hospodárstva malo upevňovať, fiškálna konsolidácia a štrukturálne prekážky však môžu pribrzdiť rýchlejší rast. Pozitívnejšie sa začiatkom roku vyvíjala aj situácia v Brazílii, keď sa jej hospodárstvo po dvoch rokoch vymanilo spod recesie. Pozitívne ju ovplyvnila exportná výkonnosť a menší pokles spotrebiteľských výdavkov, na druhej strane vládny sektor a investície tlmili hospodársky rast. Nízka inflácia umožňuje uvoľnenie menovej politiky, ktoré by mohlo podporiť rast investícií. Ekonomika však zostáva relatívne uzavretá, čo spolu s pretrvávajúcimi obchodnými bariérami obmedzuje konkurencieschopnosť. Re-

formy v oblasti daní, nižšia administratívna zaťaženosť a infraštruktúrne investície by mali napomôcť rýchlejšiemu rastu a väčšej otvorenosti ekonomiky.

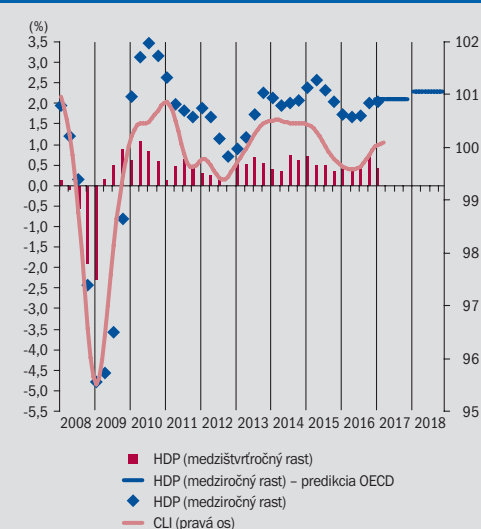
Celkovo sa v 1. štvrťroku 2017 rast ekonomickej aktivity v krajinách OECD spomalil na 0,4 % z 0,7 % dosiahnutého v predchádzajúcom štvrťroku. V medzioročnom porovnaní zostal hospodársky rast stabilný na úrovni 2,0 %. Napriek miernemu spomaleniu rastu globálnej ekonomiky v 1. štvrťroku 2017 kompozitný indikátor ekonomickej dôvery v krajinách OECD (Composite Leading Indicator)¹ naznačuje postupné oživovanie.

V nasledujúcom období by malo dôjsť k postupnému zrýchľovaniu globálnej ekonomickej aktivity, keď by sa mal zvyšovať rast vyspelých ekonomík podporený menovou a fiškálnou politikou v prostredí pokračujúceho cyklického oživenia a uzatvárania produkčnej medzery. V globálnom kontexte bude v ďalších rokoch zohrávať dôležitú úlohu hlavne vývoj v rozvíjajúcich sa ekonomikách. Kým Čína a India budú naďalej rásť silným tempom, predovšetkým aktivity a oživenie komoditných exportérov môže výrazne napomôcť rastu svetového hospodárstva.

Oživenie cien komodít sa relatívne pružne prejavilo v raste globálnej inflácie. V 1. štvrťroku 2017 sa zdynamizoval nárast spotrebiteľských cien predovšetkým vo vyspelých ekonomikách, v ktorých inflácia sa v porovnaní s priemerom roku 2016 hlavne v dôsledku cien energií viac ako zdvojnásobila. V rozvíjajúcich sa ekonomikách zatiaľ nedošlo k výraznejšiemu nárastu celkovej inflácie, nakoľko dopad vyšších cien energetických komodít až v poslednom období začal prevyšovať tlmiaci efekt odznievajúceho dopadu minulých depreciaí výmenných kurzov. Globálna inflácia sa zvýšila aj z dôvodu rýchlejšieho cenového rastu potravín, ktoré odrzkadľovali dynamickejší rast potravinových komodít. Medzioročná miera inflácie v krajinách OECD tak v marci 2017 vzrástla na 2,3 % v porovnaní s 1,8 % zaznamenanými v decembri 2016. K pokračujúcej akcelerácii cenového rastu došlo aj v apríli (2,4 %). Na druhej strane jadrová inflácia zostala v hodnotenom období relatívne stabilná, keď v marci zotrvala na decembro-

¹ Indikátory CLI sú pravidelne na mesačnej báze publikované OECD – posledné dostupné údaje publikované v júni 2017 sú do apríla 2017.

Graf 1 Vývoj HDP a CLI v OECD



Zdroj: OECD.

Poznámka: CLI – Composite Leading Indicators.



vej úrovni (1,8 %) a pod úrovňou 2 % zostala aj v apríli (1,9 %).

Nedávny pokles cien ropy a iných komodít by mal v krátkodobom horizonte tlmiť mieru globálnej inflácie. V dlhodobejšom horizonte sa

však očakáva, že postupné znižovanie voľných kapacít bude podporovať rast spotrebiteľských cien. Aktuálna krivka futures ropy však predpokladá relatívne stabilné ceny, čo naznačuje obmedzený príspevok cien energií k celkovej inflácii.



2 KOMODITY

Priemerné ceny komodít vzrástli v 1. štvrtroku 2017 porovnateľným tempom ako v poslednom štvrtroku 2016. Uvedený vývoj ovplyvnil dynamickejšia rast neenergetických komodít a spomalenie tempa rastu energetických komodít.

V rámci neenergetických komodít sa v porovnaní s predchádzajúcim štvrtkom vrátila k rastu priemerná cena agrokomodít. Súčasne sa mierne posilnilo tempo rastu cien kovov. Cena agrokomodít odzrkadľovala vyššiu úroveň cien potravín, ako aj dynamickejšia rast poľnohospodárskych surovín. Výraznejšie oproti poslednému štvrtroku 2016 vzrástli predovšetkým ceny pšenice z dôvodu obáv nižšej produkcie v tomto roku, nárast cien bravčového mäsa odrážal zvýšený záujem Číny – najväčšieho svetového spotrebiteľa. Súčasne ceny neenergetických komodít dynamicky ovplyvnili ceny kaučuku. Zrýchlenie cien kovov ovplyvnili ceny hliníka, ktoré prorastovo reagovali na schválenie regulá-

cií Číny zameraných na kontrolu emisií (Air Pollution Control Regulations). V prvých mesiacoch roku sa však intenzívne zvyšovali aj ceny uránu. V rámci energetických surovín sa v 1. štvrtroku 2017 zvýšila cena ropy, pričom priemerná cena ropy Brent vzrástla oproti predchádzajúcemu štvrtroku o cca 4 USD/barel na úroveň 54 USD/barel. Niektoré členské krajiny OPEC síce podľa dohody znížili svoju produkciu, ďalšie krajiny ako Líbya a Nigéria vyňaté zo zmluvy však výrazne zvýšili ťažbu, čo so silnou produkciou USA stláčalo cenu ropy ku koncu štvrtroka k nižším úrovňam a celkovo tak tlmilo výraznejší cenový nárast ropy. Ceny energetických komodít znižovali ceny uhlia, ktoré po vyriešení reštrikcií na strane ponuky a súčasnej stabilizácii dopytu Číny korigovali dynamický nárast z posledného štvrtroka 2016. V apríli ceny komodít zostali viac-menej na marcovej úrovni, keď pokles cien neenergetických komodít bol kompenzovaný rastom cien energetických komodít.

3 SPOJENÉ ŠTÁTY AMERICKÉ

Skúsenosti z minulosti o slabšej výkonnosti americkej ekonomiky začiatkom roka sa potvrdili aj v prvých mesiacoch roku 2017, keď sa anualizovaná dynamika rastu znížila v 1. štvrťroku 2017 na 1,2 % z 2,1 % dosiahnutých v predchádzajúcom štvrťroku. V medzioročnom porovnaní zostalo tempo hospodárskeho rastu USA v 1. štvrťroku 2017 na rovnakej úrovni (2,0 %).

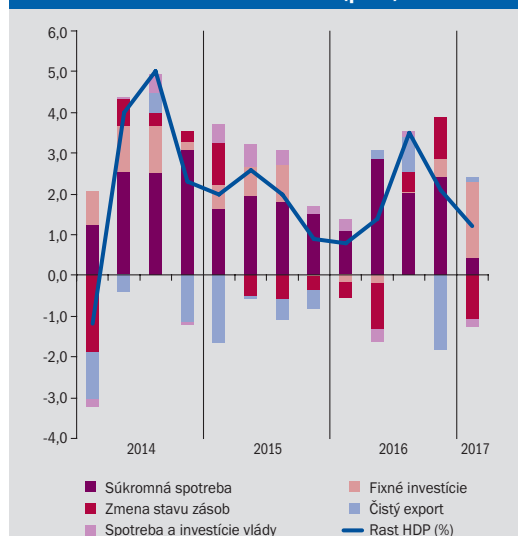
Spomalenie rastu americkej ekonomiky začiatkom roku 2017 bolo spôsobené predovšetkým silným utlmením súkromnej spotreby. Výdavky domácností poklesli z historicky vysokých úrovní na konci roku ovplyvnených predajom motorových vozidiel, súčasne teplá zima stlačila výdavky k nižším úrovniam. Výrazne tlmiaco na ekonomiku v uvedenom období pôsobili zásoby, ktorých negatívny príspevok k celkovému rastu predstavoval až približne 2 percentuálne body. Americkú ekonomiku oslabili aj spotreba a investície vlády na federálnej aj štátnej úrovni. Na druhej strane posilnenie exportnej výkonnosti a spomalenie rastu importov viedlo k mierne pozitívnemu vplyvu čistého exportu na ekonomiku. Najdynamickejšie sa v úvode roku vyvíjal investičný dopyt, keď vzrástli rezidenčné aj nerezidenčné investície, a v rámci nich hlavne

neočakávane silný nárast štrukturálnych investícií v ťažobnom priemysle. Údaje z prieskumov, ako aj ekonomické dáta naznačujú v ďalšom štvrťroku zlepšenie hospodárskej výkonnosti USA. Spotrebiteľská dôvera je na vysokej úrovni a nárast reálnych disponibilných príjmov indikuje posilnenie súkromnej spotreby. Súčasne globálne oživenie v Číne a Európe by malo podporiť export USA.

Akcelerujúci rast spotrebiteľských cien v USA sa z druhej polovice roku 2016 preniesol aj do začiatku roku 2017, keď sa v marci miera inflácie zvýšila na 2,4 % v porovnaní s 2,1 % dosiahnutými v decembri. Dynamika rastu spotrebiteľských cien však kulminovala vo februári, keď sa dostala na úroveň 2,7 %. Napriek následnému marcovému utlmeniu cenového rastu bola priemerná miera inflácie v 1. štvrťroku 2017 výrazne nad úrovňou posledného štvrťroku 2016.

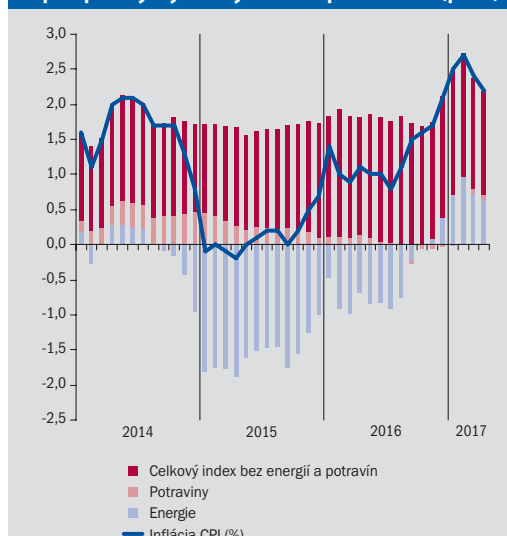
Marcové spomalenie rastu spotrebiteľských cien však bolo spôsobené jednak nižšou dynamikou cien energií, ale aj jadrovej inflácie, ktorá sa spomalila na 2,0 % z decembrových 2,2 %. V apríli došlo k ďalšiemu poklesu celkovej inflácie (na 2,2 %), keď sa mierne znížila dynamika cien ener-

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



Zdroj: Bureau of Economic Analysis.

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



Zdroj: Bureau of Labour Statistics a výpočty NBS.



gií a súčasne došlo k miernemu poklesu jadrovej inflácie (na 1,9 %).

Federálny výbor pre operácie na voľnom trhu (FOMC) na svojom zasadnutí vo februári ponechal cieľovú sadzbu federálnych fondov na úrovni 0,50 až 0,75 %. Na základe dostupných

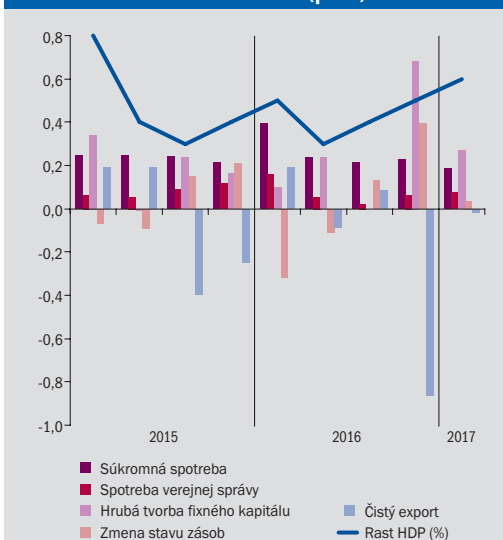
a očakávaných podmienok na trhu práce a inflácie však na marcovom zasadnutí FOMC rozhodol o zvýšení uvedenej sadzby na úroveň 0,75 až 1,00 %. Na uvedenej úrovni ju ponechal aj na nasledujúcom májovom zasadnutí. Charakter menovej politiky zostal aj naďalej akomodačný.

4 EUROZÓNA

Ekonomické oživenie pokračovalo v eurozóne aj v 1. štvrtroku 2017. Hospodárstvo medzištvrtročne vzrástlo o 0,6 % a jeho tempo rastu bolo v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom o 0,1 percentuálneho bodu rýchlejšie. Spomedzi najväčších ekonomík najrýchlejšie rástli španielska (0,8 %) a nemecká (0,6 %) ekonomika, ktorých dynamika sa v porovnaní s posledným štvrtrokom 2016 zrýchlila o 0,1 percentuálneho bodu, resp. o 0,2 percentuálneho bodu. Mierne sa zrýchlil aj ekonomický rast Talianska (o 0,1 percentuálneho bodu na 0,4 %). Naopak, zmiernenie tempa hospodárskeho rastu zaznamenalo Holandsko (o 0,2 percentuálneho bodu na 0,4 %) a Francúzsko (o 0,1 percentuálneho bodu na 0,4 %). Zrýchlenie štvrtročného rastu eurozóny sa premietlo aj do jej medziročnej dynamiky, ktorá sa zrýchlila na 1,9 % (o 0,1 percentuálneho bodu).

Rast ekonomiky bol naďalej ťahaný domácim dopytom, avšak jeho príspevok sa v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom zmiernil. Spomalil sa rast spotrebného, ale najmä investičného dopytu. Súkromná spotreba medzištvrtročne naďalej rástla, jej tempo sa však zmiernilo o 0,1 per-

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



Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

centuálneho bodu na 0,3 %. Spomalil sa aj rast hrubej tvorby fixného kapitálu, ktorá v poslednom štvrtroku 2016 rástla výnimočne dynamicky (3,4 %). V 1. štvrtroku sa rast investícií zmiernil na 1,3 %, čo však napriek tomu predstavuje nadpriemerné tempo rastu. Pokračoval pomerne solídny rast v stavebníctve a rástli aj investície do strojov a vybavenia. Nevýrazný bol príspevok čistého exportu.

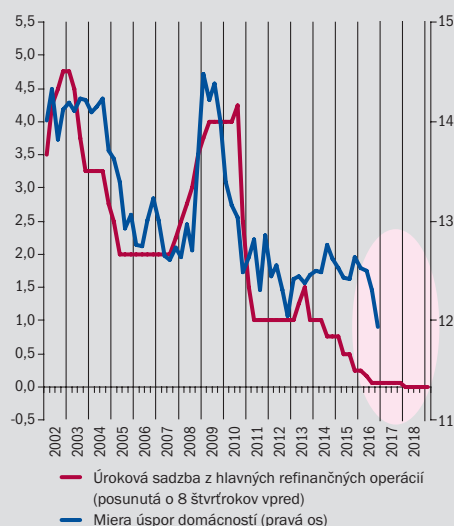
Nízka úroveň úrokových sadzieb sa s určitým odstupom začala postupne prejavovať aj na znížení miery úspor. Tá výraznejšie poklesla v poslednom štvrtroku 2016, po miernejšom znížení v predchádzajúcom období. Tento vývoj tak vytvára priestor pre ďalší rast spotrebiteľského dopytu a podporu celkového ekonomického rastu. Po dočasnom poklese vo februári sa v ďalších mesiacoch obnovil rast spotrebiteľskej dôvery, čo rovnako signalizuje pozitívne vyhliadky pre spotrebiteľský dopyt. Napriek miernemu oslabeniu je hodnotenie správneho času na veľké nákupy spotrebiteľmi naďalej na vysokej úrovni, čo by tiež malo podporovať spotrebiteľský dopyt, ktorý by mohol profitovať aj z pokračujúceho posilňovania trhu práce.

Graf 4 Ekonomický rast (s. c., %)



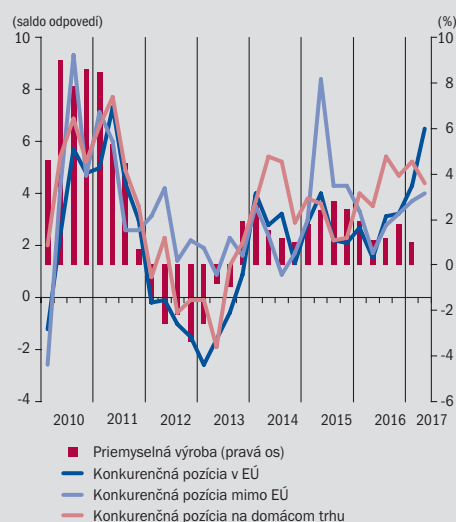
Zdroj: Macrobond.

Graf 6 Menovopolitické sadzby a miera úspor domácností (%)



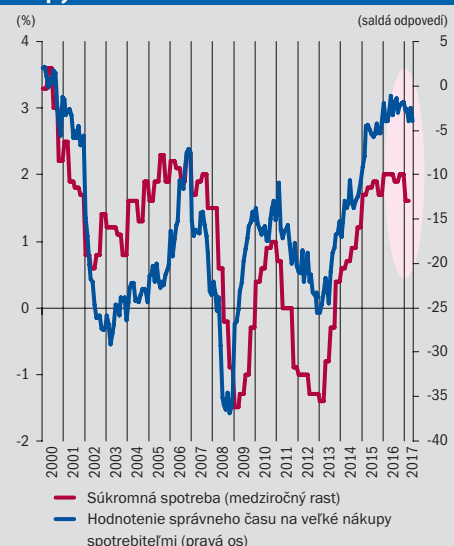
Zdroj: Macrobond.

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



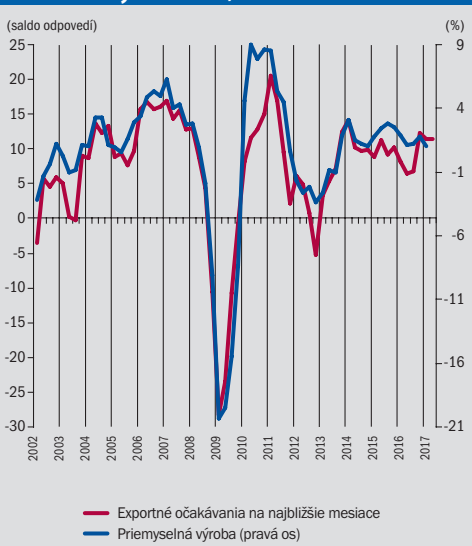
Zdroj: Európska komisia, Eurostat a výpočty NBS.

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



Zdroj: Macrobond.

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



Zdroj: Európska komisia, Eurostat a výpočty NBS.

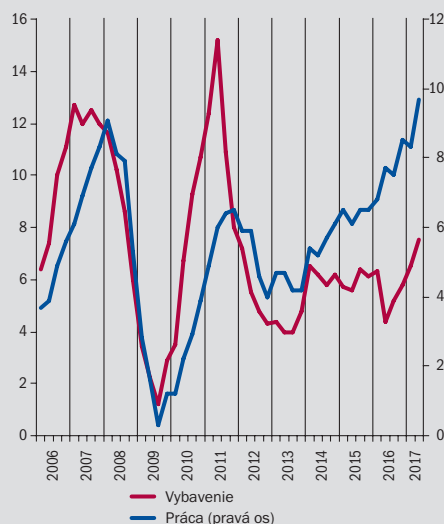
Hodnotenie konkurenčnej pozície v EÚ a mimo EÚ, ktoré sa zlepšuje už štyri štvrtroky za sebou, dáva predpoklady ďalšieho priaznivého vývoja priemyselnej produkcie a exportu. Rovnako

relatívne priaznivé sú aj exportné očakávania v priemysle, ktoré sa síce v 1. polroku 2017 mierne znížili, naďalej však zotrvávajú na pomerne solídnych úrovniach.

Posilňovanie ekonomiky eurozóny dokumentuje aj hodnotenie obmedzení produkcie zo strany dopytu v priemysle. Podnikmi vnímané obmedzenia zo strany dopytu sa v 2. štvrťroku 2017 opäť znížili, pričom miera tohto poklesu bola najvyššia od 4. štvrťroku 2013. Súčasne sa úroveň hodnotenia týchto obmedzení výraznejšie priblížila k predkrízovým úrovniam. Vnímanie obmedzení zo strany finančných faktorov síce nepatrne vzrástlo, naďalej sa však nachádza na relatívne priaznivých úrovniach. Naopak, obmedzenia vnímané najmä zo strany práce, ale aj vybavenia, teda zo strany výrobných faktorov opäť vzrástli. Signalizuje to pokračovanie posilňovania trhu práce a celkovo rastúcu úroveň využitia výrobných kapacít v ekonomike. To by sa mohlo prejavovať aj v mzdovom a následne aj cenovom vývoji. Súčasne obmedzenia zo strany vybavenia naznačujú potrebu nových investícií.

Aj v 1. štvrťroku pokračovalo posilňovanie na trhu práce, keď nezamestnanosť klesla z 9,6 % v decembri na 9,4 % v marci a následne v apríli na 9,3 %. Posilňovanie na trhu práce vytvára predpoklady pre ďalšie oživenie ekonomiky, najmä domáceho dopytu. Vo viacerých odvetviach sa v prvých mesiacoch 2. štvrťroka opäť

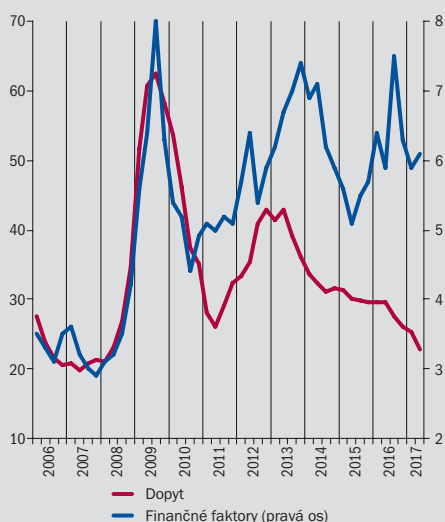
Graf 11 Faktory limitujúce produkciu v priemysle (%)



Zdroj: Macrobond.

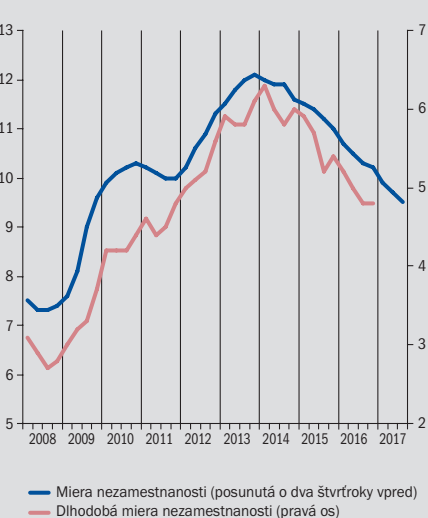
zlepšili očakávania ohľadom budúceho vývoja zamestnanosti. Tie sa najvýraznejšie posilnili v stavebníctve, ale aj v priemysle. V službách a maloobchode bol vývoj očakávaní volatilnejší, ale rovnako naznačovali pretrvávajúce priaznivé tendencie.

Graf 10 Faktory limitujúce produkciu v priemysle (%)

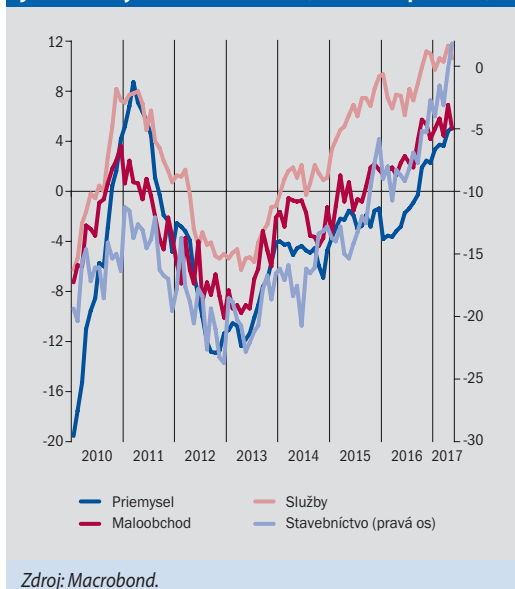


Zdroj: Macrobond.

Graf 12 Miera nezamestnanosti a miera dlhodobej nezamestnanosti (%)

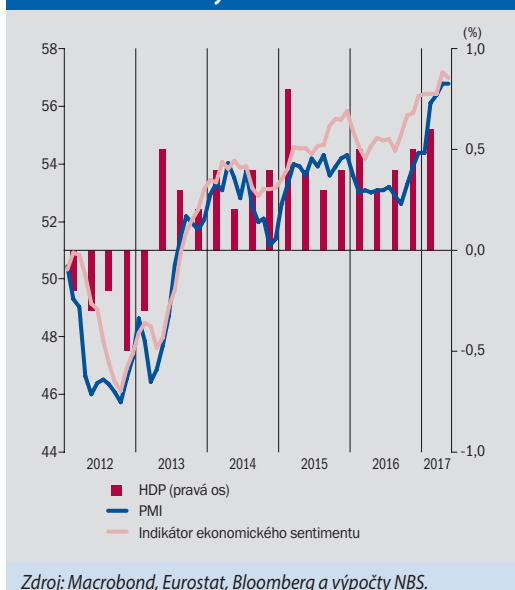


Zdroj: Macrobond.

Graf 13 Očakávania vývoja zamestnanosti jednotlivými odvetviami (saldá odpovedí)

Graf 15 Eurocoin a štvrtročný rast HDP eurozóny

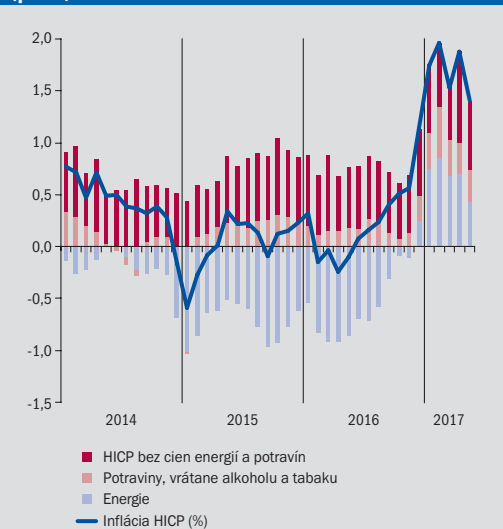

Signály z predstihových indikátorov pre eurozónu sú naďalej priaznivé a aj napriek miernemu oslabeniu v prípade indikátora ekonomického sentimentu a Eurocoinu naznačujú možné zrýchlenie ekonomickej aktivity v 2. štvrťroku. Indikátor ekonomického sentimentu po stagnácii v priebehu 1. štvrťroka v apríli výraznejšie vzrástol a následne v máji mierne korigoval

smerom nadol. Úroveň indikátora je však na relatívne vysokých úrovniach porovnateľných s jeseňou 2007. Eurocoin v máji klesal už tretí mesiac, avšak z vysokých úrovní. Rovnako priaznivé signály pre ekonomický rast naznačuje aj kompozitný ukazovateľ PMI, ktorý rástol v priebehu celého 1. štvrťroka a aj v apríli, následne v máji stagnoval, avšak na úrovniach najvyšších od apríla 2011.

Graf 14 Predstihové indikátory a štvrtročný rast HDP eurozóny


V prvých dvoch mesiacoch roka pokračovala tendencia zrýchľovania medziročného rastu spotrebiteľských cien predovšetkým v dôsledku akcelerácie dynamiky cien energií a v menšej miere aj potravín. Inflácia sa tak vo februári zvýšila až na 2,0 % v porovnaní s 1,1 % na konci roka 2016. V marci sa však tento trend zastavil, keď sa medziročný rast cien energií aj potravín začal spomaľovať tak v dôsledku bazického efektu v cenách ropy, ako aj ich aktuálneho vývoja. Súčasne sa v marci mierne znížila aj inflácia cien služieb predovšetkým v dôsledku kalendárneho efektu odlišného načasovania Veľkej noci, ktorá bola tento rok v apríli, kým minulý rok v marci. To sa premietlo do odlišného priebehu vývoja najmä cien dovoleníek s programom, ktorých volatilita tak ovplyvnila celú cenovú kategóriu služieb až do mája. Celkovo sa tempo cenového rastu HICP ku koncu 1. štvrťroka zvýšilo o 0,4 percentuálneho bodu

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



Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

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

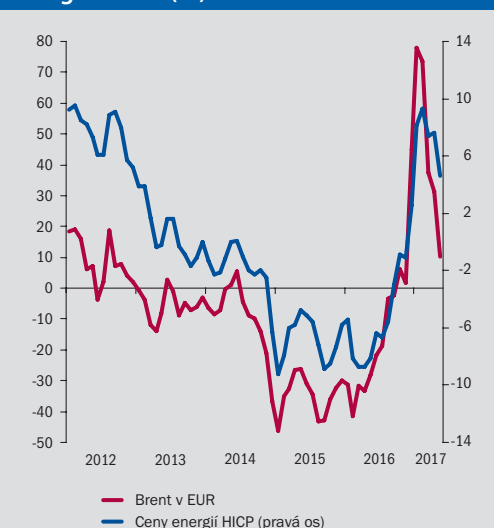


Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

v porovnaní s decembrom 2016 na 1,5 %. V apríli a máji bol cenový vývoj naďalej ovplyvňovaný kalendárnym efektom Veľkej noci, pričom po vyprchaní tohto vplyvu sa v máji cenová dynamika služieb vrátila na februárovú úroveň. Celková inflácia však bola ovplyvňovaná ďalším spomalením rastu cien energií a v menšej miere aj potravín. V porovnaní s marcom sa tak rast spotrebiteľských cien v máji znížil na 1,4 %. Inflácia bez cien energií a potravín bola ovplyvnená volatilitou cien služieb, avšak v máji sa nachádzala na úrovniach z konca minulého roka (0,9 %).

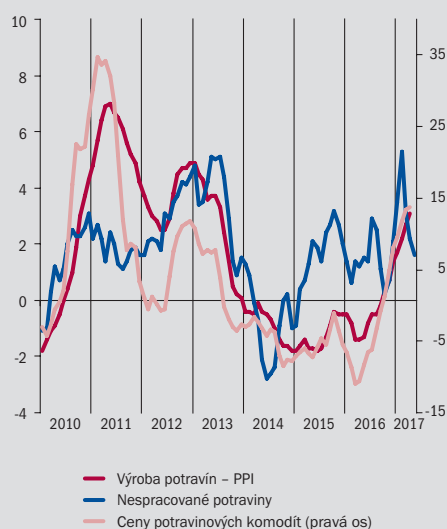
Ceny energií naďalej citlivo reagovali na zmeny v medziročnom raste cien ropy na svetových trhoch, ktorý sa od februára začal zmierňovať. Celkovo sa dynamika cien ropy znížila z takmer 80 % v januári na približne 10 % v máji. Bolo to ovplyvnené tak aktuálnym miernym znížením cien ropy z približne 56 USD/b v januári a februári na menej ako 52 USD/b v máji, ako aj bazickým efektom vyšších cien ropy v rovnakom období minulého roka. Tie postupne rástli z menej ako 32 USD/b v januári 2016 na takmer 48 USD/b v máji 2016. Cenová dynamika energií tak signalizuje zmiernenie nákladových inflačných tlakov.

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



Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

Oživenie na trhu potravinových komodít sa v priebehu 1. štvrtroka zastavilo a ich ceny od februára viac-menej stagnovali, resp. nepatrne poklesli. Ich medziročná dynamika sa však až do apríla naďalej mierne zrýchľovala. To sa premietlo do miernej akcelerácie cenového ras-

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


Zdroj: Macrobond, ECB a výpočty NBS.

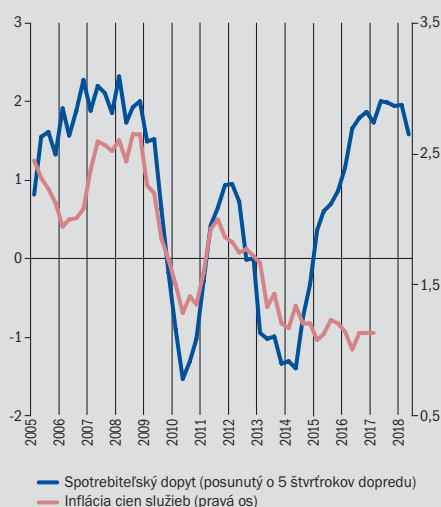
Graf 20 Ceny potravinových komodít a spracovaných potravín (medziročný rast v %)


Zdroj: Macrobond.

tu spracovaných potravín, ktorý sa v priebehu 1. štvrťroka zrýchlil o 0,3 percentuálneho bodu na 1,0 % a zvýšil sa tiež aj v apríli a máji (na 1,5 %). Rýchlejší medziročný rast cien potravinových komodít by sa mohol s určitým oneskorením odraziť aj v ďalšej akcelerácii rastu cien spracovaných

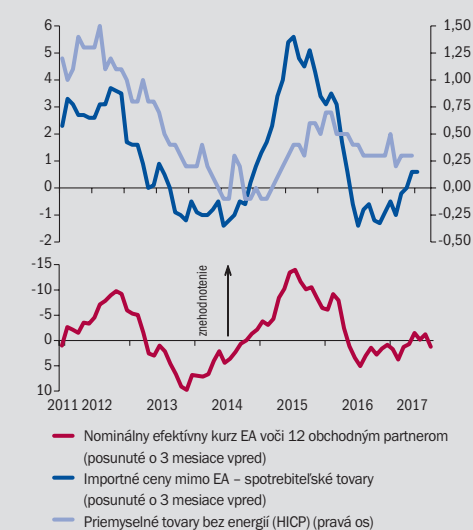
potravín v najbližších mesiacoch. Naopak, vývoj cien nespracovaných potravín bol v priebehu 1. štvrťroka 2017 a v nasledujúcich dvoch mesiacoch pomerne volatilný. Po jeho výraznejšej akcelerácii v januári a februári (o 3,2 percentuálneho bodu na 5,3 %) sa jeho tempo až do mája postupne zmiernovalo (1,6 %) a tlmilo tak cenový rast celej kategórie potravín.

Inflácia dopytovo senzitivných položiek bola naďalej utlmená, v značnej miere ovplyvňovaná vysokou úrovňou konkurencie, ktorá limituje možnosti zvyšovania predajných cien. Vývoj cien služieb bol do značnej miery ovplyvnený kalendárnym efektom rozdielného načasovania Veľkej noci v tomto a minulom roku. Po relatívne vysokej volatilitě sa inflácia služieb v máji stabilizovala na februárovej úrovni (1,3 %). Napriek miernemu spomaleniu spotrebiteľského dopytu jeho úroveň na základe historického vývoja naznačuje, že inflácia cien služieb by mala byť na vyššej úrovni. Jej úroveň je však pravdepodobne tlmeneá vysokou konkurenciou a preferenciou obmedzenia ziskovosti v záujme získania trhových podielov. Rast cien priemyselných tovarov bez energií sa po miernej akcelerácii v januári a následnom februárovom spomalení stabilizoval na úrovni 0,3 %. Ďalšie zmiernenie medziročnej apreciacie výmenného kurzu, resp. jeho posun do mierne depreciačného pásma, pod-

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


Zdroj: Macrobond.

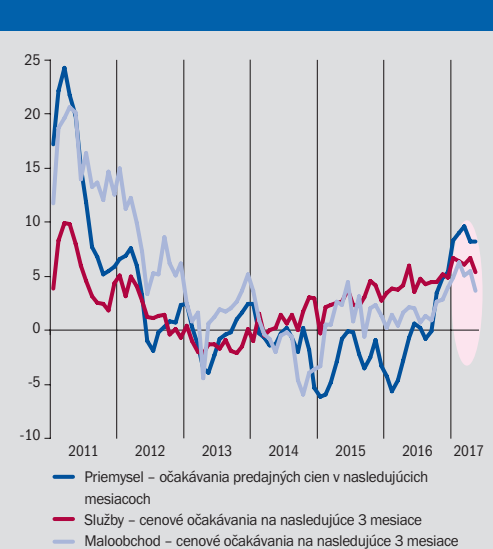
Graf 22 Ceny priemyselných tovarov bez energií a vývoj nominálneho výmenného kurzu (medziročná zmena v %)



Zdroj: Macrobond.

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

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



Zdroj: Európska komisia a Eurostat.

poril cenovú dynamiku dovozných cien spotrebiteľských tovarov. To sa však stále nepremietalo do cenového vývoja priemyselných tovarov bez energií. Navyše v máji nominálny efektívny kurz začal opäť medziročne apreciovať. Inflácia trhových zložiek spotrebiteľského koša je tak aj naďalej utlmená. Pokračujúce oživovanie ekonomiky, ako aj trhu práce podporované akomodatívnou menovou politikou, by však mohlo predstavovať impulz aj pre zrýchlenie cenového rastu v tomto segmente.

Rast očakávaní vývoja predajných cien sa prakticky vo všetkých odvetviach koncom 1. štvrťroka, resp. v ďalších dvoch mesiacoch zastavil. Súviselo to pravdepodobne s miernym poklesom cien ropy, ale aj s pretrvávajúcou vysokou úrovňou konkurencie. Naopak, cenové očakávania pre HICP infláciu prezentované profesionálnymi prognostikmi (The ECB Survey of Professional Forecasters) sa mierne zvyšujú najmä v prípade ročného horizontu.

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



Zdroj: Macrobond.

Rada guvernérov na svojich zasadnutiach od januára do júna rozhodla, že úroková sadzba hlavných refinančných operácií a úrokové sadzby jednodňových refinančných a sterilizačných operácií zostanú nezmenené na úrovni 0,00 %;

0,25 % resp. -0,40 %. Rada guvernérov na svojom júnovom zasadnutí deklarovala, že kľúčové úrokové sadzby ECB zostanú na súčasnej úrovni počas dlhšieho obdobia a ešte aj podstatné obdobie po skončení nákupu aktív.



Ďalej na svojich zasadnutiach od začiatku roka do júna Rada guvernérov potvrdila pokračovanie v nákupoch v rámci programu nákupu aktív. Mesačné nákupy aktív v objeme 80 mld. € prebiehali do konca marca 2017. Program nákupu aktív pokračuje od apríla 2017 do decembra 2017 súčasným tempom v mesačnom objeme 60 mld. €. V prípade potreby budú nákupy pokračovať aj dlhšie, minimálne však dovtedy, kým sa podľa Rady guvernérov neprejaví trvalá

zmena vývoja inflácie zodpovedajúca jej inflačnému cieľu. Ak bude vývoj medzičasom menej priaznivý alebo ak budú podmienky financovania nekonzistentné s ďalším napredovaním k trvalej náprave smerovania inflácie, tak je Rada guvernérov pripravená zvýšiť a/alebo predĺžiť objem nákupov. Čisté nákupy budú vykonávané súbežne s reinvestovaním platieb zo splatných cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív (APP).

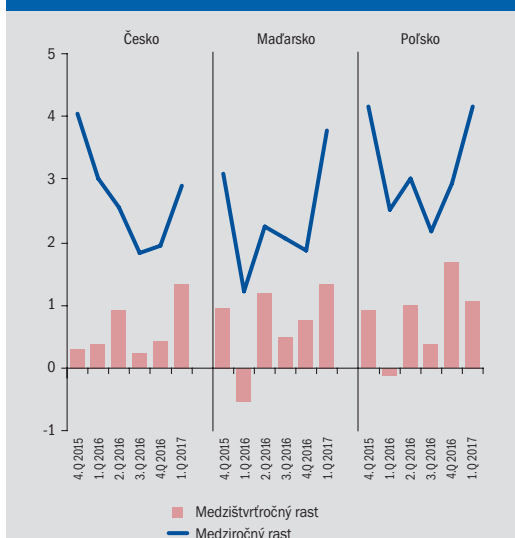
5 VÝVOJ V ČESKEJ REPUBLIKE, MAĎARSKU A POĽSKU

V 1. štvrťroku 2017 zrýchlenie ekonomického rastu na medziročnej báze zaznamenali všetky sledované ekonomiky – česká ekonomika o 1,0 percentuálneho bodu na 2,9 %, poľská

ekonomika o 1,9 percentuálneho bodu na 3,8 % a maďarská ekonomika o 1,3 percentuálneho bodu na 4,2 %.

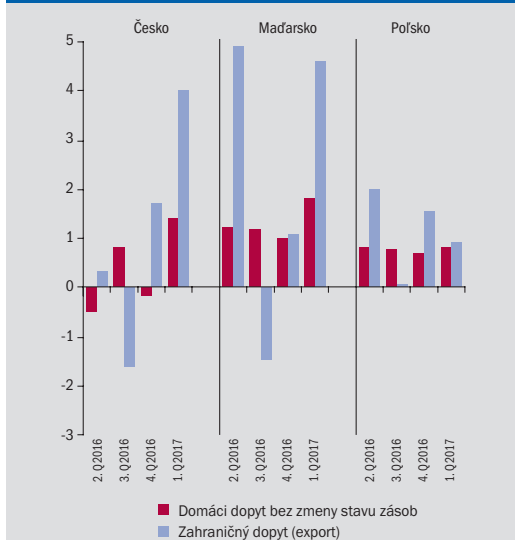
V medzištvrťročnom vyjadrení v 1. štvrťroku 2017 v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom zrýchlili svoje tempo rastu – česká ekonomika o 0,9 percentuálneho bodu na 1,3 % a maďarská ekonomika o 0,6 percentuálneho bodu na 1,3 %, poľská ekonomika spomalila o 0,6 percentuálneho bodu na 1,1 %. Pozitívne k rastu českej ekonomiky v tomto štvrťroku prispeli investície, spotreba verejnej správy (obe tieto položky pôsobili v predchádzajúcom štvrťroku na celkový ekonomický rast tlmiaco). Na rozdiel od predchádzajúceho štvrťroku, keď čistý export výrazne prispel k ekonomickému rastu, bol jeho vplyv na ekonomiku v 1. štvrťroku neutrálny, keď export aj import rástli približne rovnakým tempom. V Maďarsku k zrýchleniu ekonomického rastu prispel najvýraznejšie investičný dopyt a zmena stavu zásob. Výrazne záporný vplyv v tomto štvrťroku zaznamenal čistý export, keď import rástol výrazne rýchlejšie ako export. V Poľsku za spomalením celkového ekonomického rastu vidieť výrazný tlmiaci vplyv čistého exportu, keď rast importu výrazne prevýšil rast exportu.

Graf 25 Rast HDP (%)



Zdroj: Eurostat.

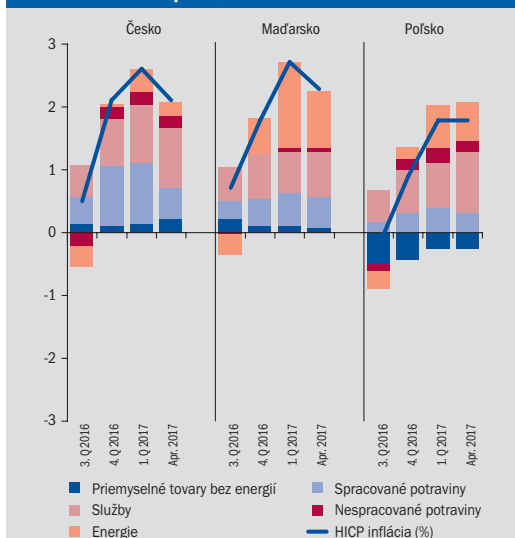
Graf 26 Príspevky k medzištvrťročnému rastu HDP (p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

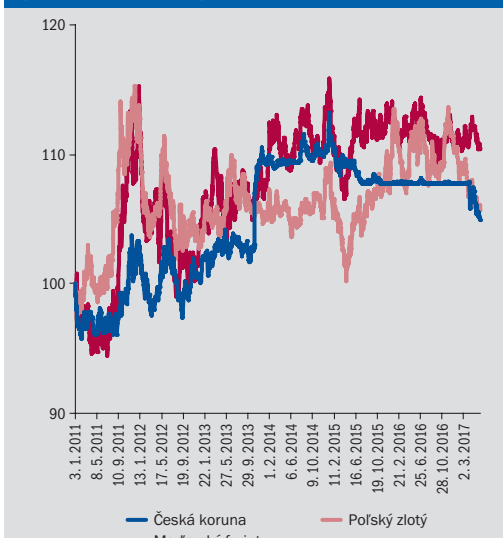
Koncom 1. štvrťroka 2017 sa v porovnaní s koncom predchádzajúceho štvrťroka medziročný rast spotrebiteľských cien zrýchlil vo všetkých sledovaných ekonomikách – v Českej republike o 0,5 percentuálneho bodu na 2,6 %, v Maďarsku o 0,9 percentuálneho bodu na 2,7 % a v Poľsku takisto o 0,9 percentuálneho bodu na 1,8 %. K zrýchleniu tempa rastu spotrebiteľských cien v **Českej republike** prispeli najmä ceny energií a ceny služieb. V apríli sa celková inflácia v Českej republike mierne spomalila, najmä vplyvom spomaleniu rastu cien energií a nespracovaných potravín. V **Maďarsku** sa medziročný rast spotrebiteľských cien v priebehu 1. štvrťroka zrýchlil. Hlavným dôvodom bola zvýšená dynamika rastu cien energií, ale aj potravín, pričom ceny nespracovaných potravín sa prehupli po dlhšom období z poklesu do rastu. V apríli sa celkový rast cien v Maďarsku spomalil, najmä vďaka výraznejšiemu spomaleniu dynamiky cien energií.

Graf 27 Príspevky k medziročnému rastu HICP inflácie (p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

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



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

Poznámka: Pokles hodnoty predstavuje apreciáciu.

V **Poľsku** v priebehu 1. štvrťroka 2017 zaznamenali celkové spotrebiteľské ceny takisto zrýchlenie dynamiky rastu najmä vplyvom cien energií, v menšej miere aj vplyvom cien spracovaných potravín. Tlmiaco na celkový rast cien stále pôsobili ceny priemyselných tovarov bez energií, ale už v menšom rozsahu v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom. V apríli sa tempo rastu spotrebiteľských cien v Poľsku nezmenilo, keď vyšší rast cien služieb kompenzoval spomalenie rastu cien potravín a cien energií.

Na konci 1. štvrťroka 2017 v porovnaní s koncom predchádzajúceho štvrťroka sa kurz českej koruny voči euru takmer nezmenil (oslabenie o 0,03 %) a kurz ostatných sledovaných mien sa zhodnotil – mierne aprecioval maďarský forint o 0,71 % a výraznejšie poľský zlotý o 4,17 %.

V 1. štvrťroku platilo, že kurz českej koruny bol obmedzený smerom k posilňovaniu vďaka rozhodnutiu centrálnej banky používať devízové intervencie na udržanie uvoľnených menovopolitických podmienok prostredníctvom kurzového záväzku. Dňa 6. 4. 2017 na mimoriadnom menovopolitickom zasadnutí ČNB rozhodla o okamžitom ukončení kurzového záväzku a od tohto okamihu sa kurz českej koruny voči euru začal pohybovať podľa ponuky a dopytu na de-

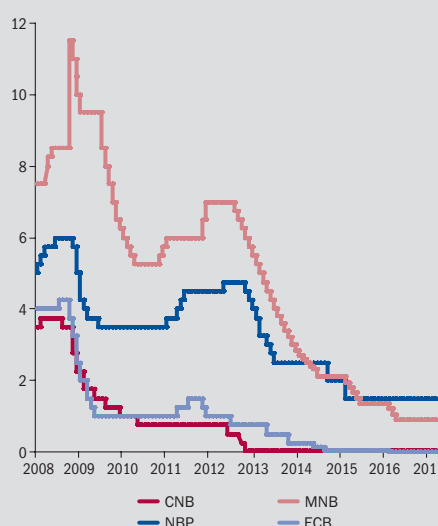
vízových trhoch. Kurz českej koruny sa vrátil do režimu riadeného floatingu. V období od ukončenia kurzového záväzku česká koruna voči euru začala mierne posilňovať, najmä pod vplyvom pozitívnych správ o českej ekonomike. Výraznejšej apreciácii bránila predovšetkým výrazná prekúpenosť investorov českými korunami. Vývoj kurzov maďarského forintu a poľského zlotého v 1. štvrťroku 2017 bol ovplyvnený sentimentom na finančných trhoch, ktorý súvisel najmä s divergentným vývojom menových politík hlavných centrálnych bánk (FED a ECB), ale aj s politickou neistotou (voľby v niektorých krajinách eurozóny). Smerom k apreciácii mien pôsobili pozitívne ekonomické správy o domácej ekonomike (rastúca inflácia, silnejúci dopyt), čo bolo viditeľnejšie na výraznejšom zhodnotení poľského zlotého.

V 1. štvrťroku 2017 spomedzi sledovaných krajín nepristúpila k zmene menovopolitických podmienok prostredníctvom úrokových sadzieb žiadna centrálna banka. V Českej republike zostali sadzby na nezmenenej úrovni (0,05 %, tzv. technická nula). **Česká národní banka** na svojich zasadnutiach v prvom štvrťroku 2017 potvrdila svoj záväzok používať výmenný kurz ako ďalší nástroj uvoľňovania menovopolitických podmienok (k čomu aj počas 1. štvrťroka 2017

využila devízové intervencie celkovo v objeme 41,877 mld. €). **Magyar Nemzeti Bank** ponechala v 1. štvrtroku 2017 svoje úrokové sadzby na nezmenenej úrovni 0,9 % (platí pre základnú úrokovú sadzbu, jednoduchovú kolateralizovanú refinančnú sadzbu, ako aj týždňovú kolateralizovanú refinančnú sadzbu) a jednoduchovú depozitnú sadzbu na úrovni -0,05 % (od 23. 3. 2016). V marci 2017 ukončila MNB svoj program Funding for Growth Scheme (spustený v júni 2013) na podporu financovania malých a stredných podnikov (SME). Tento program bol postupne od januára 2016 nahradzaný novým programom Bank's Market-Based Lending Scheme, na základe ktorého banky mali financovanie malých a stredných podnikov prispôbiť trhovým podmienkam. V rámci týchto programov sa dosiahla v roku 2016 medziročná dynamika rastu úverov pre SME 12 %. MNB počíta s dynamikou rastu úverov v rozmedzí 5 – 10 % aj v budúcnosti. Od októbra MNB limituje objem akceptovaných vkladov bánk v tendroch pre trojmesačné depozity, čo plánuje používať ako integrálnu súčasť menovopolitického inštrumentária. Pre 1. štvrtrok 2017 bol stanovený objem akceptovaných vkladov vo výške 750 mld. HUF. Týmto opatrením sa snaží vytiesniť určitý objem prostriedkov, ktoré si u nej môžu banky ukladať vo forme depozitnej facility. Takto nastavené menovopolitické podmienky v širšom horizonte považuje maďarská centrálna banka za konzistentné s dosiahnutím inflačného cieľa v strednodobom horizonte a s adekvátnym stupňom podpory ekonomiky. Zároveň vyhlásila pripravenosť v prípade potreby ďalej uvoľniť menové podmienky aj prostredníctvom nekon-

venčných nástrojov. **Narodowy Bank Polski** v 1. štvrtroku 2017 ponechal svoje menovopolitické podmienky stále nezmenené (referenčná úroková sadzba na úrovni 1,5 %). Centrálna banka konštatovala, že cenový rast sa zrýchlil, najmä v dôsledku vyšších globálnych cien komodít, čo predstavuje faktory, na ktoré nemá menová politiky priamy dopad. Jadrová inflácia zostala v blízkosti nulovej úrovne, čo indikovalo stále nízke dopytové tlaky. Súčasnú úroveň úrokových sadzieb tak považuje NBP, na základe dostupných dát a prognóz, za podporujúcu udržateľný hospodársky rast a makroekonomickú rovnováhu.

Graf 29 Kľúčové sadzby NCB krajín V4 (%)



Zdroj: Národné centrálné banky a ECB.

Box 1

UKONČENIE KURZOVÉHO ZÁVÄZKU ČNB

Banková rada ČNB sa rozhodla používať devízový kurz ako ďalší nástroj uvoľnenia menovopolitických podmienok 7. novembra 2013 potom, ako v plnom rozsahu využila svoj hlavný menovopolitický nástroj – úrokové sadzby, keď ich koncom roku 2012 znížila na technickú nulu (0,05 %). Hlavným dôvodom takehoto vývoja bolo, že ekonomika Českej republiky sa v roku 2012 nachádzala v období hospodár-

skeho útlmu. V tomto období ČNB vyhlásila, že je pripravená ponechať úrokové sadzby na takejto nízkej úrovni tak dlho, ako to bude potrebné. Zároveň vyhlásila, že je pripravená v súlade so svojím zákonným mandátom v prípade potreby použiť aj ďalšie nástroje potrebné na udržanie cenovej stability. Takýmto nástrojom sa od novembra 2013 stal výmenný kurz. Výmenný kurz sa nestal novým cieľom

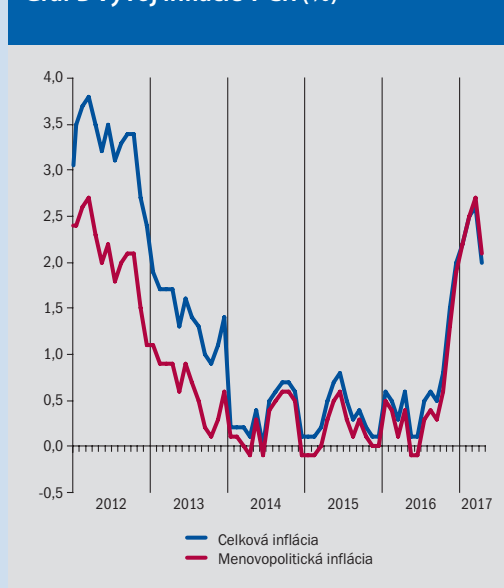
menovej politiky českej centrálnej banky iba neštandardným nástrojom ďalšieho potrebného uvoľnenia menovej politiky.

Vyhlásením kurzového záväzku sa ČNB rozhodla, že bude v prípade potreby vykonávať automatické, časovo aj objemovo neobmedzené intervencie na devízovom trhu v smere oslabenia kurzu koruny tak, aby udržala kurz koruny voči euru na úrovni 27 CZK/EUR. Kurzový záväzok bol jednostranný, tzn. ČNB sa zaviazala brániť posilneniu koruny, pričom na slabšej strane hladiny nechala kurz koruny pohybovať sa podľa ponuky a dopytu na devízovom trhu.

Od začiatku zavedenia kurzového záväzku ČNB jasne komunikovala, že záväzok opustí v prípade udržateľného plnenia inflačného cieľa v strednodobom horizonte, čo dopredu jasne signalizovalo opustenie záväzku v určitom konkrétnom termíne – na základe ekonomického vývoja a z neho vyplývajúceho výhľadu obsiahnutého v Správe o inflácii. V závislosti od ekonomického vývoja (schopnosti plniť v strednodobom horizonte inflačný cieľ) sa ukončenie kurzového záväzku posúvalo až ku konečnému termínu – 1. polrok 2017.

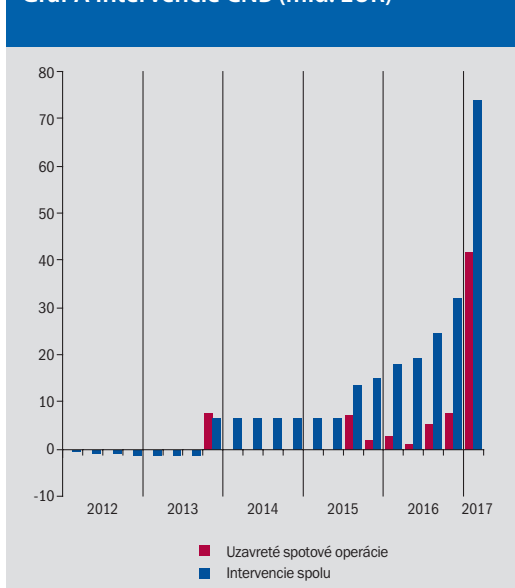
K ukončeniu kurzového záväzku došlo na mimoriadnom menovopolitickom zasadnutí ČNB 6. 4. 2017, keď ČNB konštatovala, že došlo k naplneniu podmienok pre udržateľné plnenie 2 %-ného inflačného cieľa aj do budúcnosti. Inflácia sa podľa ČNB dostala približne na úroveň, ktorú banka považovala za opti-

Graf B Vývoj inflácie v ČR (%)



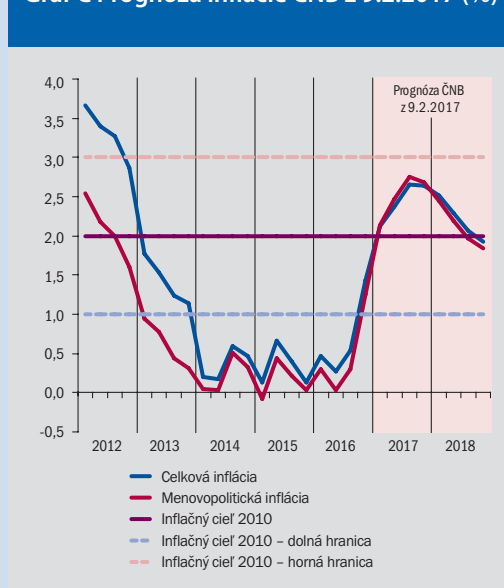
Zdroj: Macrobond.

Graf A Intervencie ČNB (mld. EUR)



Zdroj: Macrobond.

Graf C Prognóza inflácie ČNB z 9.2.2017 (%)



Zdroj: ČNB.

málnu v dobe zavedenia kurzového záväzku. Prognóza inflácie ďalej konštatuje, že inflačné očakávania sú dobre ukotvené a priaznivo sa vyvíja aj ekonomický sentiment. ČNB konštatovala, že kurzový záväzok sa v podmienkach českej ekonomiky osvedčil ako účinný nástroj menovej politiky a teda nie je možné vylúčiť jeho opätovné zavedenie v budúcnosti, hoci v súčasnej dobe je to vysoko nepravdepodobné. ČNB sa tak vracia k režimu riadeného plávajúceho výmenného kurzu.

Tesne po ukončení záväzku ČNB predpokladala vývoj kurzu oboma smermi: smerom k posilneniu (v prospech čoho by hovoril mierne kladný úrokový diferenciál vo vzťahu k eurozóne), aj smerom k oslabeniu (jedným z faktorov by mohlo byť, že česká koruna bola pred zavedením kurzového záväzku mierne nadhodnotená, resp. že finanční investori by mohli po zrušení kurzového záväzku uzatvárať svoje korunové pozície). ČNB zároveň vyjadrila pripravenosť zmierniť nadmerné a dlhodobejšie výkyvy kurzu svojimi menovo-politickými nástrojmi (pričom však žiadna definícia nadmerného výkyvu neexistuje a jeho posúdenie bude závisieť na konkrétnej situácii).

Pri zvažovaní stratégie exitu z kurzového záväzku ČNB sa často spomínala podobnosť s kurzovým záväzkom švajčiarskej centrálnej banky. Avšak tieto dva prípady kurzových záväzkov sa odlišujú vo viacerých charakteristikách. Prvým rozdielom je režim menovej politiky – ČNB vykonáva menovú politiku v režime inflačného cielenia, SNB realizuje menovú politiku stanovením cieľového pásma úrokovej sadzby Libor na trojmesačné medzibankové úvery vo švajčiarskych frankoch, čo predstavuje tretí element stratégie menovej politiky okrem definície cenovej stability a podmienených inflačných prognóz, pričom berie ohľad na celkový vývoj ekonomiky. Druhým rozdielom bol dôvod zavedenia kurzového záväzku – ČNB zaviedla kurzový záväzok v obave pred výraznými deflačnými tlakmi a pred dlhodobým podstreľovaním inflačného cieľa, SNB zaviedla kurzový záväzok z dôvodu nadmerného zhodnocovania švajčiarskeho franku (safe heaven mena) a tým možného ohrozenia švajčiarskej ekonomiky (strata konkurencieschopnosti). Tretím dôležitým rozdielom bola komunikácia stratégie exitu – ČNB od začiatku zavedenia kurzového záväzku jasne komunikovala, kedy záväzok ukončí (ukončenie bolo od začiatku

Graf D Kurzový záväzok ČNB a vývoj kurzu CZK/EUR



Zdroj: Macrobond.

Graf E Porovnanie kurzových záväzkov ČNB a SNB



Zdroj: Macrobond.



spojené s udržateľným plnením inflačného cieľa v strednodobom horizonte), kým SNB ponechala ukončenie záväzku bez definovania podmienok a ponechala ho na voľné uváženie (discretionary). A jedným z posledných rozdielov je aj kurzový režim po skončení záväzku – ČNB sa vrátila do režimu riadeného plávajúceho výmenného kurzu, SNB oficiálne realizuje voľný plávajúci výmenný kurz.

Určite je ešte príliš skoro hodnotiť z makroekonomického hľadiska celkovú úspešnosť a účinnosť realizácie výmenného kurzu ako neštandardného opatrenia menovej politiky ČNB na dosiahnutie stanoveného cieľa pri zero lower bound – tzn. udržateľné plnenie 2 %-ného in-

flačného cieľa. ČNB pri zvolenom neštandardnom menovom opatrení zvolila komunikačnú stratégiu, ktorá vopred jasne a zrozumiteľne definovala a komunikovala podmienky stanovenia záväzku a aj jeho opustenia (predvídateľne a zrozumiteľne pre jednotlivých ekonomických agentov) a potvrdila tak kredibilitu svojej menovej politiky. Minimálne z tohto pohľadu sa použitie výmenného kurzu ako neštandardného nástroja v menovej politike ČNB javí doteraz ako úspešné. Otázkou zostáva reakcia investorov v podmienkach tzv. „prekúpeného“ trhu s českou korunou (časť môže investíciu realizovať okamžite, časť môže realizáciu odložiť a časť ju môže transformovať na iný druh investície).



PREHĽAD PREDIKCIÍ RASTU HDP VYBRANÝCH INŠTITÚCIÍ

Tab. 1 Globálna ekonomika

	Zverejnenie	2016		2017		2018		2019	
MMF	apríl 2017	3,1	(=)	3,5	(0,1)	3,6	(=)	-	-
OECD	jún 2017	3,0	(=)	3,5	(0,2)	3,6	(=)	-	-
EK	máj 2017	3,0	(=)	3,4	(=)	3,6	(=)	-	-
ECB ¹⁾	jún 2017	3,2	(0,1)	3,5	(=)	3,8	(=)	3,8	(=)

Tab. 2 USA

	Zverejnenie	2016		2017		2018		2019	
MMF	apríl 2017	1,6	(=)	2,3	(=)	2,5	(=)	-	-
OECD	jún 2017	1,8	(0,2)	2,1	(-0,3)	2,1	(-0,7)	-	-
EK	máj 2017	1,6	(=)	2,2	(-0,1)	2,3	(0,1)	-	-
Fed	marec 2017	-	-	2,1	(=)	2,05	(0,05)	1,9	(=)

Tab. 3 Eurozóna

	Zverejnenie	2016		2017		2018		2019	
MMF	apríl 2017	1,7	(=)	1,7	(0,1)	1,6	(=)	-	-
OECD	jún 2017	1,7	(=)	1,8	(0,2)	1,8	(0,2)	-	-
EK	máj 2017	1,8	(0,1)	1,7	(0,1)	1,8	(=)	-	-
ECB	jún 2017	1,7	(=)	1,9	(0,1)	1,8	(0,1)	1,7	(0,1)

Tab. 4 Česká republika

	Zverejnenie	2016		2017		2018		2019	
MMF	apríl 2017	2,4	(-0,1)	2,8	(0,1)	2,2	(-0,2)	-	-
OECD	jún 2017	2,3	(-0,1)	2,9	(0,4)	2,6	(=)	-	-
EK	máj 2017	2,4	(=)	2,6	(=)	2,7	(=)	-	-
ČNB	máj 2017	2,3	(-0,1)	2,9	(0,1)	2,8	(=)	-	-

Tab. 5 Maďarsko

	Zverejnenie	2016		2017		2018		2019	
MMF	apríl 2017	2,0	(=)	2,9	(0,4)	3,0	(0,6)	-	-
OECD	jún 2017	1,9	(0,2)	3,8	(1,3)	3,4	(1,2)	-	-
EK	máj 2017	2,0	(0,1)	3,6	(0,1)	3,5	(0,3)	-	-
MNB	marec 2017	2,0	(-0,8)	3,6	(=)	3,7	(=)	3,2	-

Tab. 6 Poľsko

	Zverejnenie	2016		2017		2018		2019	
MMF	apríl 2017	2,8	(-0,3)	3,4	(=)	3,2	(-0,1)	-	-
OECD	jún 2017	2,7	(0,1)	3,6	(0,4)	3,1	(=)	-	-
EK	máj 2017	2,7	(-0,1)	3,5	(0,3)	3,2	(0,1)	-	-
NBP	marec 2016	2,8	(-0,2)	3,7	(0,1)	3,3	(=)	3,2	-

1) Rast globálnej ekonomiky bez eurozóny.

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