



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



SPRÁVA O MEDZINÁRODNEJ EKONOMIKE

JÚN 2018

Vydavateľ:
© Národná banka Slovenska

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

Kontakt:
02/5787 2146

<http://www.nbs.sk>

Dátum uzávierky pre spracovanie štvrťročnej správy
bol 14. júna 2018.

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 9	Hodnotenie práce ako faktora limitujúceho produkciu v priemysle a medziročný rast miezd na zamestnanca	12
2	KOMODITY	8			
3	SPOJENÉ ŠTÁTY AMERICKÉ	9	Graf 10	Miera nezamestnanosti, dlhodobej nezamestnanosti a voľných pracovných miest	13
4	EUROZÓNA	10	Graf 11	Očakávania vývoja zamestnanosti jednotlivými odvetviami	13
5	VÝVOJ V ČESKEJ REPUBLIKE, MAĎARSKU A POĽSKU	18	Graf 12	Predstihové indikátory a štvrťročný rast HDP	13
			Graf 13	Eurocoin a štvrťročný rast HDP	14
			Graf 14	Medziročná miera celkovej inflácie HICP a príspevky vybraných komponentov	14
			Graf 15	Ceny ropy v EUR a USD	15
			Graf 16	Medziročný rast cien ropy a cien energií v HICP	15
			Graf 17	Ceny potravín: komodity, výroba, spotrebiteľské ceny	15
			Graf 18	Ceny potravinových komodít a spracovaných potravín	16
			Graf 19	Spotrebiteľský dopyt a inflácia cien služieb	16
			Graf 20	Ceny priemyselných tovarov bez energií a vývoj nominálneho výmenného kurzu	16
			Graf 21	Cenové očakávania v priemysle, službách a maloobchode	17
			Graf 22	Cenové očakávania – ECB Survey of Professional Forecasters – HICP inflácia	17
			Graf 23	Rast HDP	18
			Graf 24	Príspevky k medzištvrtročnému rastu HDP	18
			Graf 25	Príspevky k HICP inflácii	19
			Graf 26	Indexy kurzov mien V4 voči euru	19
			Graf 27	Kľúčové sadzby NCB krajín V4	20
ZOZNAM TABULIEK					
Tab. 1	Globálna ekonomika	22			
Tab. 2	USA	22			
Tab. 3	Eurozóna	22			
Tab. 4	Česká republika	22			
Tab. 5	Maďarsko	22			
Tab. 6	Poľsko	22			
ZOZNAM GRAFOV					
Graf 1	Vývoj HDP a CLI v OECD	6			
Graf 2	Príspevky jednotlivých komponentov k štvrtročnému rastu HDP	10			
Graf 3	Menovopolitické sadzby a miera úspor domácností	10			
Graf 4	Medziročný rast súkromnej spotreby a hodnotenie správneho času na veľké nákupy	11			
Graf 5	Hodnotenie konkurencieschopnosti v priemysle a priemyselná výroba	11			
Graf 6	Exportné očakávania v priemysle a priemyselná výroba	11			
Graf 7	Faktory limitujúce produkciu v priemysle	12			
Graf 8	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

Pozitívny vývoj svetového hospodárstva z roku 2017, keď bol zaznamenaný najvyšší rast od roku 2011, sa preniesol aj do začiatku roku 2018. Napriek miernemu spomaleniu v 1. štvrtroku 2018 – v porovnaní s posledným štvrtkom 2017 – naďalej podporovali globálnu ekonomickú aktivitu priaznivé finančné podmienky, oživenie investícií a silný sentiment.

Na globálnu ekonomiku tlmiačo pôsobili vyspelé ekonomiky. V Japonsku po dvoch rokoch pozitívneho rastu ekonomická aktivita mierne poklesla, hospodárstvo v podstate podržal iba zahraničný obchod. Hoci sa exportná výkonnosť výrazne spomalila v reakcii na pomalší zahraničný dopyt, rast importov sa utlmil v oveľa väčšej miere. Na druhej strane, príspevok domáceho dopytu bol negatívny. Investície stagnovali už tretí štvrtrok za sebou a poklesla súkromná spotreba, čo môže sťažovať dosiahnutie inflačného cieľa. Navyše spotreba vlády prispela k rastu len nepatrne. Rast ekonomiky Japonska by sa mal v nasledujúcich rokoch znížiť v dôsledku klesajúcej podpory zo strany fiškálnej politiky a znižovania voľných kapacít. Navyše v prípade eskalácie obchodných vojen sa Japonsko ako silne exportne orientovaná ekonomika stáva oveľa zraniteľnejším. V rámci vyspelých ekonomík sa výraznejšie znížil rast Spojeného kráľovstva. Jeho hospodárstvo sa dostalo takmer do stagnácie a dosiahlo najnižší rast za posledných 5 rokov. Výkonnosť ekonomiky ovplyvnil slabší rast súkromnej spotreby, čo mohlo byť aj dôsledkom vysokej zadlženosti domácností. Mierne poklesol aj rast investícií. Domáci dopyt mohlo do určitej miery negatívne ovplyvniť nepriaznivé počasie vo februári a marci, avšak chladná zima celkovo nie je vysvetlením výraznejšieho spomalenia hospodárstva. Rast ekonomiky Spojeného kráľovstva by mal byť naďalej mierny v dôsledku neistoty z výsledkov rokovaní o Brexite. Mal by byť ovplyvnený utlmeným domácim dopytom, ktorý by mal kompenzovať čistý export podporený slabšou librou. Slabšia ekonomická výkonnosť začiatkom roku 2018 sa prejavila aj v eurozóne. Ekonomiku utlmil predovšetkým zahraničný obchod, keď výraznejší pokles exportov než importov spôsobil, že príspevok čistého dovozu k celkovému rastu bol záporný. Zmiernil sa aj rast investičného

dopytu najmä v dôsledku poklesu investícií do strojov a zariadení. Na druhej strane, hospodárstvo podporila súkromná spotreba, ktorej rast akceleroval. Dopad spotreby vládneho sektora na ekonomiku bol v uvedenom období neutrálny. Najslabší rast spotrebiteľských výdavkov za takmer 5 rokov pribrzdil rast hospodárstva USA. Tento vývoj by mal byť iba dočasný z hľadiska vývoja na trhu práce, silnej spotrebiteľskej dôvery a fiškálnych stimulov americkej administratívy. Ekonomiku utlmil aj pokles rezidenčných investícií a investícií do zariadení. V 1. štvrtroku 2018 americká administratíva prijala opatrenia na obranu národnej bezpečnosti vo forme uvalenia dovozných ciel na dovoz ocele a hliníka. Samotné opatrenia by nemali mať výraznejší vplyv na ekonomiku USA. Zavedenie vlastných protekcionistických opatrení zo strany obchodných partnerov a eskalácia napätia v obchodných vzťahoch však môže mať negatívny vplyv na globálnu ekonomiku.

Z rozvíjajúcich sa ekonomík sa v 1. štvrtroku 2018 mierne spomalila čínska ekonomika. Utlmil sa export a investičný dopyt, predovšetkým infraštruktúrne investície, ktoré boli v minulosti zdrojom ekonomického rastu. Ich miernejší rast by mal pokračovať spolu s prísnejšou menovou politikou a prísnejším schvaľovacím procesom pre lokálne investičné projekty. Čína sa navyše snaží o znižovanie znečistenia životného prostredia, čo naznačuje aj spomaľovanie rastu priemyselnej výroby. Hospodárstvo v uvedenom období podporila najmä súkromná spotreba v prostredí rastúcich reálnych príjmov a klesajúcej nezamestnanosti. Naznačili to aj maloobchodné tržby, ktoré rástli nad očakávania. Pozitívne efekty reforiem sa prejavili na indickom hospodárstve, ktoré sa stalo najrýchlejšie rastúcou ekonomikou spomedzi krajín G20. Vďaka rastúcemu využívaniu kapacít, oživeniu ziskovosti podnikov a rekapitalizácii štátnych bánk nastala akcelerácia investícií. Súkromnú spotrebu však naďalej utlmovala nízka spotrebiteľská dôvera a nárast nezamestnanosti. Začiatkom roku sa mierne zrýchlila aj ekonomická aktivita v Brazílii, keď ekonomiku podržala súkromná spotreba napriek rastúcej miere nezamestnanosti. Investície podporené nižšími úrokovými sadzbami a reformami tiež po-

mohli rastu ekonomiky, i keď v menšej miere ako v predchádzajúcich dvoch štvrtrokoch. V úvode roka sa obnovil aj rast exportov, ktoré však boli sprevádzané dynamickejšim zvýšením importov. Na ekonomiku pôsobil tlmiaco aj vládny sektor, ktorý v snahe získať prostriedky na splnenie fiškálnych cieľov inicioval privatizáciu Eletrobrasu, najväčšej energetickej spoločnosti v Latinskej Amerike. V prostredí vysokých cien ropy, zlepšujúcej sa makroekonomickej stability, uvoľňovania menovej politiky a pozitívneho vývoja globálneho hospodárstva pokračovalo oživenie ruskej ekonomiky. Rast ťahal predovšetkým domáci dopyt – so zlepšujúcou sa podnikateľskou dôverou a finančnými podmienkami rástli súkromné investície. Súkromnú spotrebu podporil rast miezd vo verejnom sektore a pozitívnejšie očakávania domácností. Ekonomickému rastu pomohli aj verejné výdavky, ktoré sa zvýšili kvôli organizácii svetového šampionátu vo futbale. Na druhej strane, export limitovalo dodržiavanie dohody o obmedzovaní produkcie ropy.

Celkovo sa v 1. štvrtroku 2018 rast ekonomickej aktivity v krajinách OECD mierne spomalil na 0,5 % z 0,6 % dosiahnutého v predchádzajúcom štvrtroku. Aj v medzioročnom porovnaní došlo k zníženiu hospodárskeho rastu z 2,7 % vo 4. štvrtroku 2017 na 2,6 % v 1. štvrtroku 2018. Priemerná hodnota kompozitného indikátora

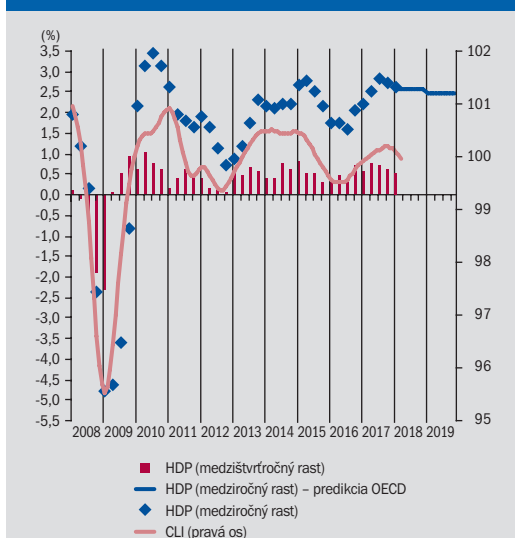
ekonomickej dôvery v krajinách OECD (Composite Leading Indicator)¹ sa v 1. štvrtroku 2018 mierne znížila a klesajúci trend pokračoval aj v apríli, čo môže naznačovať spomalenie globálnej ekonomiky v krátkodobom horizonte. Pozitívne tendencie v globálnej ekonomike však naďalej pretrvávajú. Potvrdili to aj aktuálne hodnoty globálneho kompozitného PMI, ktorý po výraznejšom marcovom prepade opätovne začal rásť a indikuje pokračovanie robustného rastu globálnej ekonomiky.

Z krátkodobého hľadiska by mal širokospektrálny rast naďalej podporovať globálnu aktivitu. Menové politiky a priaznivé finančné podmienky by mali pozitívne vplyvať na vývoj vyspelých ekonomík. Fiškálne stimuly v USA vo forme daňovej reformy a zvýšených výdavkov predstavujú stimul pre svetovú ekonomiku spolu s ďalšími expanzívnymi fiškálnymi politikami vyspelých krajín. Rozvíjajúce sa ekonomiky, hlavne exportne orientované ázijské krajiny, by mali ťažiť z oživenia globálneho obchodu, stabilizácia cien komodít by mala pomôcť komoditným exportérom. Riziko pre globálnu ekonomiku však predstavuje zavádzanie dovozných ciel, ktoré môžu narušiť obchodné väzby medzi krajinami.

Začiatkom roku 2018 začala administratíva USA prijímať opatrenia na znižovanie bilaterálnych obchodných deficitov. V januári uvalila clá na dovoz solárnych panelov a práčok, v marci zaviedla dovozné clá na oceľ (25 %) a hliník (10 %). Tieto kroky boli nasmerované hlavne proti Číne, s ktorou majú USA dlhodobu najvyšší obchodný deficit. Zo zoznamu dotknutých krajín boli dočasne (do 1. mája 2018) vyňaté Kanada, Mexiko, EÚ, Austrália, Južná Kórea, Brazília a Argentína. Do uvedeného termínu dosiahli USA konečnú dohodu iba s Južnou Kóreou, ktorá súhlasila s revíziou dohody o voľnom obchode s USA výmenou za oslobodenie od taríf. V princípe došlo k dohode aj s Argentínou, Brazíliou a Austráliou. Tieto krajiny sa následne dohodli na opatreniach na zníženie nadmernej produkcie ocele, ktorá by prispievala ku zvýšeným zásobám v USA. Dostali tak výnimku na dovozné clá na neurčito prostredníctvom dodržiavania stanovených kvót na dovoz. Pre Kanadu, Mexiko a EÚ bol termín možných negociácií rozšírený o ďalších 30 dní, v rámci ktorých sa napodarilo prijať konsenzus a pre tieto krajiny začiatkom júna 2018 vstúpili do platnosti dovozné clá na oceľ a hliník. Dovoz

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

Graf 1 Vývoj HDP a CLI v OECD



Zdroj: OECD.

Poznámka: CLI – Composite Leading Indicators.



produktov podliehajúcich clám predstavuje iba nepatrný podiel z importu USA, čo naznačuje, že dopad uvedených opatrení USA na globálnu ekonomiku by mal byť obmedzený. V prípade, že ostatné krajiny pristúpia k vlastným odvetným opatreniam, vplyv na utlmenie globálneho obchodu s dôsledkami pre globálnu ekonomiku by však mohol byť výraznejší. Na obchodnú vojnu ako riziko ohrozujúce zatiaľ pozitívne vyhliadky globálneho hospodárstva upozorňuje aj MMF a OECD.

V 1. štvrťroku 2018 zostal globálny inflačný vývoj relatívne stabilný. Miera inflácie v krajinách OECD zostala v marci 2018 v porovnaní s dynamikou spotrebiteľských cien zaznamenanou

v decembri 2017 nezmenená (2,3 %). Celková miera inflácie v januári a februári mierne poklesla hlavne v dôsledku nižšej inflácie energií a v januári navyše aj vplyvom nižšej jadrovej inflácie. Návrat na vyššiu úroveň v marci spôsobilo výhradne zvýšenie inflácie bez cien potravín a energií, keďže rast cien potravín zostal tlmenejší a rast cien energií sa spomalil. Jadrová inflácia dosiahla v marci 2,0 % a oproti decembru 2017 sa zvýšila o 0,1 percentuálneho bodu. Celková miera inflácie v krajinách OECD zostala stabilná aj v apríli (2,3 %). Pokračovanie pomalšieho rastu cien potravín a pokles jadrovej inflácie na 1,9 % vykompenzovala rýchlejšia dynamika cien energií, ktoré odrážali rast cien ropy.



2 KOMODITY

Priemerné ceny komodít v 1. štvrtroku 2018 oproti úrovni posledného štvrtroku 2017 vzrástli. Tento vývoj bol ovplyvnený zvýšením cien energetických aj neenergetických komodít.

V rámci energetických surovín sa v 1. štvrtroku zvýšila priemerná cena ropy Brent, ktorá oproti predchádzajúcemu štvrtroku vzrástla o cca 6 USD/barel na úroveň 67 USD/barel. Jej vývoj ovplyvnil pokračujúci rast globálneho dopytu, rastúce napätie na Blízkom východe a obavy o exporty z Iránu, ale predovšetkým pokračovanie dodržiavania zmluvy o obmedzovaní produkcie členských krajín OPEC a Ruska a náznakoch jej predĺženia až do roku 2019. Krátkodobý pokles ceny zaznamenaný počas hodnoteného obdobia spôsobil rast zásob v USA. Výraznejší rast ceny ropy v poslednom období vedie podľa Medzinárodnej agentúry pre energiu (IEA) k druhej vlně expanzie ťažby bridlicovej ropy v USA. To by mohlo znamenať, že USA sa v roku 2019 stanú najväčším producentom ropy na svete. IEA upozornila na možné opakovanie histórie, keď v roku 2014 – v čase prvej vlny rastu ťažby z bridlíc – sa krajiny OPEC-u s cieľom získať trhové podiely snažili nízkymi cenami vytlačiť drahších producentov z trhu. Ropa mala rastúci trend aj v ďalšom období a v druhej polovici mája sa dostala až na úroveň 80 USD/barel, čím reagovala na obchodné spory USA a Číny,

ekonomickú krízu vo Venezuele, odstúpenie USA od jadrovej dohody s Iránom z roku 2015 a obavy z uvalenia sankcií na Irán s následným dopadom na globálne dodávky ropy. Koncom mája nastala korekcia ceny ropy v dôsledku náznakov postupného zmierňovania obmedzení ťažby krajín zo strany členských krajín OPEC-u a krajín mimo OPEC. V rámci neenergetických komodít sa v 1. štvrtroku 2018 oproti predchádzajúcemu štvrtroku zvýšili priemerné ceny kovov a poklesli ceny potravinových komodít. Index priemyselných kovov po náraste v januári začal klesať, jeho priemerná hodnota však zostala nad úrovňou 4. štvrtroku 2017. Ceny kovov tak reagovali na pokračujúce priaznivé vyhliadky spracovateľského priemyslu. Dynamicky vzrástli priemerné ceny niklu, cínu a zinku, v menšej miere aj ceny medi a hliníka. Začiatkom roka sa zvýšila aj cena železnej rudy, keďže čínske huty sa pripravovali na zrušenie reštrikcií na produkciu ocele. Na konci hodnoteného obdobia však jej cena klesala vplyvom ochladenia na čínskom trhu s nehnuteľnosťami, rastúcich zásob a obchodného sporu medzi USA a Čínou. Pokles priemernej ceny potravinových komodít bol spôsobený hlavne poklesom cien mlieka v dôsledku nadprodukcie. Znížili sa však aj ceny cukru a kávy. Ceny pšenice a mäsa viac-menej stagnovali, pokles cien hovädzieho mäsa kompenzoval rast cien bravčového mäsa.

3 SPOJENÉ ŠTÁTY AMERICKÉ

V 1. štvrťroku 2018 sa americká ekonomika opäťovne spomalila – anualizovaná dynamika hospodárskeho rastu poklesla na 2,2 % v porovnaní s 2,9 % dosiahnutými v poslednom štvrťroku 2017. Očakávania podpory ekonomiky vyplývajúcej z daňovej reformy sa tak zatiaľ nepotvrdili. V medziročnom porovnaní došlo k miernemu zrýchleniu tempa hospodárskeho rastu na 2,8 % z 2,6 % zaznamenaných v predchádzajúcom štvrťroku.

Na výraznejšom spomalení ekonomickej výkonnosti USA sa začiatkom roku 2018 podpísala predovšetkým súkromná spotreba, ktorá odrážala pokles výdavkov domácností na tovary dlhodobej spotreby, hlavne na motorové vozidlá. Tento vývoj bol spôsobený jednorazovým bázičným efektom v dôsledku vysokého nárastu spomínaných výdavkov v závere roku 2017 ako dôsledok hurikánovej sezóny. Kým v poslednom štvrťroku 2017 výdavky na motorové vozidlá prispeli k celkovému hospodárskemu rastu 0,5 percentuálnymi bodmi, v 1. štvrťroku 2018 ho utlmili 0,3 percentuálnymi bodmi. K celkovému pomalšiemu rastu súkromnej spotreby však prispelo aj spomalenie výdavkov na tovary krátkodobej spotreby a služby. Spomalil sa aj investičný dopyt, keď zrýchlenie rastu v nerezidenčných investíciách v dôsledku akcelerácie infraštruktúrnych investícií a investícií do produktov duševného vlastníctva bolo viac ako vykompenzované poklesom rezidenčných investícií. Nižší ekonomický rast americkej ekonomiky bol však spôsobený aj spomalením spotreby a investícií vlády na federálnej aj štátnej úrovni. Výrazné utlmenie importov pri súčasne miernejšom spomalení exportov viedlo k takmer neutrálnemu vplyvu čistého vývozu na ekonomiku v porovnaní s vysokým negatívnym príspevkom v predchádzajúcom štvrťroku. Pozitívny vývoj na trhu práce, pokles daňového zaťaženia a rast reálnych disponibilných príjmov by sa mal v nasledujúcom období prejavovať v posilnení súkromnej spotreby, daňová reforma a pretrvávajúce priaznivé finančné podmienky by mali posilniť investície. Hospodár-

stvo USA by malo podporiť aj navýšenie limitov na vládne výdavky na nasledujúce dva fiškálne roky schválené vo februári 2018.

Rast spotrebiteľských cien v USA začiatkom roku 2018 akceleroval. V januári a februári bola miera inflácie v porovnaní s koncom roka 2017 ešte relatívne stabilná – pri nezmenenej jadrovej inflácii sa dynamiky cien energií a potravín vzájomne kompenzovali. Vyšší nárast miery inflácie na 12-mesačné maximum však nastal v marci, kedy bola akcelerácia rastu spotrebiteľských cien spôsobená výhradne položkami jadrovej inflácie. Dynamiky rastu cien energií a potravín sa totiž mierne priblížili a ich príspevok k celkovej inflácii tak poklesol. Vyššiu infláciu bez cien potravín a energií v tomto období ovplyvnili hlavne ceny bezdrôtových telefónnych služieb, ktorých medziročný pokles sa výraznejšie spomalil. Zrýchľil sa aj rast cien služieb spojených s bývaním a čiastočne aj služieb zdravotnej starostlivosti. Jadrová inflácia sa tak v USA zvýšila z 1,8 % decembri 2017 až na 2,1 % marci 2018. Celková miera inflácie v rovnakom období vzrástla z 2,1 % na 2,4 %. Rast spotrebiteľských cien pokračoval aj v apríli, keď inflácia dosiahla 2,5 %. V tomto prípade však jej vývoj ovplyvnili iba rýchlejšie ceny energií reagujúce na dynamické zvýšenie energetických komodít a ceny potravín, hlavne ceny mäsa. Inflácia bez cien potravín a energií zostala v apríli stabilná (2,1 %).

Federálny výbor pre operácie na voľnom trhu (FOMC) na svojom zasadnutí v januári ponechal cieľovú sadzbu federálnych fondov na úrovni 1,25 % až 1,5 %. Na svojom zasadnutí v marci však na základe aktuálneho a očakávaného vývoja na trhu práce a inflácie FOMC pristúpil ku zvýšeniu sadzby na 1,5 % až 1,75 %. Na uvedenej úrovni zostala cieľová sadzba federálnych fondov aj po májovom zasadnutí. Ďalšie zvýšenie na úroveň 1,75 % až 2,0 % nastalo na júnovom zasadnutí. FOMC naďalej hodnotí nastavenie menovej politiky ako akomodačné, podporujúce priaznivé podmienky na trhu práce a udržateľný návrat k 2 % inflácii.

4 EUROZÓNA

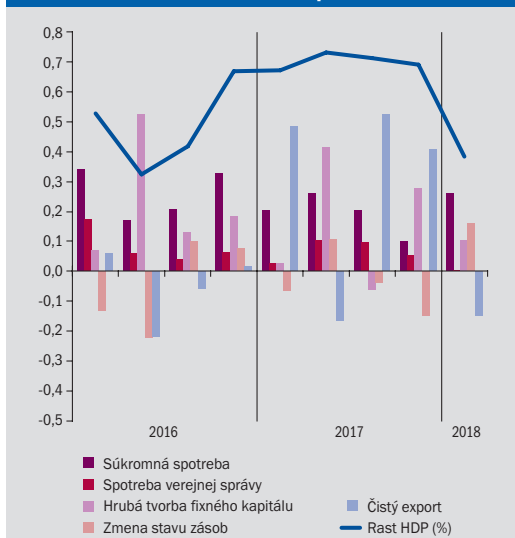
Rast hospodárstva eurozóny sa v 1. štvrťroku 2018 výraznejšie spomalil na 0,4 % po tom, čo v predchádzajúcich piatich štvrťrokoch dosahoval 0,7 %. Spomedzi najväčších ekonomík sa tempo rastu najvýraznejšie znížilo vo Francúzsku (o 0,5 percentuálneho bodu na 0,2 %) a v Nemecku (o 0,3 percentuálneho bodu na 0,3 %). Miernejšie spomalenie zaznamenalo v Holandsku (o 0,2 percentuálneho bodu na 0,5 %) a Taliansku (o 0,1 percentuálneho bodu na 0,3 %). Dynamicky, rovnako ako v predchádzajúcich dvoch štvrťrokoch, naďalej rástla španielska ekonomika (0,7 %). Slabšia štvrťročná dynamika hospodárstva sa premietla aj do nižšieho medziročného rastu, ktorý poklesol o 0,3 percentuálneho bodu na 2,5 %.

Na spomalení ekonomického rastu sa najvýraznejšie podieľal prepád exportov (o 0,4 %). Tie zaznamenali medzištvrtročný pokles prvýkrát po približne piatich rokoch. S poklesom vývozu sa mierne znížili aj dovozy, čo čiastočne tlmilo negatívny príspevok čistého exportu k ekonomickému rastu. Naopak, domáci dopyt podporil rast hospodárstva. Súkromná spotreba, po miernom spomalení v priebehu druhého polroka 2017, akcelerovala (o 0,3 percentuálneho bodu na 0,5 %).

Po tom, čo spotreba verejnej správy podporovala v priebehu celého roka 2017 rast ekonomiky, v 1. štvrťroku 2018 stagnovala. Rast investičného dopytu sa spomalil, najmä v dôsledku poklesu investícií do strojov a zariadení. Mierne sa však zrýchlil rast investícií v stavebníctve a investícií do duševného vlastníctva. Pokles exportov aj oslabenie investičného dopytu však čiastočne kompenzoval pomerne výrazný nárast zásob, ktoré v predchádzajúcom štvrťroku pôsobili tlmiačo.

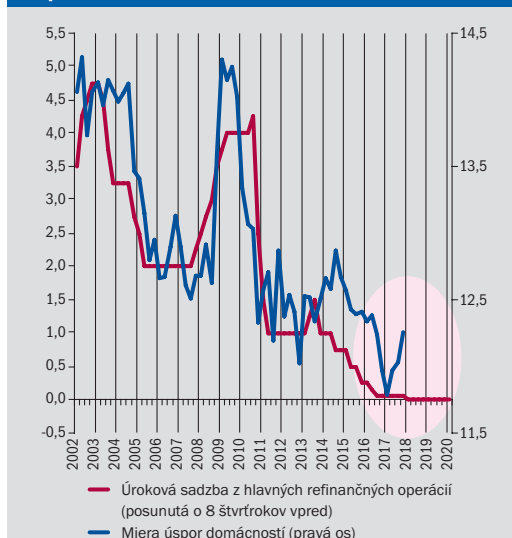
Spotrebiteľský dopyt je naďalej podporovaný akomodatívnou menovou politikou, premietajúcou sa do nízkej úrovne úrokových sadzieb, ale aj posilňovaním situácie na trhu práce. Napriek tomu, že úroveň úrokových sadzieb je naďalej veľmi nízka, miera úspor sa v posledných troch štvrťrokoch 2017 mierne zvýšila. Naďalej sa však nachádza na nízkej úrovni. Pokračovanie rastu miery úspor by však mohlo v budúcnosti čiastočne limitovať rast súkromnej spotreby. Súčasne sa mierne znížilo hodnotenie správneho času na veľké nákupy, aj keď jeho úroveň bola len mierne pod historickými maximami. Rast spotreby by mal však aj naďalej zostať relatívne dynamický, podporovaný priaznivou situáciou na trhu prá-

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

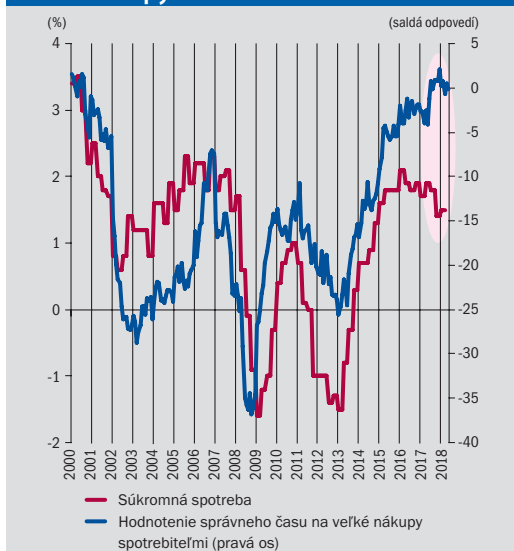


Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

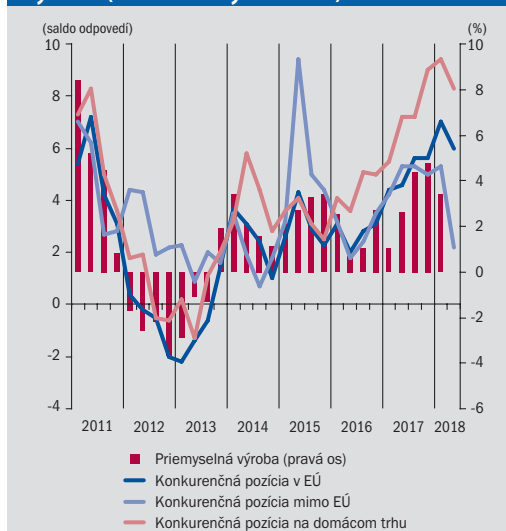
Graf 3 Menovopolitické sadzby (%) a miera úspor domácností (%)



Zdroj: Macrobond.

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


Zdroj: Macrobond.

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


Zdroj: Európska komisia, Eurostat a výpočty NBS.

ce. Súčasne ECB indikátor negociovaných miezd naznačuje miernu akceleráciu mzdového vývoja už tretí štvrťrok za sebou (z 1,48 % v 2. štvrťroku 2017 na 1,86 % v 1. štvrťroku 2018). Práve v 1. štvrťroku 2018 sa pomerne výrazne zrýchlil (o 0,3 percentuálneho bodu) na najvyššiu úroveň za posledných približne 5 rokov. Zrýchlenie mzdového vývoja by rovnako prispelo k rastu súkromnej spotreby.

Po období zlepšovania hodnotenia konkurenčnej pozície v priemysle najmä na domácich trhoch a trhoch Európskej únie (EÚ) od 3. štvrťroka 2016 nastal v 2. štvrťroku 2018 výrazný prepád tohto hodnotenia. Napriek tomu zostalo hodnotenie konkurenčnej pozície na domácich trhoch a trhoch EÚ na relatívne vysokej úrovni. Najvýraznejšie však bolo zasiahnuté hodnotenie konkurenčnej pozície na trhoch mimo EÚ, čo súviselo so zrušením dočasnej výnimky pre clá na hliník a oceľ pre EÚ zo strany USA. Takisto sa tu pravdepodobne prejavili obavy z eskalácie protekcionárskych politík a možná colná vojna s negatívnym dopadom na globálny obchod a produkciu. Tie sa pravdepodobne podpísali aj pod ďalšie zníženie exportných očakávaní (pokles aj v 1. štvrťroku 2018) a môžu signalizovať zmiernenie rastu priemyselnej produkcie.

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


Zdroj: Európska komisia, Eurostat a výpočty NBS.

Hodnotenie faktorov obmedzujúcich produkciu v priemysle naďalej potvrdzuje tendencie z predchádzajúcich štvrťrokov. Napriek zhoršeniu exportných očakávaní a oslabeniu hodnotenia konkurenčnej pozície je súčasná úroveň hodnotenia dopytu ako obmedzujúceho faktora

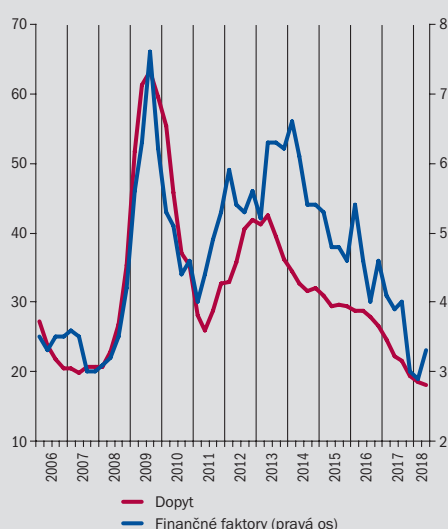
pre produkciu historicky na najnižšej úrovni. To naďalej naznačuje pretrvávajúci silný dopyt. Neopatrne sa zhoršilo vnímanie obmedzení zo strany finančných faktorov, zostáva však na veľmi nízkych úrovniach. Na postupne sa meniacu cyklickú pozíciu ekonomiky poukazuje ďalší nárast obmedzení zo strany výrobných faktorov – vybavenia a práce. Existujúce obmedzenia zo strany

vybavenia by sa pri súčasne pozitívnom vnímaní dopytu mohli premietnuť do postupnej obnovy kapitálu, a teda rastu investícií.

Hodnotenie obmedzení zo strany práce sa naďalej nachádza na historicky najvyšších úrovniach a naznačuje ďalšie prehĺbenie pnúť na trhu práce. Na základe minulých skúseností, kedy hodnotenia obmedzení zo strany práce dosahovali vysoké úrovne, nastávala súčasne aj akcelerácia mzdového rastu. Ten je však v súčasnosti naďalej relatívne utlmený, aj keď v priebehu roka 2017 dochádzalo k miernemu zrýchľovaniu mzdového vývoja. Pokračujúci rast napätia na trhu práce by sa však v nasledujúcom období mohol prejavovať aj v dynamike miezd a následne by mohol podporiť cenový rast. Indikátor negocievaných miezd začína poukazovať na zvyšovanie mzdových tlakov, keď sa medziročný rast negocievaných miezd v 1. štvrťroku 2018 zrýchlil na 1,9 % v porovnaní s 1,6 % v poslednom štvrťroku 2017.

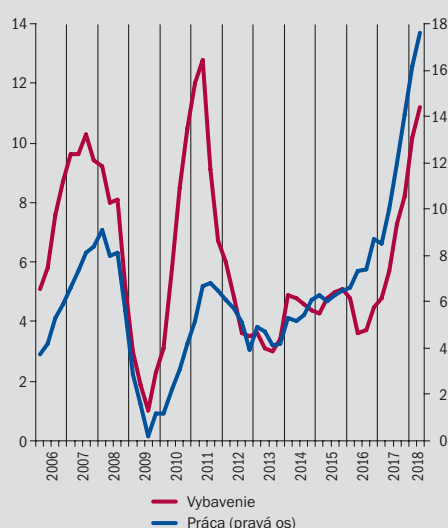
Pokračujúce sprísňovanie podmienok na trhu práce dokumentuje aj ďalší pokles miery nezamestnanosti, ktorá sa postupne znižovala aj v priebehu 1. štvrťroku 2018 a následne aj v apríli. V porovnaní s koncom roka poklesla o 0,2 percentuálneho bodu na 8,5 %. Súčasne s poklesom nezamestnanosti rastie aj miera voľných pracovných miest², čo signalizuje rastúce ponukové

Graf 7 Faktory limitujúce produkciu v priemysle (%)



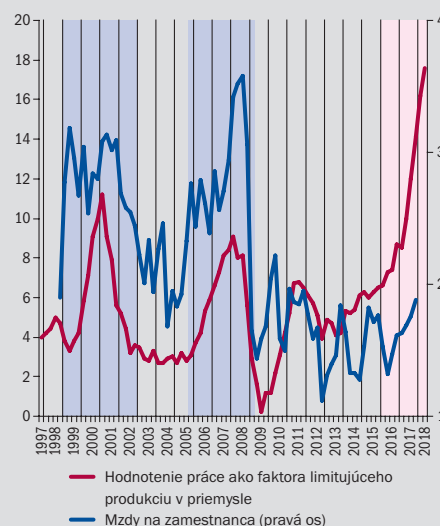
Zdroj: Macrobond.

Graf 8 Faktory limitujúce produkciu v priemysle (%)



Zdroj: Macrobond.

Graf 9 Hodnotenie práce ako faktora limitujúceho produkciu v priemysle a medziročný rast miezd na zamestnanca (%)



Zdroj: Macrobond.

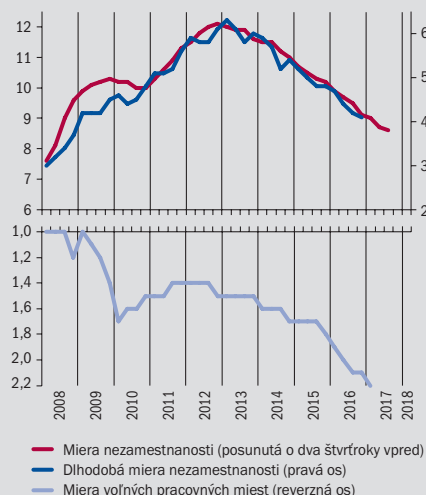
² Údaje za mieru voľných pracovných miest sú dostupné od roku 2008.

obmedzenia na trhu práce. Získavanie nových pracovníkov sa tak stáva náročnejšie. Prieskumy naznačujú pokles očakávaní v oblasti budúcej zamestnanosti v priemysle a maloobchode, čo môže súvisieť práve so sťaženou situáciou pri získavaní nových pracovníkov. Čiastočne však mohli byť tieto očakávania, najmä v priemysle, ovplyvnené aj neistotami súvisiacimi s možným

nárastom protekcionizmu. Naopak, očakávania budúcej zamestnanosti v máji opäť vzrástli v stavebníctve. V službách sa výraznejšie nezmenili, no nachádzajú sa, podobne ako v ostatných odvetviach, na vysokých úrovniach.

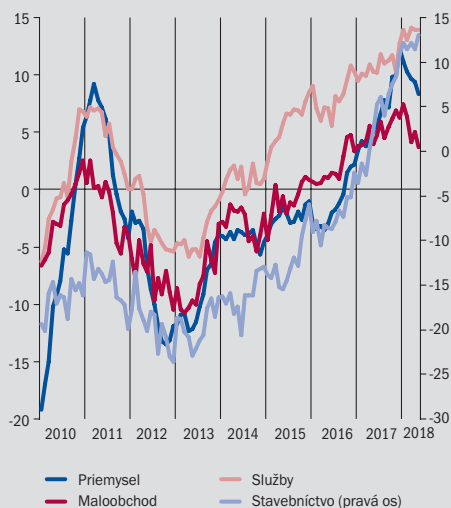
Predstihové indikátory v porovnaní s mimoriadne vysokými úrovňami, ktoré dosahovali na prelome rokov, výraznejšie poklesli. Napriek tomu sa ich úroveň nachádza naďalej na relatívne vysokých úrovniach a signalizuje pokračovanie ekonomického rastu. Jeho tempo však pravdepodobne nebude dosahovať úroveň roku 2017. Indikátor ekonomického sentimentu pre eurozónu poklesol v priebehu 1. štvrťroka 2018 pomerne výrazne, avšak z úrovni dosahujúcich 17-ročné maximá. V apríli a máji sa jeho pokles spomalil, resp. takmer zastavil. Podobne výrazný pokles, ktorý však pretrvával aj v apríli a máji, zaznamenal kompozitný PMI pre eurozónu. Jeho májová úroveň (54,1) je naďalej konzistentná s pokračujúcim ekonomickým rastom a takisto sa nachádza nad dlhodobým priemerom tohto indikátora. Klesal aj Eurocoin, jeho úroveň však bola naďalej relatívne priaznivá. Vývoj predstihových indikátorov pravdepodobne reflektoval aj zvyšujúce sa geopolitické napätie (odstúpenie USA od jadrovej dohody s Iránom), rastúcu politickú neistotu (Taliansko) a hrozbu nárastu protekcionizmu a jeho dopad na globálny obchod.

Graf 10 Miera nezamestnanosti, dlhodobej nezamestnanosti a voľných pracovných miest (%)



Zdroj: Macrobond.

Graf 11 Očakávania vývoja zamestnanosti jednotlivými odvetviami (saldá odpovedí)



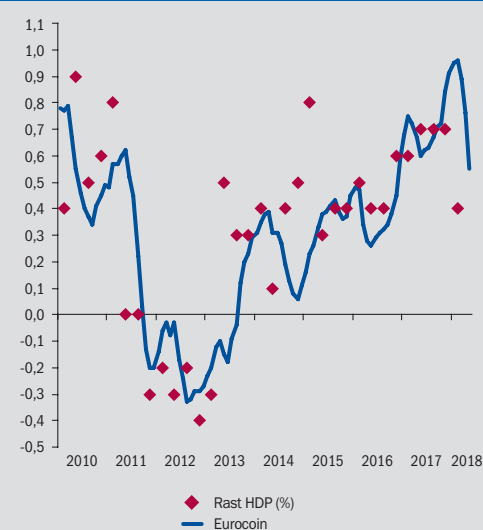
Zdroj: Macrobond.

Graf 12 Predstihové indikátory a štvrťročný rast HDP



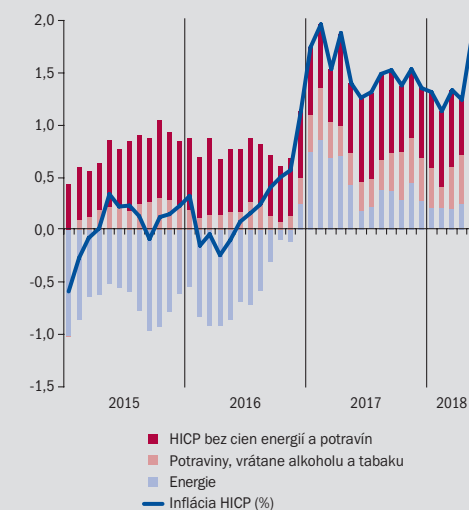
Zdroj: Macrobond, IHS Markit a výpočty NBS.

Graf 13 Eurocoin a štvrťročný rast HDP



Zdroj: Macrobond.

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

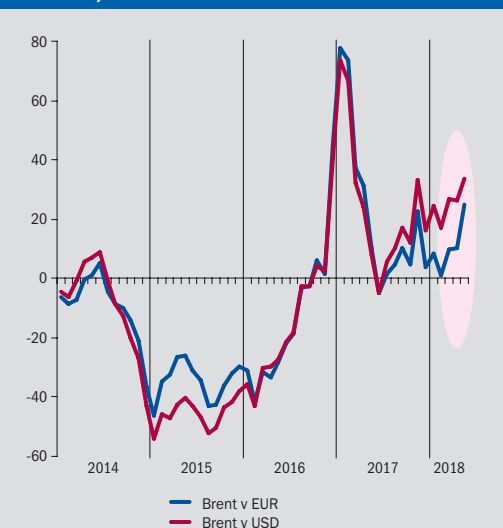


Zdroj: Macrobond.

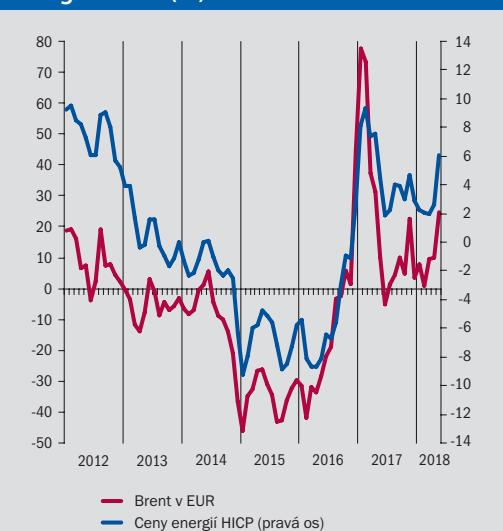
V 1. štvrťroku 2018 bola dynamika rastu spotrebiteľských cien (HICP) viac-menej stabilná, aj keď v porovnaní s koncom roka 2017 nepatrne poklesla. Bolo to ovplyvnené predovšetkým zmiernením dynamiky rastu cien energií a potravín. Ku koncu 1. štvrťroka 2018 sa celková inflácia v porovnaní s decembrom 2017 znížila o 0,1 percentuálneho bodu na 1,3 %. Inflácia bez cien energií a potravín (jadrová inflácia) sa začiatkom štvrťroka nepatrne zrýchlila z 0,9 % na 1,0 % v dôsledku mierne vyššej dynamiky cien priemyselných tovarov bez energií. V ďalších dvoch mesiacoch zotrvala na rovnakej úrovni, pričom inflácia priemyselných tovarov bez energií sa postupne spomaľovala. Naopak, zrýchlil sa cenový rast služieb. Ten bol predovšetkým v marci v značnej miere ovplyvnený kalendárnym efektom odlišného načasovania Veľkej noci. V dôsledku tohto efektu došlo následne v apríli k výraznejšiemu spomaleniu inflácie služieb, čo sa prejavilo aj vo výraznejšom znížení jadrovej inflácie (pokles o 0,3 percentuálneho bodu na 0,7 %). V máji tento kalendárny vplyv, naopak, doznel, dynamika rastu cien sa opäť zrýchlila a jadrová inflácia vzrástla na 1,1 %. Súčasne sa však výrazné zrýchlenie cenového rastu energií premietlo do akcelerácie celkovej inflácie o 0,7 percentuálneho bodu na 1,9 %. Celková miera inflácie tak dosiahla naj-

vyššiu úroveň od apríla 2017, kedy bola rovnako podporovaná rastom cien energií.

Spotrebiteľské ceny energií odrážali vývoj medziročnej dynamiky cien ropy na svetových trhoch i vývoj nominálneho výmenného kurzu eura voči americkému doláru. V priebehu 1. štvrťroka 2018 pokračovala tendencia rastu cien ropy, s výnimkou dočasného poklesu vo februári. Súčasne však zrýchľujúca sa medziročná apreciácia eura voči americkému doláru tlmila vplyv cien ropy na spotrebiteľské ceny energií. Ceny ropy rástli aj v nasledujúcich dvoch mesiacoch, pričom geopolitické udalosti prispeli v máji k ich výraznejšiemu nárastu. Súčasne došlo k oslabeniu eura voči americkému doláru (politické napätie v Taliansku a priaznivé vyhliadky ekonomiky USA) a zníženiu miery jeho medziročného zhodnotenia. Oba faktory tak prispeli k výraznému zrýchleniu cenovej dynamiky ropy v eurovom vyjadrení. Kým v dolárovom vyjadrení sa tempo cenového rastu ropy v máji zrýchlilo približne o 7,5 percentuálneho bodu, v eurovom vyjadrení došlo k jeho akcelerácii takmer o 15 percentuálnych bodov. To sa takmer okamžite premietalo aj do spotrebiteľských cien energií, ktorých dynamika v máji v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom vzrástla o 3,5 percentuálneho bodu (na 6,1 %).

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


Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

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


Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

Pokles cien potravinových komodít v eurozóne³, ktorý pretrvával od októbra 2017, sa v marci zastavil. Ceny začali mierne rásť, tento vývoj pokračoval aj v apríli. To sa premietlo aj do zrýchlenia ich medziročnej dynamiky a násled-

ne aj do zrýchlenia cenového rastu nespracovaných potravín. Ich dynamika ešte do februára reagovala na pokles tempa rastu komoditných cien, od marca sa však začala postupne zrýchľovať. Vývoj cien spracovaných potravín reagoval na cenový vývoj komodít s určitým oneskorením a v priebehu 1. štvrťroka 2018 ešte reflektoval predchádzajúcu akceleráciu komoditných cien. Celkovo sa tak dynamika cien potravín ku koncu 1. štvrťroka 2018 v porovnaní s decembrom 2017 nezmenila (2,1 %). V ďalších dvoch mesiacoch sa však cenový rast potravín postupne zrýchľil (na 2,6 % v máji), keď sa zvýšil najmä rast cien nespracovaných potravín, čo bolo podporené obratom cenového vývoja komodít. Naopak, ceny spracovaných potravín reagovali s určitým oneskorením na predchádzajúci vývoj komoditných cien aj cien výrobcov potravín. Ich cenový rast sa zrýchľoval až do apríla a následne sa v máji zmiernil. Súčasný obrat vo vývoji cien komodít sa zatiaľ neprejavil v cenách výrobcov potravín, ani v cenách spracovaných potravín. Ak bude pretrvávať, pravdepodobne bude limitovať vplyv minulých poklesov cien komodít a výrazného spomalenia ich rastu na vývoj spotrebiteľských cien.

Graf 17 Ceny potravín: komodity, výroba, spotrebiteľské ceny (medziročný rast v %)


Zdroj: Macrobond, ECB a výpočty NBS.

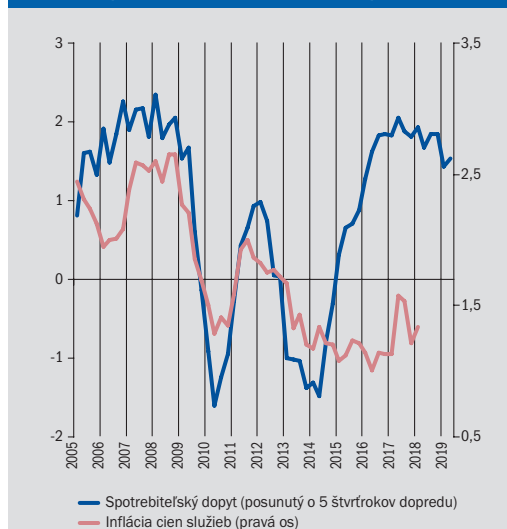
3 Farm gate and Wholesale Market Prices, ECB.

Graf 18 Ceny potravinových komodít a spracovaných potravín (medziročný rast v %)


Zdroj: Macrobond.

Jadrová inflácia (celková inflácia bez cien energií a potravín) sa na začiatku 1. štvrťroka mierne zrýchlila v dôsledku mierne vyššieho cenového rastu priemyselných tovarov bez energií. Zrýchľovanie inflácie v tomto segmente pokračovalo aj napriek posilňovaniu medziročného zhodnocovania nominálneho efektívneho kurzu. V marci sa však dynamika cien priemyselných tovarov bez energií výraznejšie spomalila (z 0,6 % na 0,2 %), čo bolo ovplyvnené predovšetkým cenami tovarov strednodobej spotreby, najmä odevov. Cenová dynamika v tejto skupine tovarov je pomerne volatilná, súčasne sa tu mohol prejavovať aj posun sezónnych výpredajov. Takisto sa v cenách tovarov pravdepodobne začala premietiť pomerne silná apreciácia eura (v marci takmer 8 %). Tá naďalej prehľbovala zápornú dynamiku importných cien spotrebiteľských tovarov. Naopak, dynamika cien služieb sa ku koncu štvrťroka výraznejšie zrýchlila, čo bolo ovplyvnené už spomínaným kalendárnym efektom odlišného načasovania Veľkej noci (prejavil sa najmä v dopravných službách, cenách zájazdov a cenách hotelov a reštaurácií). Jadrová inflácia sa tak po miernom náraste v januári (o 0,1 percentuálneho bodu) už v ďalších mesiacoch nezmenila a pohybovala sa na úrovni 1,0 %. V apríli sa však kalendárny efekt Veľkej noci prejavil na dočasnom spomalení cenovej dynamiky služieb. Po jeho doznení sa však inflácia služieb vrátila mierne

nad marcovú úroveň. Jadrová inflácia tak po poklese na 0,7 % v apríli vzrástla v máji na 1,1 % – na najvyššiu úroveň od septembra 2017. Májové znehodnotenie nominálneho efektívneho kurzu eura výrazne zmiernilo jeho medziročnú apreciaciu (z viac ako 9 % na necelých 5 %). To by mohlo v nasledujúcich mesiacoch limitovať ďalší prepád

Graf 19 Spotrebiteľský dopyt a inflácia cien služieb (medziročná zmena v %)


Zdroj: Macrobond.

Graf 20 Ceny priemyselných tovarov bez energií a vývoj nominálneho výmenného kurzu (medziročná zmena v %)


Zdroj: Macrobond.

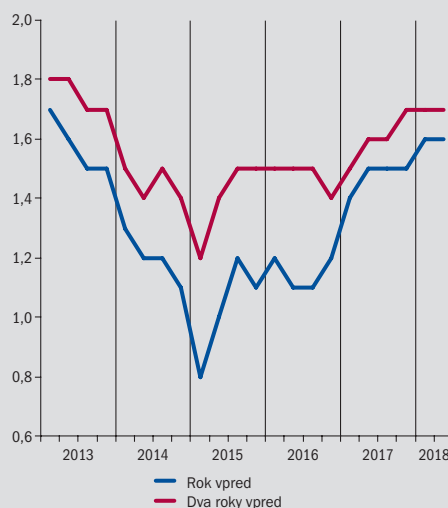
Poznámka: Kladné hodnoty v prípade výmenného kurzu vyjadrujú znehodnotenie eura.

importných cien a spomaľovanie dynamiky cien priemyselných tovarov bez energií. Súčasne by pretrvávajúca priaznivá úroveň spotrebiteľského dopytu mohla podporiť cenový rast služieb.

Očakávania predajných cien si napriek volatilitě zachovávajú viac-menej rastový trend. Takmer vo všetkých odvetviach sa po prechodnom oslabení vrátili opäť k rastovej trajektórii. Očakávania predajných cien tak pravdepodobne reflektujú predpokladaný pokračujúci rast ekonomiky, relatívne priaznivý dopyt, ale aj možný nákladový vplyv vyšších cien ropy, prípadne mzdových nákladov. Inflačné očakávania medzi profesionálnymi prognostikmi (The ECB Survey of Professional Forecasters) sa v 2. štvrtroku 2018 v porovnaní s predchádzajúcim prieskumom nezmenili.

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 očakáva, že kľúčové úrokové sadzby ECB zostanú na súčasnej úrovni minimálne do leta 2019. V každom prípade tak dlho, ako bude nevyhnutné na

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

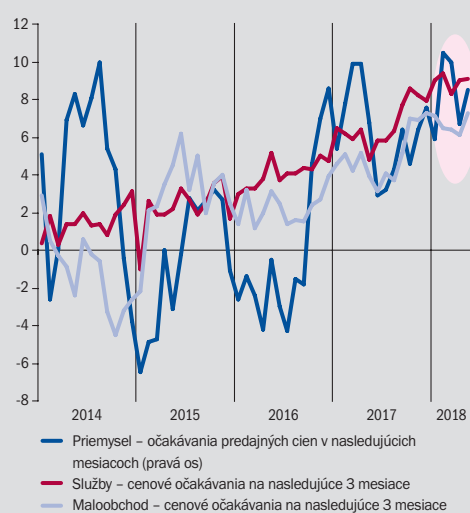


Zdroj: Macrobond.

zabezpečenie udržateľného vývoja inflácie a súladu so súčasnými očakávaniami.

V súlade s rozhodnutím Rady guvernérov z októbra 2017 sa čistý nákup aktív v rámci programu nákupu aktív od januára 2018 znížil z objemu 60 mld. € za mesiac na 30 mld. € za mesiac a potrvá do konca septembra 2018. Na základe rozhodnutia z júna 2018 Rada guvernérov očakáva, že po septembri 2018 sa v závislosti od nových údajov potvrdzujúcich hodnotenie Rady guvernérov týkajúce sa strednodobého výhľadu vývoja inflácie mesačné tempo čistého nákupu aktív zníži na 15 mld. € až do konca decembra 2018 a následne sa čistý nákup ukončí. Zároveň má Rada guvernérov v úmysle počas dlhšieho obdobia pokračovať v reinvestovaní istiny zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív aj po skončení čistého nákupu aktív. V každom prípade však dovtedy, kým to bude potrebné na zachovanie priaznivého stavu likvidity a výraznej miery menovej akomodácie. Rada guvernérov je pripravená prispôbiť všetky svoje nástroje, aby zabezpečila trvalé pokračovanie približovania sa inflácie k svojmu cieľu.

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



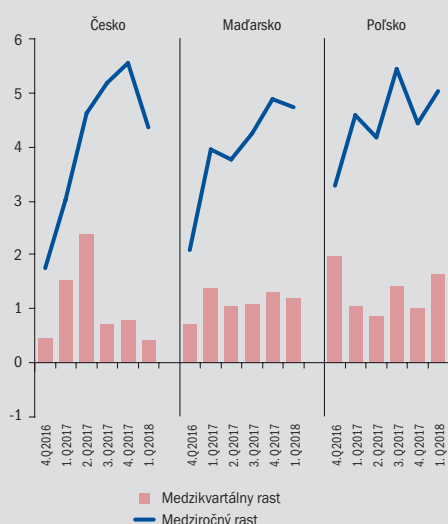
Zdroj: Európska komisia a Eurostat.

5 VÝVOJ V ČESKEJ REPUBLIKE, MAĎARSKU A POĽSKU

V 1. štvrtroku 2018 zaznamenala zrýchlenie ekonomického rastu na medziročnej báze iba poľská ekonomika, o 0,6 percentuálneho bodu

na 5,0 %. Česká a maďarská ekonomika zaznamenali spomalenie o 1,1 percentuálneho bodu na 4,4 %, resp. 0,2 percentuálneho bodu na 4,7 %.

Graf 23 Rast HDP (%)



Zdroj: Eurostat.

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



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

V medzištvrtročnom vyjadrení v 1. štvrtroku 2018 v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom takisto zrýchlila svoje tempo rastu iba poľská ekonomika, o 0,6 percentuálneho bodu na 1,6 %. Česká aj maďarská ekonomika sa mierne spomalili, o 0,4 percentuálneho bodu na 0,4 %, resp. o 0,1 percentuálneho bodu na 1,2 %. K nižšej dynamike českej ekonomiky prispel najmä čistý export, ktorého tlmiaci efekt sa oproti minulému štvrtroku prehĺbil. Takisto tlmiaco pôsobila aj zmena stavu zásob. Naopak, prorastovo pôsobila súkromná spotreba a najmä investície. Pôsobenie spotreby verejnej správy sa nezmenilo. V Maďarsku sa tempo ekonomického rastu mierne spomalilo, podobne ako v Českej republike najmä vďaka pôsobeniu čistého exportu, keďže export sa výraznejšie spomalil a import, naopak, akceleroval. Negatívne pôsobila aj spotreba verejnej správy a mierne sa spomalila spotreba domácností. Tlmiaco, aj keď v menšej miere oproti predchádzajúcemu štvrtroku, pôsobila zmena stavu zásob. Naopak, pozitívne na celkový ekonomický rast vplýval investičný dopyt. V Poľsku sa ekonomický rast zrýchlil najmä vďaka zmene stavu zásob. Rovnako v porovnaní s minulým štvrtrokom pôsobila spotreba domácností a investičný dopyt, spotreba verejnej správy sa mierne spomalila. Negatívne na dynamiku ekonomického rastu vplýval čistý export – zaznamenal omnoho výraznejší pokles v porovnaní s importom.

Koncom 1. štvrtroka 2018 sa v porovnaní s koncom predchádzajúceho štvrtroka medziročný rast spotrebiteľských cien spomalil vo všetkých sledovaných ekonomikách – v Českej republike o 0,6 percentuálneho bodu na 1,6 %, v Maďarsku o 0,2 percentuálneho bodu na 2,0 % a v Poľsku o 1,0 percentuálneho bodu na 0,7 %. K spomaleniu tempa rastu spotrebiteľských cien v **Českej republike** prispeli najmä ceny potravín, keď

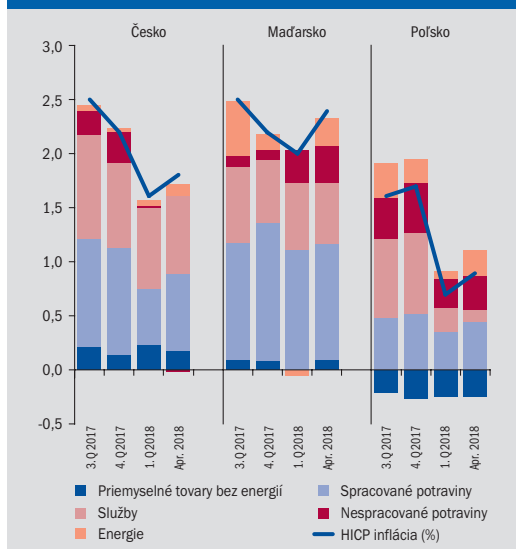
ceny spracovaných aj nespracovaných potravín výrazne spomalili svoj rast. Ceny energií prispeli k cenovému rastu neutrálne, podobne ako na konci predchádzajúceho štvrťroka. Mierne prorastovo na celkovú infláciu pôsobili ceny priemyselných tovarov bez energií. Rast cien služieb sa viac-menej nezmenil. V apríli 2018 sa v porovnaní s koncom 1. štvrťroka celková inflácia v Českej republike mierne zrýchlila, k čomu prispeli najmä ceny spracovaných potravín a ceny energií. V **Maďarsku** sa medziročný rast spotrebiteľských cien na konci 1. štvrťroka 2018 takisto spomalil. Hlavným dôvodom boli ceny energií, ktoré začali medziročne klesať. Spomalenie inflácie ovplyvnilo aj zníženie dynamiky cien priemyselných tovarov bez energií a cien spracovaných potravín. Naopak, v porovnaní s minulým štvrťrokom mierne prorastovejšie pôsobili ceny nespracovaných potravín, príspevok cien služieb sa nezmenil. V apríli 2018 sa celkový rast cien v Maďarsku zrýchlil, keď prorastovo začali pôsobiť ceny energií a zrýchlil sa rast cien priemyselných tovarov bez energií. V **Poľsku** sa na konci 1. štvrťroka 2018 celková inflácia takisto spomalila. K takémuto vývoju prispeli takmer všetky cenové položky. Najvýraznejšie sa znížil cenový rast služieb. Negatívne na infláciu naďalej pôsobili ceny priemyselných potravín bez energií. V apríli 2018 sa celkové spotrebiteľské

ceny v Poľsku, rovnako ako v ostatných sledovaných ekonomikách, mierne zrýchlili najmä vďaka cenám energií.

Na konci 1. štvrťroka 2018 sa v porovnaní s koncom predchádzajúceho štvrťroka voči euru posilnil kurz českej koruny (o 0,43 %), avšak kurzy maďarského forintu a poľského zlotého sa oslabili o 0,58 %, resp. 0,8 %.

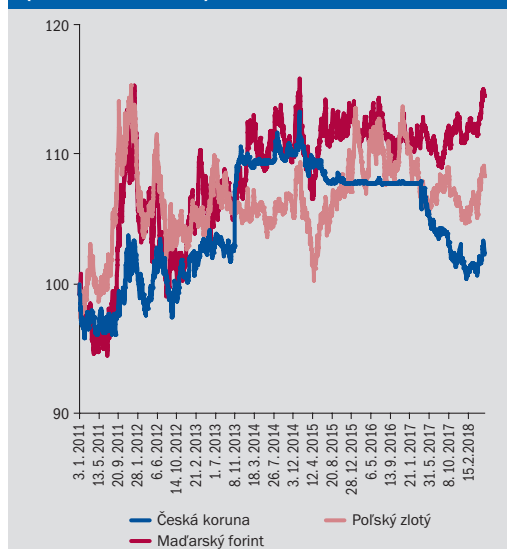
Po apreciačnom vývoji českej koruny voči euru od polovice decembra 2017 tento trend pokračoval aj na začiatku roka 2018. Dôvodom boli priaznivé dáta českej ekonomiky, ale najmä očakávania a následné sprísnenie menovej politiky prostredníctvom zvýšenia základných úrokových sadzieb ČNB začiatkom februára 2018 (zvýšenie kladného úrokového diferenciálu vo vzťahu k eurozóne). Po zvýšení úrokových sadzieb sa však apreciačný trend českej koruny zastavil – dôvodom boli zmeny očakávaní investorov a trhov v otázke ďalšieho tempa sprísňovania menovej politiky prostredníctvom úrokových sadzieb v priebehu roku 2018. Vývoj kurzov maďarského forintu a poľského zlotého v prvom štvrťroku 2018 bol v porovnaní s českou korunou ovplyvnený výraznejšie zhoršeným sentimentom na finančných trhoch, ktorý sa prejavil nárastom

Graf 25 Príspevky k HICP inflácii (p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

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



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

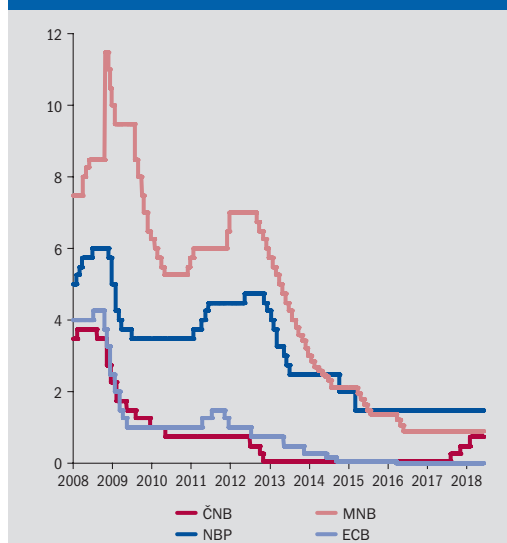
Poznámka: Pokles hodnoty predstavuje apreciáciu.

volatility. Investičné riziko ovplyvňovali najmä očakávania trhu, týkajúce sa menovej politiky hlavných svetových centrálnych bánk (zvyšovanie sadzieb FED-om v marci, pretrvávajúce uvoľnenej menovej politiky ECB), zmiernenie pozitívnych nálad v ekonomike eurozóny, ale aj hrozba obchodnej vojny v dôsledku zavedenia dovozných ciel na oceľ a hliník zo strany USA. V prípade Maďarska smerom k oslabovaniu forintu pôsobilo aj ďalšie uvoľnenie menovej politiky od začiatku roku 2018 vo forme realizácie nepodmienенých úrokových swapov so splatnosťou 5 alebo 10 rokov a cieľeného programu nákupu hypotekárnych dlhopisov so splatnosťou 3 a viac rokov.

V 1. štvrťroku 2018 spomedzi sledovaných krajín pristúpila k zmene menovopolitických podmienok prostredníctvom úrokových sadzieb iba česká centrálna banka. **Česká národní banka** rozhodla o zvýšení svojej hlavnej úrokovej sadzby (limitnej úrokovej sadzby na dvojtyždňové repo operácie) o 0,25 percentuálneho bodu na 0,75 % s účinnosťou od 2. 2. 2018. Podobne zvýšila aj lombardnú sadzbu o 0,50 percentuálneho bodu na 1,50 %, diskontnú sadzbu ponechala na nezmenenej úrovni 0,05 %. V zdôvodnení svojho rozhodnutia centrálna banka vyhodnotila bilanciú rizík novej prognózy v horizonte menovej politiky ako vyrovnanú. Zvýšenie úrokových sadzieb považovala za odôvodnené z pohľadu inflácie, trhu práce, fáze ekonomického cyklu, ale aj ostatných makroekonomických veličín. ČNB sa vo februárovej inflačnej správe (prognóze) vrátila k zverejňovaniu trajektórie výmenného kurzu. Prognóza výmenného kurzu nezámená záväzok a nedá sa interpretovať ani ako preferovaná alebo žiaduca úroveň výmenného kurzu, ale iba ako endogénna premenná, podmienená prijatými predpokladmi prognózy. Zverejňovanie prognózy výmenného kurzu podľa ČNB prispeje k väčšej transparentnosti a zrozumiteľnosti menovopolitického rozhodovania. Prognóza úrokových sadzieb predpokladá ich zvýšenie v 1. štvrťroku 2018 a stabilitu do konca tohto roku, avšak v prípade miernejšieho posilňovania českej koruny sa môže vytvoriť priestor pre ich skoršie zvýšenie. **Magyar Nemzeti Bank** v 1. štvrťroku 2018 ponechala svoje úrokové sadzby na nezmenenej úrovni: základnú úrokovú sadzbu, jednoduchú kolateralizovanú refinančnú sadzbu aj týždňovú kolateralizovanú refinančnú sadzbu

na 0,9 % a jednoduchú depozitnú sadzbu na -0,15 %. Pri svojom rozhodnutí opäť potvrdila, že ponechanie úrokových sadzieb na nezmenenej úrovni a pokračovanie v realizácii uvoľnených menových podmienok (aj prostredníctvom neštandardných menových nástrojov) dlhšie časové obdobie je predpokladom na dosiahnutie inflačného cieľa (polovica roku 2019) udržateľným spôsobom. Od októbra 2016 MNB limituje objem akceptovaných vkladov bánk z tendrov pre trojmesačné depozity. Stanovený objem akceptovaných vkladov pre koniec roka 2017 vo výške 75 mld. HUF zostal v platnosti aj v 1. štvrťroku 2018. Maďarská centrálna banka zároveň stanovila celkový objem vytesnenej likvidity pre 1. štvrťrok 2018 (a na marcovom zasadnutí aj pre 2. štvrťrok 2018) vo výške 400-600 mld. HUF. Od začiatku roka 2018 začala MNB realizovať ďalšie dve zo série neštandardných opatrení menovej politiky: i) nepodmienенé úrokové swapy so splatnosťou 5 alebo 10 rokov (v objeme 600 mld. HUF na 1. polrok 2018) a ii) cieľený program nákupu hypotekárnych dlhopisov so splatnosťou 3 a viac rokov. MNB konštatovala, že do polovice apríla 2018 nakúpila hypotekárne dlhopisy v nominálnej hodnote 150 mld. HUF. V dôsledku týchto opatrení, sa výrazne znížilo rozpätie medzi výnosmi hypotekárnych záložných listov a vládnych cenných papierov a v priemere sa zmenilo na záporné. **Narodowy Bank**

Graf 27 Kľúčové sadzby NCB krajín V4 (%)



Zdroj: Národné centrálné banky a ECB.



Polski v 1. štvrtroku 2018 takisto ponechal svoje menovopolitické sadzby nezmenené (referenčná úroková sadzba na úrovni 1,5 % s účinnosťou od 5. 3. 2015). Centrálna banka konštatovala, že podľa dostupných informácií by inflácia v ho-

rizonte prognózy mala zostať v blízkosti inflačného cieľa. Súčasnú úroveň úrokových sadzieb tak považuje NBP, na základe dostupných dát a prognóz, za podporujúcu udržateľný hospodársky rast a makroekonomickú rovnováhu.



PREHĽAD PREDIKCIÍ RASTU HDP VYBRANÝCH INŠTITÚCIÍ

Tab. 1 Globálna ekonomika

	Zverejnenie	2017		2018		2019		2020	
MMF	apríl 2018	3,8	(0,1)	3,9	(=)	3,9	(=)	-	-
OECD	máj 2018	3,7	(=)	3,8	(-0,1)	3,9	(=)	-	-
EK	máj 2018	3,7	(0,2)	3,9	(0,2)	3,9	(0,2)	-	-
ECB ¹⁾	jún 2018	3,8	(=)	4,0	(-0,1)	3,9	(=)	3,7	(=)

Tab. 2 USA

	Zverejnenie	2017		2018		2019		2020	
MMF	apríl 2018	2,3	(=)	2,9	(0,2)	2,7	(0,2)	-	-
OECD	máj 2018	2,3	(=)	2,9	(=)	2,8	(=)	-	-
EK	máj 2018	2,3	(0,1)	2,9	(0,6)	2,7	(0,6)	-	-
Fed	jún 2018	2,3	(=)	2,85	(0,05)	2,4	(=)	1,9	(-0,05)

Tab. 3 Eurozóna

	Zverejnenie	2017		2018		2019		2020	
MMF	apríl 2018	2,3	(-0,1)	2,4	(0,2)	2,0	(=)	-	-
OECD	máj 2018	2,6	(0,1)	2,2	(-0,1)	2,1	(=)	-	-
EK	máj 2018	2,4	(=)	2,3	(=)	2,0	(=)	-	-
ECB	jún 2018	2,5	(=)	2,1	(-0,3)	1,9	(=)	1,7	(=)

Tab. 4 Česká republika

	Zverejnenie	2017		2018		2019		2020	
MMF	apríl 2018	4,3	(0,8)	3,5	(0,9)	3,0	-	-	-
OECD	máj 2018	4,6	(0,3)	3,8	(0,3)	3,2	(=)	-	-
EK	máj 2018	4,4	(-0,1)	3,4	(0,2)	3,1	(0,2)	-	-
ČNB	máj 2018	4,6	(0,1)	3,9	(0,3)	3,4	(0,2)	-	-

Tab. 5 Maďarsko

	Zverejnenie	2017		2018		2019		2020	
MMF	apríl 2018	4,0	(0,8)	3,8	(0,4)	3,0	-	-	-
OECD	máj 2018	4,0	(0,1)	4,4	(0,8)	3,6	(0,8)	-	-
EK	máj 2018	4,0	(0,2)	4,0	(0,3)	3,2	(0,1)	-	-
MNB	marec 2018	4,0	(0,1)	4,2	(0,3)	3,3	(0,1)	2,7	(=)

Tab. 6 Poľsko

	Zverejnenie	2017		2018		2019		2020	
MMF	apríl 2018	4,6	(0,8)	4,1	(0,8)	3,5	-	-	-
OECD	máj 2018	4,6	(0,3)	4,6	(1,1)	3,8	(0,6)	-	-
EK	máj 2018	4,6	(=)	4,3	(0,1)	3,7	(0,1)	-	-
NBP	marec 2018	4,6	(0,4)	4,2	(0,6)	3,8	(0,6)	3,6	-

1) Rast globálnej ekonomiky bez eurozóny.

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