



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



SPRÁVA O MEDZINÁRODNEJ EKONOMIKE

DECEMBER 2018

Vydavateľ:
© Národná banka Slovenska

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

Kontakt:
info@nbs.sk

<http://www.nbs.sk>

Prerokované Bankovou radou NBS
18. decembra 2018.

Dátum uzávierky pre spracovanie štvrťročnej správy
bol 13. decembra 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 10 Miera nezamestnanosti a dlhodobej nezamestnanosti	14
2	KOMODITY	7	Graf 11 Očakávaní vývoja zamestnanosti jednotlivými odvetvami	15
3	SPOJENÉ ŠTÁTY AMERICKÉ	8	Graf 12 Medziročná miera celkovej inflácie HICPa príspevky vybraných komponentov	15
4	EUROZÓNA	12	Graf 13 Ceny ropy v EUR a USD	15
5	VÝVOJ V ČESKEJ REPUBLIKE, MAĎARSKU A POĽSKU	21	Graf 14 Medziročný rast cien ropy a cien energií v HICP	16
	ZOZNAM BOXOV		Graf 15 Ceny potravín: komodity, výroba a spracovaných potravín	16
Box 1	Úspech Trumpových taríf?	9	Graf 16 Indikátor negociovaných miezd a jadrová inflácia	17
Box 2	Euro short-term rate (ESTER)	19	Graf 17 Ceny priemyselných tovarov bez energií a vývoj nominálneho výmenného kurzu	17
	ZOZNAM TABULIEK		Graf 18 Cenové očakávania v priemysle, službách a maloobchode	18
Tab. 1	Globálna ekonomika	24	Graf 19 Cenové očakávania – ECB Survey of Professional Forecasters – HICP inflácia	18
Tab. 2	USA	24	Graf 20 Rast HDP	21
Tab. 3	Eurozóna	24	Graf 21 Príspevky k medzištvrtročnému rastu HDP	21
Tab. 4	Česká republika	24	Graf 22 Príspevky k HICP inflácii	22
Tab. 5	Maďarsko	24	Graf 23 Indexy kurzov mien V4 voči euru	22
Tab. 6	Poľsko	24	Graf 24 Kľúčové sadzby NCB krajín V4	23
	ZOZNAM GRAFOV		ZOZNAM GRAFOV V BOXOCH	
Graf 1	Vývoj HDP a CLI v OECD	6	Box 1	
Graf 2	Príspevky jednotlivých komponentov k štvrtročnému rastu HDP	12	Graf A	Bilancia tovarov USA s vybranými krajinami
Graf 3	Výroba áut a registrácie osobných áut	12	Graf B	Prehľad prijatých dovozných opatrení USA voči obchodným partnerom
Graf 4	Štvrtročný rast súkromnej spotreby a zamestnanosti	13	Graf C	Vývoj globálnej ekonomickej aktivity (Global PMI) a volatility na akciových trhoch (VIX)
Graf 5	Medziročný rast súkromnej spotreby a hodnotenie správneho času na veľké nákupy	13	Box 2	
Graf 6	Hodnotenie konkurencieschopnosti v priemysle a priemyselná výroba	13	Graf A	Sadzby EONIA, Pre-ESTER
Graf 7	Exportné očakávania v priemysle a priemyselná výroba	13		
Graf 8	Faktory limitujúce produkciu v priemysle	14		
Graf 9	Faktory limitujúce produkciu v priemysle	14		



POUŽITÉ SKRATKY

b. c.	bežné ceny
CPI	Consumer Price Index – index spotrebiteľských cien
EA	Euro Area – eurozóna
ECB	Európska centrálna banka
EIA	Energy Information Administration
EK	Európska komisia
EMU	Economic and Monetary Union – Hospodárska a menová únia
EONIA	Euro OverNight Index Average – referenčná sadzba pre skutočne realizované jednoduchové obchody v eurách
ESA 95	European System of Accounts 1995 – európsky systém národných a regionálnych účtov
EÚ	Európska únia
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate – medzibanková referenčná sadzba v rámci EMU
Fed	Federal Reserve System – centrálna banka USA
FNM	Fond národného majetku
HDP	hrubý domáci produkt
HICP	Harmonised Index of Consumer Prices – harmonizovaný index spotrebiteľských cien
HMÚ	Hospodárska a menová únia
HND	hrubý národný dôchodok
HNDD	hrubý národný disponibilný dôchodok
i. n.	inde neuvedené
IPP	index priemyselnej produkcie
MF SR	Ministerstvo financií SR
MMF	Medzinárodný menový fond
NARKS	Národná asociácia realitných kancelárií Slovenska
NBS	Národná banka Slovenska
NCB	National Central Bank – národná centrálna banka
NISD	neziskové inštitúcie slúžiace domácnostiam
p. a.	per annum – za rok
p. b.	percentuálne body
PFI	peňažné finančné inštitúcie
PMI	Purchasing Managers' Indexes – index nákupných manažérov
PPI	Producer Price Index – index cien priemyselných výrobcov
PZI	priame zahraničné investície
q-q	Quarter-on-Quarter – zmena oproti predchádzajúcemu štvrťroku
ROMR	rovnaké obdobie minulého roka
s. c.	stále ceny
s. o.	sezónne očistené
ŠÚ SR	Štatistický úrad SR
ULC	Unit Labour Costs – jednotkové náklady práce
UoZ	uchádzači o zamestnanie
ÚPSVR	Ústredie práce, sociálnych vecí a rodiny
VZPS	výberové zisťovanie pracovných síl
Y-Y	Year-on-Year – zmena oproti minulému roku
ZFS	začiatková fixácia sadzby

Použité symboly v tabuľkách:

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

1 GLOBÁLNA EKONOMIKA

Globálna ekonomická aktivita rástla v 3. štvrtroku 2018 solídnym tempom, jej dynamika sa však s predchádzajúcim štvrtrokom znížila. Aj prieskumové indikátory naznačujú v krátkodobom horizonte postupné širokospektrálne spomaľovanie. Vo svetovom hospodárstve naďalej pretrvávajú napätie z eskalácie obchodných vzťahov USA a Číny, hoci v poslednom období sa objavili náznaky pozastavenia ďalších reštrikcií. Súčasne sa vynárajú obavy zo schopnosti rozvíjajúcich sa ekonomík prispôbiť sa postupnej normalizácii menových politík vo vyspelých krajinách a následnému sprísneniu finančných podmienok. Nedávna volatilita na trhoch niektorých rozvíjajúcich sa krajín – ovplyvnila predovšetkým Argentínu a Turecko – poukázala na potenciálne dôsledky, ktoré by mohlo mať náhle a výrazné prehodnotenie rizika na globálnych finančných trhoch.

V rámci vyspelých krajín globálnu ekonomiku v 3. štvrtroku 2018 utlmilo hospodárstvo USA, ktoré však naďalej rástlo výrazným tempom. Krajina profitovala z pozitívneho vývoja na trhu práce a silnej fiškálnej expanzie. Spomalenie ekonomiky bolo výsledkom vývoja čistého exportu – akcelerácia importov spôsobená pravdepodobne predzásobením pred zavedením ďalších colných bariér voči Číne viedla k silne negatívnemu príspevku do rastu ekonomiky. Na ekonomiku však tlmiačo pôsobil aj investičný dopyt. Na druhej strane ekonomiku podržala súkromná spotreba a výrazný nárast zásob. Po doznení efektov fiškálnych stimulov a v dôsledku sprísňovania menovej politiky by sa mala americká ekonomika v dlhodobejšom horizonte postupne spomaľovať. Zmiernil sa aj rast eurozóny, aktivitu výrazne utlmil čistý vývoz v dôsledku oslabenia exportnej výkonnosti. Súčasne sa spomalil rast investičného aj spotrebiteľského dopytu a ekonomiku výraznejšie podporil iba rast zásob. Výkonnosť eurozóny bola v 3. štvrtroku 2018 ovplyvnená výpadkami v produkcii automobilového priemyslu v dôsledku prechodu na novú emisnú normu. V ďalšom období by mal ekonomiku ťahať domáci dopyt, hlavne spotreba domácností po uvoľnení menovej politiky. Súčasne by investičný dopyt mali podporiť priaznivé finančné podmienky. Ekonomická aktivita

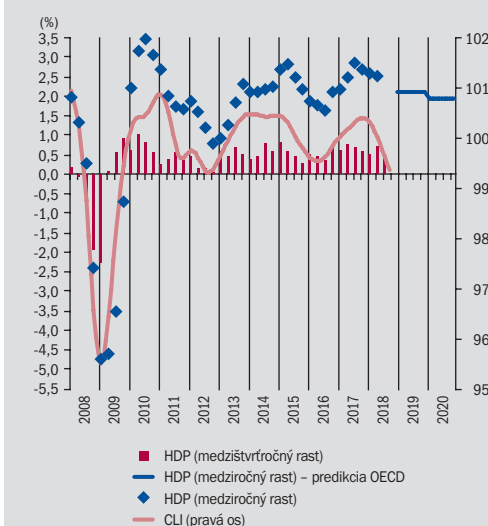
v Japonsku po silnom raste v predchádzajúcom štvrtroku poklesla v dôsledku jednorazových efektov. Nepriaznivé poveternostné podmienky a prírodné katastrofy počas leta sa prejavili v prepade investícií aj exportnej výkonnosti. Mierne však poklesla súkromná spotreba. Krátkodobé ukazovatele naznačujú, že japonská ekonomika sa v závere roka vrátila na prorastovú trajektóriu. V ďalšom období by malo Japonsko rásť miernym tempom. Napriek uvoľnenej menovej politike klesajúce voľné kapacity a doznenie fiškálnych stimulov budú tmiť ekonomický rast. Prorastovo pôsobila na svetové hospodárstvo v 3. štvrtroku 2018 ekonomika Spojeného kráľovstva, ktorú podporila spotreba domácností, ale predovšetkým akcelerácia vývozov. Pri stagnácii dovozov tak hospodársku aktivitu podporil čistý export. Po dvoch štvrtrokoch prepadu vzrástli aj fixné investície, boli však sprevádzané silným poklesom stavu zásob. Rast hospodárstva Spojeného kráľovstva by mal zostať utlmený v dôsledku nevýraznej súkromnej spotreby odzrkadľujúcej mierne nárast reálnych miezd. Vysoká neistota sa týka aj podnikateľských investícií a čistého exportu, ktorého efekt by mal byť vzhľadom na miernejší zahraničný dopyt nižší.

V zoskupení rozvíjajúcich sa krajín sa spomalila ekonomika Číny, čo mohlo byť spôsobené dopadmi obchodnej vojny s USA aj postupným znižovaním zadlženosti. V medzioročnom porovnaní išlo dokonca o najpomalší rast od finančnej krízy. Napriek tomu sa rast ekonomiky vo všetkých troch štvrtrokoch roku 2018 nachádzal na oficiálnom ciele, resp. nad ním. To naznačuje splnenie cieľa za celý rok. Spomaľovanie čínskej ekonomiky sa predpokladá aj v nasledujúcich rokoch ako dôsledok štrukturálnych zmien v ekonomike. Predpokladá sa však, že domáce politiky budú naďalej podporovať ekonomický rast podobne, ako tomu bolo v poslednom období v prípade zníženia povinných minimálnych rezerv na podporu likvidity na trhu. Spomalila sa aj ekonomická aktivita v Indii – zmiernila sa súkromná spotreba a farmársky sektor sa oslabil. Napriek tomu tempo rastu zostalo robustné a predurčuje, že si India zachová vedúce postavenie najrýchlejšie rastúcej hlavnej ekonomiky sveta pred Čínou. Indická ekonomika by mala

v ďalšom období profitovať z podnikateľských investícií a exportu, na ktoré budú pozitívne vplyvať štrukturálne reformy ako zákon o konkurze a bankrote, plynulejšie uplatňovanie dane z tovarov a služieb alebo rekapitalizácia bánk. Nižší ekonomický rast v 3. štvrtroku 2018 podľa predbežných údajov zaznamenalo aj Rusko. Uvedený vývoj naznačuje spomalenie maloobchodu a priemyselnej výroby aj pokles poľnohospodárstva a stavebníctva. Postupné oživovanie ruskej ekonomiky by malo pokračovať, pričom by malo podporiť zlepšujúci sa domáci dopyt v prostredí rastúcich disponibilných príjmov a rastúcich úverov. Ekonomiku by mali podporiť aj plánované fiškálne a štrukturálne reformy a vyššia spotreba vlády, ktoré využívajú zdroje z vyšších cien ropy. Prorastovo na svetovú ekonomiku spomedzi rozvíjajúcich ekonomík pôsobila Brazília. Jej rast výraznejšie akceleroval v porovnaní s predchádzajúcim štvrtkom, kedy výkonosť utlmil štrajk kamionistov. Najdynamickejší rast ekonomickej aktivity od 1. štvrtroku 2017 ovplyvnilo oživenie investícií a spotreba vládneho sektora. Po stagnácii v predchádzajúcom štvrtroku sa však posilnila aj súkromná spotreba. Na druhej strane, hospodársky rast tlmil čistý dovoz, keď dynamika importov výrazne prevyšovala tempo exportov. Zlepšujúce sa podmienky na trhu práce, nárast úverov a pokračujúca spotreba vlády by mali pomôcť ďalšiemu oživeniu brazílskej ekonomiky.

Celkovo sa v 3. štvrtroku 2018 rast ekonomickej aktivity v krajinách OECD spomalil na 0,5 % z 0,7 % dosiahnutého v predchádzajúcom štvrtroku. Aj v medziročnom porovnaní nastalo mierne spomalenie hospodárskeho rastu z 2,5 % v 2. štvrtroku 2018 na 2,4 % v 3. štvrtroku 2018. Priemerná hodnota kompozitného indikátora ekonomickej dôvery v krajinách OECD (Composite Leading Indicator)¹ sa v 3. štvrtroku 2018 opäť znížila a klesajúci trend pokračoval aj v októbri, čo naznačuje spomalenie globálnej

Graf 1 Vývoj HDP a CLI v OECD



Zdroj: OECD.

Poznámka: CLI – Composite Leading Indicator.

ekonomiky v krátkodobom horizonte. Mierne spomalenie globálnej ekonomiky naznačujú aj aktuálne hodnoty globálneho kompozitného PMI, ktorého októbrová úroveň sa nachádzala pod priemerom 3. štvrtroku 2018.

V 3. štvrtroku 2018 bol globálny rast spotrebiteľských cien relatívne stabilný – miera inflácie v krajinách OECD sa zvýšila iba mierne z 2,8 % v júni na 2,9 % v septembri. Zrýchlenie cenového rastu predurčovali ceny potravín a jadrová inflácia, ktorá sa v rovnakom období zvýšila z 2,0 % na 2,3 %. Na druhej strane, na spotrebiteľské ceny tlmiačo pôsobili ceny energií, ktoré pružne reagovali na spomaľovanie rastu cien energetických komodít. Celková miera inflácie v krajinách OECD pokračovala v raste aj v októbri až na 3,1 %, keď pri nezmenenej jadrovej inflácii a pomalšom raste cien potravín spôsobil akceleráciu obnovený rýchlejší rast cien energií.

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



2 KOMODITY

Priemerné ceny komodít v 3. štvrtroku 2018 mierne poklesli oproti úrovni 2. štvrtroka 2018. Ich vývoj ovplyvnilo predovšetkým zníženie priemernej ceny neenergetických komodít na rozdiel od energetických komodít, ktoré sa mierne zvýšili.

V rámci energetických surovín zostala v 3. štvrtroku 2018 priemerná cena ropy Brent relatívne stabilná. Cena ropy mala v podstate od júla až do polovice augusta klesajúci trend. Uvalenie dovozných ciel USA voči Číne mohlo naznačovať zníženie globálneho dopytu. Súčasne cenu ropy smerom nadol ovplyvnilo aj uvoľnenie dohody OPEC o ťažobných kvótach. Následne až do konca septembra ropa vykazovala silný prorastový trend. Hlavným dôvodom bolo pokračujúce pnutie na globálnom trhu. K silnému rastu prispelo politické napätie vo Venezuele, ale aj nadchádzajúce sankcie USA voči Iránu, ktoré nútili obchodníkov vyhýbať sa dovozu z tejto krajiny ešte pred samotným termínom uvalenia sankcií v novembri. Trhy sa navyše obávali, či OPEC so spojencami a USA dokážu vyrovnať nedostatok suroviny na trhu. V priebehu októbra až novembra došlo k strmému prepadu ceny ropy ovplyvnenému rastúcou produkciou v USA, ako aj oslobodením niektorých krajín od obnovených sankcií voči Iránu, čo zlepšilo vyhliadky na zásobovanie trhu.

Očakávania spomalenia globálneho dopytu vyplývajúceho z obchodnej vojny medzi USA a Či-

nou sa prejavili aj v cenách neenergetických komodít, keď nastal pokles priemerných cien kovov. Súčasne spomalenie globálneho spracovateľského priemyslu signalizovaného PMI stláčalo ceny zinku, medi, hliníka a niklu k nižším hodnotám. Zníženie cien hliníka bolo navyše umocnené rastom exportu z Číny aj nádejou zrušenia sankcií USA voči ruským producentom. Ceny medi zase reagovali na zníženie obáv zo štrajku v najväčšej bani v Čile. V októbri ceny kovov čiastočne zmazali straty z predchádzajúceho štvrtroka, čo bolo spôsobené správou, že dovozné clá uvalené USA na čínske dovozy budú iba vo výške 10 % a nie 25 %, ako sa pôvodne očakávalo. V uvedenom období sa zvýšili predovšetkým ceny medi a zinku aj kvôli poklesu ich zásob signalizujúcemu pokračovanie dopytu. Obchodné napätie medzi USA a Čínou sa prejavilo aj v cenách potravinárskych komodít. Predovšetkým ceny sóje ilustrujú, aký vplyv môžu mať obchodné spory na ceny. Po zavedení júlových obmedzení USA na čínske importy reagovala Čína protiopatreniami, ktoré sa týkali aj uvalenia ciel na export sóje z USA do Číny. To sa prejavilo na prepade cien sóje, ktorá predstavuje výrazný podiel na poľnohospodárskom exporte USA. Silný pokles v hodnotenom období zaznamenali aj ceny kakaa, kávy, kukurice, cukru a bravčového mäsa. Na druhej strane sa posilnili ceny hovädzieho mäsa a pšenice. V októbri sa ceny potravinárskych komodít v podstate zastabilizovali, pokles sa zastavil a s výnimkou kakaa začali rásť ceny všetkých uvedených potravinových komodít.

3 SPOJENÉ ŠTÁTY AMERICKÉ

V 3. štvrtroku 2018 rast americkej ekonomiky poklesol, keď anualizovaná dynamika hospodárskeho rastu dosiahla 3,5 % v porovnaní so 4,2 % dosiahnutými v predchádzajúcom štvrtroku. Napriek spomaleniu zostal rast hospodárstva USA robustný hlavne vďaka efektom fiškálnych stimulov. Rovnako nastalo mierne zvýšenie medziročného tempa hospodárskeho rastu na 3,0 % z 2,9 % zaznamenanými v 2. štvrtroku 2018.

K pokračovaniu silného hospodárskeho rastu v hodnotenom období prispela hlavne súkromná spotreba. Udržala si vysoké, hoci miernejšie tempo ako v predchádzajúcom štvrtroku. Naďalej dynamicky rástli hlavne výdavky domácností na tovary krátkodobej spotreby. Fiškálne stimuly sa pozitívne prejavili v pokračujúcej dynamickej spotrebe a investíciách vládneho sektora, hlavne na federálnej úrovni v oblasti národnej obrany. Na druhej strane sa utlmil investičný dopyt – fixné investície rástli najpomalším tempom takmer za 3 posledné roky. Výraznejšie spomalenie nerezidenčných a dynamickejší pokles rezidenčných investícií tak mohlo byť výsledkom postupného sprísňovania finančných podmienok. Negatívne na ekonomiku pôsobil čistý export, keď nastal prepád vývozov sprevádzaných silnými dovozmi. Tie mohli byť stimulované predzásobením v súvislosti s ďalšími tarifami na čínske dovozy. Záporný príspevok čistého exportu silne kompenzovala zmena stavu zásob, ktorá prispela k ekonomickému rastu viac ako 2 percentuálnymi bodmi. Tento vývoj silných importov sprevádzaných rastom zásob bol v kontraste s predchádzajúcim štvrtrokom, keď silné exporty znižovali zásoby. Vďaka fiškálnym stimulom americká ekonomika aj v 3. štvrtroku 2018 rástla silným tempom, avšak po doznení ich pozitívnych vplyvov spolu s dopadom rastúcich úrokových sadzieb môže v budúcom roku nastať pribrzdzenie ekonomickej aktivity.

V 3. štvrtroku 2018 pokračovala eskalácia napätia v medzinárodnom obchode. V priebehu júla a augusta americká administratíva zaviedla dovozné clá na viac ako 1000 čínskych produktov

v objeme 50 mld. USD dovozu USA². K zatiaľ najrozsiahlejším opatreniam pristúpili USA v septembri, kedy zaviedli clá na čínsky dovoz v objeme až 200 mld. USD³ (box 1).

Akcelerujúci rast spotrebiteľských cien v USA pretrvávajúci od začiatku roka 2018 sa v 3. štvrtroku 2018 zastavil. Ešte v júli sa inflácia pohybovala tesne pod hranicou 3 %. V ďalších mesiacoch, najmä v septembri, nastalo výraznejšie zníženie tempa rastu spotrebiteľských cien. Celková miera inflácie sa tak znížila na 2,3 % v septembri z 2,9 % dosiahnutými v júli. K dezinflačnému vývoju prispeli predovšetkým ceny energií, ktoré relatívne pružne reagovali na ceny energetických komodít. K poklesu inflácie však prispeli aj položky jadrovej inflácie. Jej úroveň síce ešte v júli kulminovala na takmer 10-ročnom maxime, v ďalších mesiacoch však nastal pokles. Prispel k tomu predovšetkým pokles cien odevov a obuvi, ktoré mohli odrážať vplyv apreciácie dolára na importné ceny. K utlmeniu jadrovej inflácie na 2,2 % v septembri z 2,4 % v júli však prispel aj nižší rast cien tovarov a služieb zdravotnej starostlivosti. Ceny potravín mali v priebehu celého hodnoteného obdobia minimálny dopad na zmenu inflačného trendu, keďže si zachovali stabilnú dynamiku rastu. V októbri nastalo utlmenie potravinovej inflácie a súčasne sa znížila aj jadrová inflácia na 2,1 %, napriek tomu sa celková inflácia zvýšila až na 2,5 %. Jej úroveň predurčovali ceny energií, tempo ich rastu sa takmer zdvojnásobilo. Vysoká miera inflácie v posledných mesiacoch potvrdila rast cenových tlakov v ekonomike a viedla k ďalšiemu sprísňovaniu menovej politiky.

Federálny výbor pre operácie na voľnom trhu (FOMC) na svojom zasadnutí na prelome júla a augusta ponechal cieľovú sadzbu federálnych fondov na úrovni 1,75 % až 2,00 %. Na svojom zasadnutí v septembri však na základe aktuálneho a očakávaného vývoja na trhu práce a inflácie pristúpil ku zvýšeniu sadzby na 2,00 % až 2,25 %. Na uvedenej úrovni zostala cieľová sadzba federálnych fondov aj po novembrovom zasadnutí.

2 6. júla 2018 vstúpili do platnosti dovozné tarify v objeme 34 mld. USD a 23. augusta 2018 v objeme 16 mld. USD.

3 24. septembra 2018 vstúpili do platnosti dovozné tarify vo výške 10 % v objeme 200 mld. USD (s avizovaným zvýšením na 25 % od 1. januára 2019).

Box 1

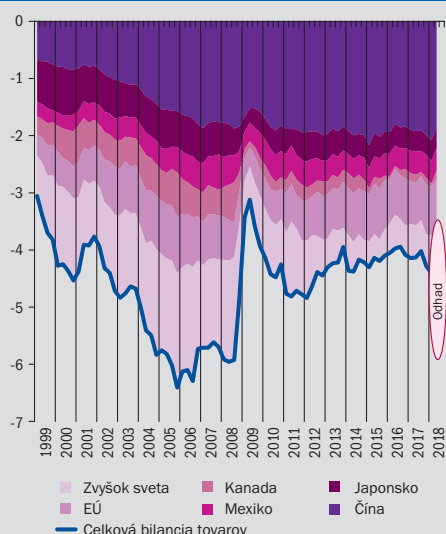
ÚSPECH TRUMPOVÝCH TARÍF?

Hospodárstvo USA zaznamenáva v posledných desaťročiach výrazný deficit obchodnej bilancie a aj napriek jeho zníženiu po finančnej kríze patrí americká ekonomika k vyspelým krajinám s najvyšším deficitom bežného účtu (graf A). V posledných 15 rokoch došlo hlavne k prehĺbeniu deficitu USA s Čínou, avšak negatívnu obchodnú výmenu USA dlhodobo dosahujú aj s inými krajinami. USA vysvetľujú vysoké bilaterálne deficity nepoctivými praktikami obchodných partnerov a aj z tohto dôvodu Trumpova administratíva už v roku 2017 avizovala snahu o ich znižovanie.

Prvým opatrením na ochranu domáceho priemyslu bolo zavedenie dovozných cien na solárne panely a práčky v januári 2018 (graf B). Objem uvedeného opatrenia bol relatívne nízky (približne 10 mld. USD) a týkal sa iba nepatrnej časti amerických importov (cca 0,4 %). USA tak reagovali na dotácie čínskej vlády pre svojich exportérov, čo poškodzovalo americké firmy. V marci 2018 administratíva USA zaviedla tarify vo výške 25 % na dovoz ocele a 10 % na dovoz hliníka s odôvodnením, že ohrozuje národ-

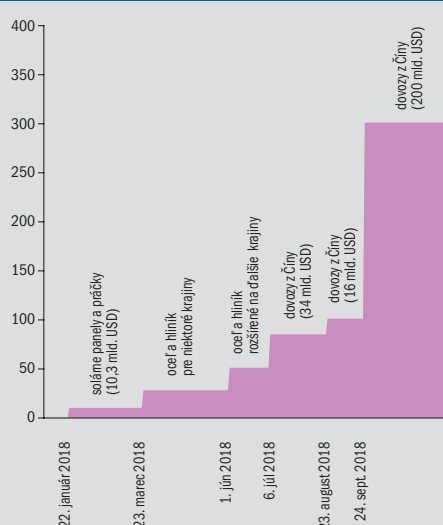
nú bezpečnosť. Zo zoznamu dotknutých krajín boli dočasne (do 1. mája 2018) vyňaté Kanada, Mexiko, EÚ, Austrália, Južná Kórea, Brazília a Argentína. Do stanoveného termínu dosiahli USA konečnú dohodu iba s Južnou Kóreou, ktorá súhlasila s revíziou dohody o voľnom obchode s USA výmenou za oslobodenie od taríf. K dohode došlo aj s Argentínou, Brazíliou a Austráliou – pre ne boli dohodnuté opatrenia na zníženie nadmernej produkcie ocele, ktorá by prispievala ku zvýšeným zásobám v USA. Krajiny tak dostali výnimku na dovozné clá prostredníctvom dodržiavania stanovených kvót na dovoz. Pre Kanadu, Mexiko a EÚ sa termín možných negociácií rozšíril, v jeho rámci však nenastal vzájomný konsenzus a 1. júna 2018 vstúpili dovozné clá na oceľ a hliník do platnosti aj pre tieto krajiny. Tieto opatrenia sa dotkli amerického dovozu v objeme približne 40 mld. USD a naďalej zahŕňali iba malý objem amerických dovozov. Nasledujúce dovozné clá uvalila americká administratíva v priebehu júla a augusta 2018 na viac ako 1000 čínskych produktov v objeme 34 mld. USD, resp. 16 mld. USD s odôvodnením, že Čína vykonáva neka-

Graf A Bilancia tovarov USA s vybranými krajinami (% HDP)



Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

Graf B Prehľad prijatých dovozných opatrení USA voči obchodným partnerom (mld. USD)



Zdroj: PIIE.

lé obchodné praktiky súvisiace s transferom technológií, duševným vlastníctvom a inováciami. Zatiaľ najrozsiahlejšou snahou USA pribrzdiť Čínu v získaní dominantného postavenia na trhoch bolo zavedenie ciel vo výške 10 % na dovoz v objeme 200 mld. USD v druhej polovici septembra 2018 (s avizovaným zvýšením na 25 % od 1. januára 2019). Uvedenými krokmi sa vyšplhal celkový objem dotknutého dovozu na približne 300 mld. USD a predstavuje tak v súčasnosti už približne 12 % celkového dovozu USA⁴.

Obchodní partneri USA následne reagovali odvetnými opatreniami. Na clá týkajúce sa dovozu ocele a hliníka odpovedali Kanada, Čína, EÚ, Mexiko a Turecko. Krajiny uvalili clá rovnako na dovoz ocele a hliníka z USA, ich opatrenia však pokrývali aj poľnohospodárske a potravinárske výrobky a spotrebný tovar. Na júlové a augustové kroky americkej administratívy v rovnakom objeme promptne reagovala Čína svojimi dovoznými tarifami⁵ a následne aj v septembri protiopatreniami vo výške 60 mld. USD. Odvetné kroky obchodných partnerov USA prijaté do polovice decembra 2018 sa tak dotkli približne 8 % celkového exportu USA¹.

Okrem už zavedených opatrení USA avizovali možnosť prijatia ďalších krokov na zlepšenie bilaterálnych deficitov. V marci 2018 iniciovali vyšetrovanie, či dovoz áut a automobilových súčastí nepredstavuje hrozbu pre národnú bezpečnosť. Úvahy o zavedení ciel vo výške 25 % sa zatiaľ nerealizovali. Vzhľadom na integrované dodávateľské reťazce a silnú závislosť od trhu USA by sa uvedené opatrenia najvýraznejšie dotkli Kanady a Mexika. Túto oblasť by mala upravovať nová zmluva USMCA (United States–Mexico–Canada Agreement), ktorá nahradí dohodu NAFTA. Nová dohoda by okrem iného mala stimulovať väčšiu domácu výrobu osobných a nákladných automobilov a zaviesť aktualizované ochranné opatrenia v oblasti duševného vlastníctva. Podľa tejto zmluvy by sa osobné alebo nákladné automobily, ktoré sú aspoň zo 75 % komponentov vyrobené v USA, Mexiku alebo Kanade, mohli predávať s nulovými tarifami. Uvedené opatrenie by tak motivovalo výrobu automobilov v Severnej Amerike. Dohodu podpísali predstavitelia

všetkých troch krajín na konci novembra 2018 na stretnutí krajín G20 v Buenos Aires, vstúpi však do platnosti až po schválení zákonodarným orgánom v každej krajine. V hre naďalej zostávajú clá, resp. kvóty na automobily a automobilové časti pre iných obchodných partnerov, napr. EÚ, Japonsko, Južná Kórea, ktoré predstavujú z dlhodobejšieho hľadiska kvôli silnej integrácii automobilového priemyslu do globálnych hodnotových reťazcov výrazné riziko pre globálny obchod a ekonomickú aktivitu.

V rámci summitu krajín G20 v Argentíne na bilaterálnom rokovaní amerických a čínskych predstaviteľov došlo k dohode o pozastavení nových obchodných bariér. Kým ešte v júli 2018 prezident Trump naznačoval, že je pripravený uvaliť clá na celý dovoz z Číny⁶ a ešte pár dní pred samotným summitom svoje hrozby zopakoval, po uvedenom stretnutí vyhlásil, že od 1. januára 2019 ponechá tarify vo výške 10 % na čínske dovozy v objeme 200 mld. USD (teda nezvýši ich na avizovaných 25 %). Podľa vyhlásenia administratívy USA z 1. decembra 2018 Čína súčasne nakúpi zatiaľ nešpecifikované množstvo poľnohospodárskych, energetických, priemyselných a iných tovarov na zníženie obchodnej nerovnováhy medzi obojoma krajinami. Rovnako sa obe strany dohodli, že okamžite začnú rokovania o štrukturálnych zmenách v oblasti núteného prenosu technológií, ochrany duševného vlastníctva, necolných prekážok, kybernetických útokov a krádeží, služieb a poľnohospodárstva. Strany sa tiež dohodli, že sa budú usilovať o dokončenie transakcie v priebehu nasledujúcich 90 dní. Ak na konci tohto obdobia strany nedosiahnu dohodu, sadzby vo výške 10 % sa zvýšia na 25 %.

Je zrejmé, že hodnotiť dopad dovozných taríf na vývoj obchodného deficitu USA je zatiaľ predčasné. Opatrenia prijaté v 1. štvrtroku 2018 boli iba minoritné a výraznejšie sa v obchodnej výmene tovarov neprejavili. Na druhej strane, v 2. štvrtroku 2018, kedy došlo k zavedeniu ciel na ocel a hliník, sa deficit tovarov USA znížil relatívne výrazne so všetkými krajinami, resp. zoskupeniami zaradenými do tohto hodnotenia. Teritoriálna štruktúra zahraničného obchodu za 3. štvrtrok 2018 zatiaľ nie

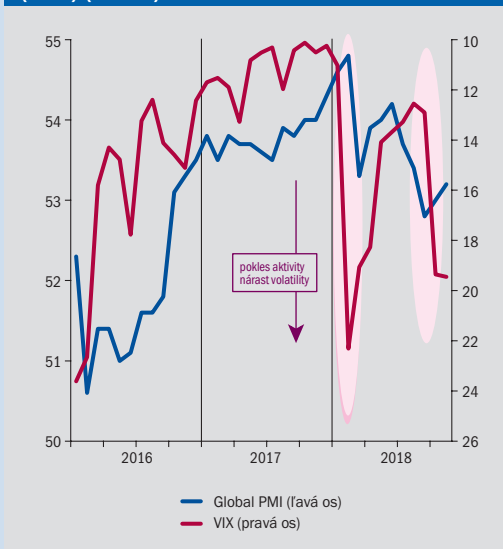
4 Peterson Institute for International Economics.

5 Keďže uvedené opatrenia sa výrazne dotkli amerických poľnohospodárov (hlavne exportérov sóje), administratíva USA oznámila, že bude kompenzovať straty farmárom formou dotácií.

6 Dovozné tarify by sa týkali kapitálových a spotrebitelských tovarov vo výške 267 mld. USD, ktoré zatiaľ neboli obsiahnuté v predchádzajúcich krokoch: mobilné telefóny, laptopy či oblečenie.

je dostupná, ale agregátne údaje z národných účtov naznačujú, že najrozsiahlejšie opatrenia USA voči Číne zo septembra 2018 i avizovanie ďalších reštrikcií na americké importy sa prejavili v silnom predzásobovaní firmami a vo výraznom raste dovozov⁷ (graf A). To sa spolu s prepados exportov premietlo do silného prehĺbenia deficitu bilancie tovarov až na úroveň 4,5 % HDP. Zámer opatrení administratívy USA na zníženie obchodného deficitu sa tak zatiaľ nenaplní. Ich dopad na globálnu ekonomiku sa zatiaľ výraznejšie neprejavil, keďže USA podporujú svoje hospodárstvo cez fiškálne stimuly a aj Čína využíva rôzne politické nástroje na podporu rastu. Do výraznej miery sa však uloženie colných bariér prejavilo na zvýšení volatility na akciových trhoch a poklese globálnych indikátorov ekonomickej aktivity (graf C). To by mohlo mať negatívny vplyv na svetovú ekonomiku cez aktivitu globálnych investorov.

Graf C Vývoj globálnej ekonomickej aktivity (Global PMI) a volatility na akciových trhoch (VIX) (index)



Zdroj: Macrobond.

⁷ Importy USA v stálych cenách vzrástli v 3. štvrtroku 2018 o viac ako 10 % na anualizovanej báze.

4 EUROZÓNA

Ekonomická aktivita eurozóny sa v 2. štvrťroku výraznejšie zmiernila. Rast hrubého domáceho produktu sa spomalil na 0,2 % v porovnaní s 0,4 % v predchádzajúcich dvoch štvrťrokoch. Spomedzi najväčších ekonomík brzdilo ekonomiku eurozóny predovšetkým Nemecko a Taliansko, kde HDP medzištvrťročne poklesol o 0,2 %, resp. 0,1 % (v predchádzajúcom štvrťroku rast o 0,5 %, resp. 0,2 %). Hospodárska aktivita sa spomalila v Holandsku (o 0,5 percentuálneho bodu na 0,2 %) a nezmenila sa v Španielsku (0,6 %). Jedinou spomedzi veľkých ekonomík, kde sa rast v 3. štvrťroku zrýchlil, bolo Francúzsko (o 0,2 percentuálneho bodu na 0,4 %). Výraznejšie spomalenie štvrťročného rastu eurozóny sa premietlo aj do nižšej ročnej dynamiky hospodárstva. Tá poklesla o 0,6 percentuálneho bodu na 1,6 %.

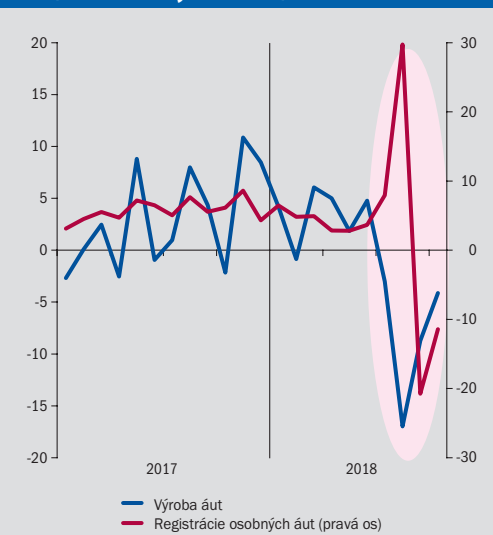
Spomalenie ekonomického rastu eurozóny bolo ovplyvnené takmer všetkými jeho komponentmi s výnimkou zmeny stavu zásob. Najvýraznejšie prispel k utlmeniu ekonomickej aktivity čistý export. Rast importov sa síce mierne znížil, ale nekompenzoval v plnej miere prepád exportnej výkonnosti (pokles o 0,1 % v porovnaní s rastom o 1,0 % v predchádzajúcom štvrťroku).

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



Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

Graf 3 Výroba áut a registrácie osobných áut (medziroční rast v %)



Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

Spotrebiteľský aj investičný dopyt naďalej rástli, ich tempo sa však spomalilo. Rast súkromnej spotreby sa zmiernil už druhý štvrťrok za sebou a dosiahol len 0,1 % (0,2 % v 2. štvrťroku). Pribrzdila sa tiež spotreba verejnej správy. Pomerne výrazne sa spomalil rast investičného dopytu (na 0,2 % z 1,5 % v 2. štvrťroku), čo mohlo súvisieť s odkladaním investičných rozhodnutí vzhľadom na rastúcu neistotu, najmä v súvislosti s napätím v globálnych obchodných vzťahoch. K rastu hospodárstva najvýraznejšie prispeli zásoby. Ekonomický rast eurozóny bol v priebehu 3. štvrťroka ovplyvnený aj problémami v automobilovom priemysle, kde došlo k poklesu produkcie v dôsledku prechodu na nové emisné normy. To sa pravdepodobne premietlo do slabej exportnej výkonnosti a čiastočne aj do útlmu spotreby.

Rast spotrebiteľského dopytu sa spomalil aj napriek pretrvávajúcej podpore zo strany nízkych úrokových sadzieb. Pokračovanie rastu miery úspor, ktoré naznačil vývoj v 2. štvrťroku, mohlo ovplyvniť pomalší rast súkromnej spotreby⁸. Súčasne sa v 3. štvrťroku 2018 výraznejšie spomalil rast zamestnanosti (0,2 % v porovnaní s 0,4 % a 0,5 % v predchádzajúcich dvoch štvrťrokoch), čo mohlo takisto limitovať rast spotrebiteľského

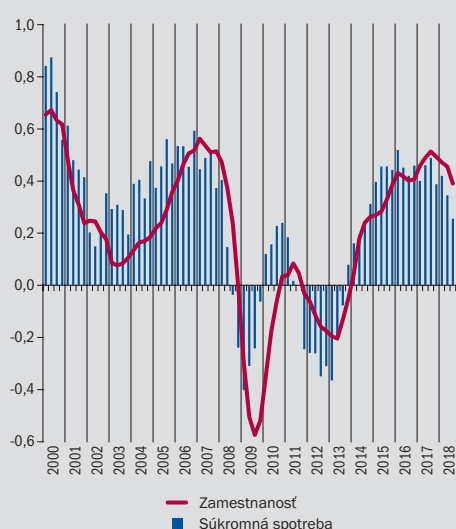
⁸ Údaje za mieru úspor za 3. štvrťrok neboli v čase uzávierky dostupné.

dopytu. Slabší rast súkromnej spotreby v 3. štvrtroku však pravdepodobne súvisel aj s nižším predajom áut (v dôsledku ich nedostatku vzhľadom na problémy v produkcii). Plány domácností na veľké nákupy sa až do októbra výraznejšie nemenili, v novembri však zaznamenali silnejší pokles. Ich úroveň však naďalej naznačuje, že

existuje priestor na rýchlejší rast spotrebiteľského dopytu.

Aj vo 4. štvrtroku pokračovalo zhoršovanie hodnotenia konkurenčnej pozície a týkalo sa všetkých trhov. Respondenti naďalej najpozitívnejšie hodnotili svoju pozíciu na domácich trhoch. Naj-

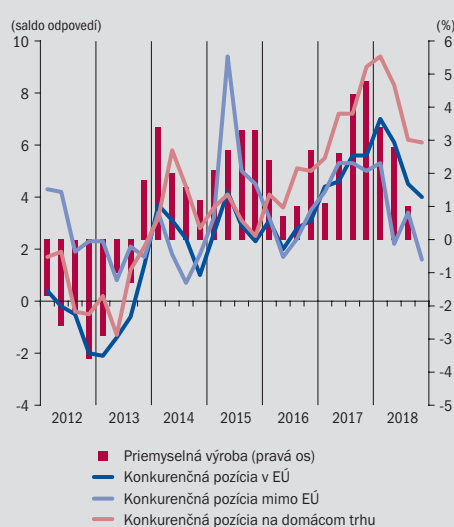
Graf 4 Štvrťročný rast súkromnej spotreby a zamestnanosti (%)



Zdroj: Macrobond.

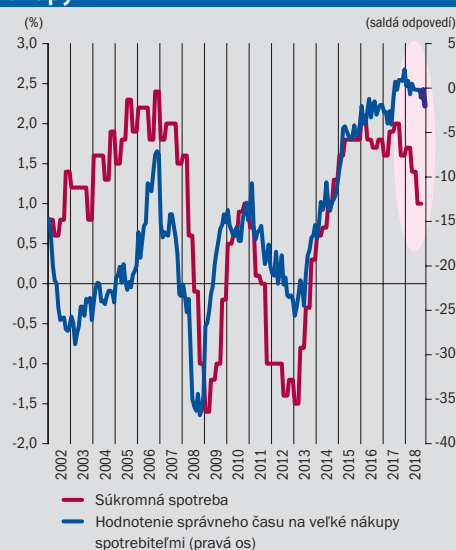
Poznámka: Počítané z klzavých priemerov za 4 štvrťroky.

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



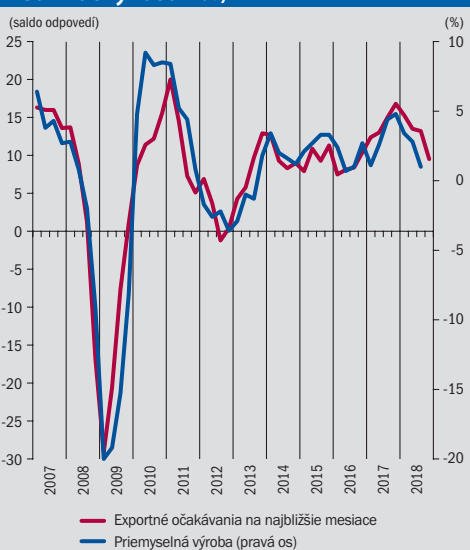
Zdroj: Európska komisia, Eurostat a výpočty NBS.

Graf 5 Medziročný rast súkromnej spotreby a hodnotenie správneho času na veľké nákupy



Zdroj: Macrobond.

Graf 7 Exportné očakávania v priemysle (saldá odpovedí) a priemyselná výroba (medziročný rast v %)

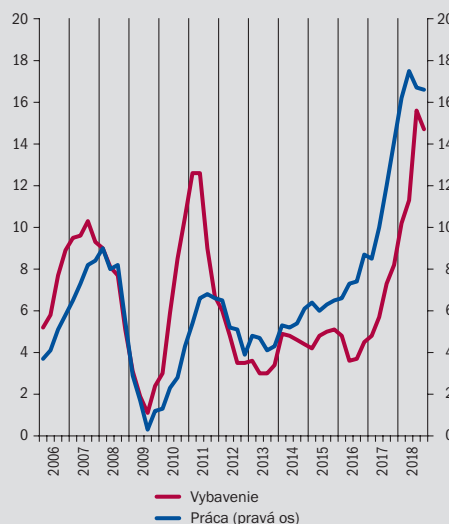


Zdroj: Európska komisia, Eurostat a výpočty NBS.

slabšiu konkurenčnú pozíciu vníma priemysel eurozóny na trhoch mimo EÚ, čo pravdepodobne súviselo s pretrvávajúcim napätím v obchodných vzťahoch a rizikom protekcionistických opatrení. Súčasne s oslabením hodnotenia konkurenčnej pozície sa zhoršili v priemysle aj exportné očakávania. To naznačuje, že aj v ďalšom období bude exportná výkonnosť menej prispievať k ekonomickému rastu eurozóny.

Mierne ochladenie ekonomickej aktivity v priemysle naznačuje aj hodnotenie faktorov obmedzujúcich produkciu. Vo 4. štvrtroku opäť vzrástlo hodnotenie obmedzení zo strany finančných faktorov, čo pravdepodobne súviselo s oznámeným ukončením programu nákupu aktív. Mierne sa zvýšilo aj hodnotenie obmedzení zo strany dopytu. Hodnotenie týchto obmedzení je však naďalej na historicky nízkych úrovniach a nemalo by predstavovať významnejšiu prekážku rastu ekonomiky. Na druhej strane sa zmiernilo hodnotenie obmedzení zo strany výrobných faktorov – vybavenia a práce, čo poukazuje na zmiernovanie napätia na trhu práce a tiež menšiu potrebu zvyšovania investícií do vybavenia. V oboch prípadoch sú však hodnotenia obmedzení aj naďalej na historicky vysokých úrovniach a signalizujú pretrvávajúci dopyt po pracovnej sile a pokračujúci rast investičného dopytu.

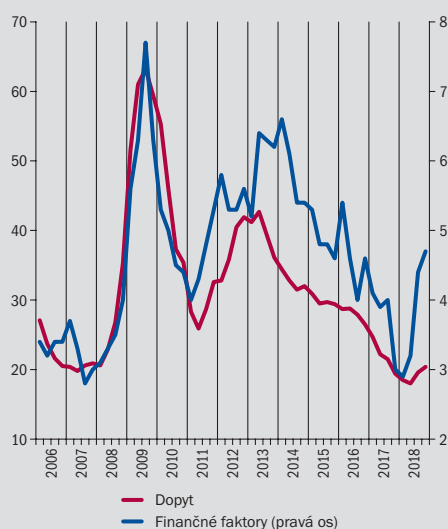
Graf 9 Faktory limitujúce produkciu v priemysle (%)



Zdroj: Macrobond.

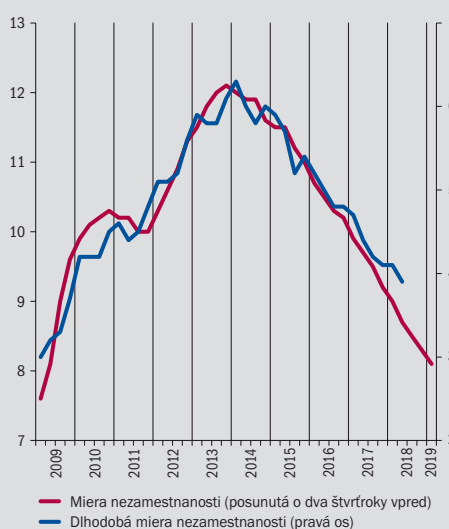
Miera nezamestnanosti v 3. štvrtroku opäť mierne klesla o 0,1 percentuálneho bodu na 8,1 %. Na tejto úrovni zotrvala aj v októbri. Dosiahla tak najnižšiu úroveň za posledných 10 rokov. Očakávania budúceho vývoja zamestnanosti mali vo všetkých sledovaných odvetviach s výnimkou stavebníctva klesajúcu tendenciu. Oslabenie očakávaní budúcej zamestnanosti môže

Graf 8 Faktory limitujúce produkciu v priemysle (%)



Zdroj: Macrobond.

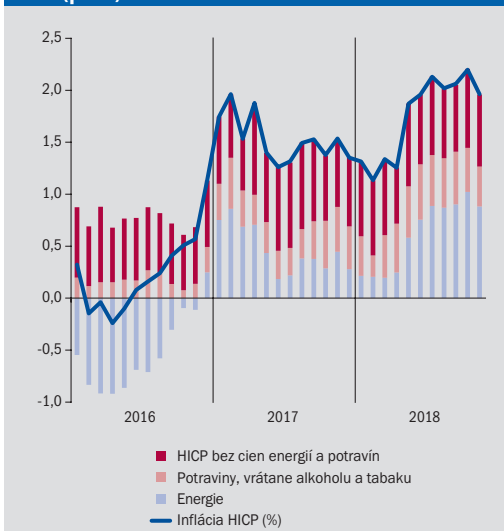
Graf 10 Miera nezamestnanosti a dlhodobej nezamestnanosti



Zdroj: Macrobond.

Graf 11 Očakávaní vývoja zamestnanosti jednotlivými odvetviami (saldá odpovedí)


Zdroj: Macrobond.

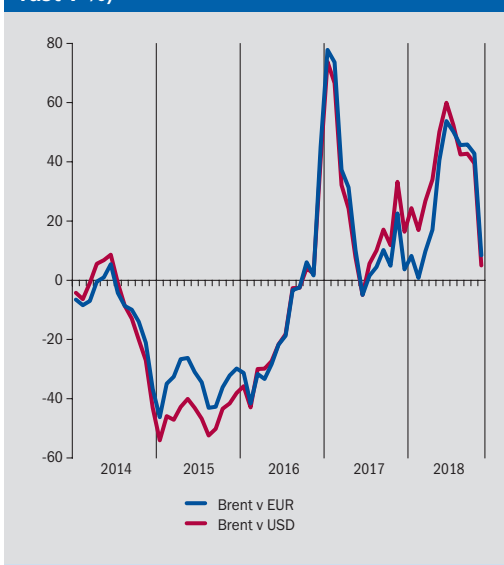
Graf 12 Medziročná miera celkovej inflácie HICP (%) a príspevky vybraných komponentov (p. b.)


Zdroj: Macrobond.

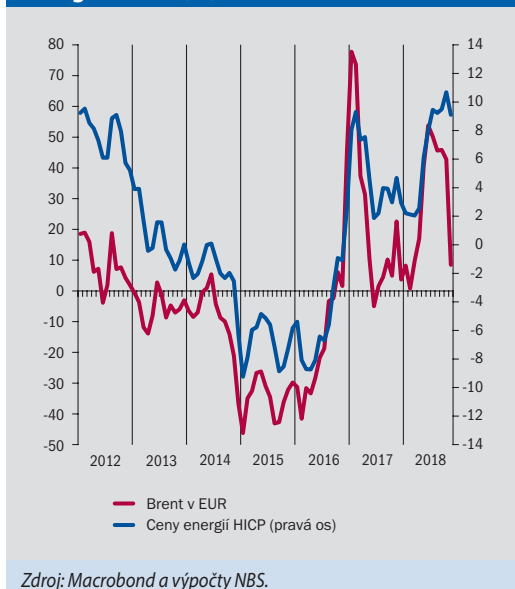
na jednej strane odrážať nedostatok pracovnej sily, na druhej strane aj pomalší rast ekonomickej aktivity a nižšiu potrebu využitia výrobných kapacít. Naopak, v stavebníctve očakávaní budúceho vývoja zamestnanosti naďalej rástli, čo naznačuje pretrvávajúce relatívne silného dopytu po investíciách do stavieb.

Aj v priebehu 3. štvrťroka pokračovala mierna akcelerácia rastu spotrebiteľských cien (HICP) podporená zrýchlením dynamiky cien energií. Ostatné položky, s výnimkou služieb, cenový vývoj mierne tlmili. Ku koncu 3. štvrťroka sa celková inflácia v porovnaní s koncom 2. štvrťroka zrýchľovala o 0,1 percentuálneho bodu na 2,1 %. V rovnakom období sa jadrová inflácia (inflácia bez cien energií a potravín) nezmenila a zotrvala na 0,9 %. V októbri celková inflácia opäť mierne akcelerovala na 2,2 %, podporená okrem cenového rastu energií aj rýchlejšou jadrovou infláciou (nárast o 0,2 percentuálneho bodu na 1,1 %). Tá sa však v novembri opäť mierne spomalila (1,0 %), čo sa spolu s poklesom inflácie cien energií a potravín premietlo do poklesu celkovej inflácie na 2,0 %.

Postupný rast cien ropy v priebehu 2. štvrťroka, spolu s bazickým efektom ich poklesu v júni 2017, sa premietol do výraznej akcelerácie medziročného rastu cien ropy na konci 2. štvrťro-

Graf 13 Ceny ropy v EUR a USD (medziročný rast v %)


Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

Graf 14 Medziročný rast cien ropy a cien energií v HICP (%)

Graf 15 Ceny potravín: komodity, výroba (medziročný rast v %)


ka. Súčasne od druhej polovice augusta začala cena ropy rásť až k úrovniam presahujúcim 80 USD/b, čo rovnako prispievalo k vysokému medziročnému rastu cien ropy v 3. štvrtroku. Medziročný rast cien ropy v EUR tak v priebehu tohto štvrtroka dosahoval 45 – 50 %. To sa premietlo aj do rýchlejšieho rastu spotrebiteľských cien energií a prispievalo k zrýchleniu celkovej inflácie. Začiatkom októbra sa však ceny ropy začali pomerne prudko prepadávať až pod 60 USD/b v novembri. Ich medziročná dynamika sa tak v novembri výrazne spomalila (z úrovni presahujúcich 40 % na menej ako 9 %). Tento výrazný pokles medziročného rastu cien ropy sa však zatiaľ do spotrebiteľských cien premietol len čiastočne a pravdepodobne výraznejšie ovplyvní spotrebiteľskú infláciu až v nasledujúcich mesiacoch.

Dynamika cenového rastu potravín sa v priebehu 3. štvrtroka, v septembri, mierne spomalila na 2,6 % (o 0,1 percentuálneho bodu). Jej vývoj bol protichodne ovplyvnený spomalením rastu cien spracovaných potravín, ktorý bol čiastočne kompenzovaný rýchlejším rastom cien nespracovaných potravín. Od októbra sa však začal spomaľovať aj rast cien nespracovaných potravín, najmä v dôsledku znižovania cenovej dynamiky ovocia a zeleniny. Rast cien potravín sa tak do novembra znížil na 2,0 %. Znižovanie inflácie

Graf 16 Ceny potravinových komodít a spracovaných potravín (medziročný rast v %)


potravín bolo ovplyvnené vývojom cien potravinových komodít na európskych trhoch, ktorých medziročný pokles sa v júli prehĺbil a v nasledujúcich mesiacoch sa postupne zmierňoval. To sa takmer okamžite prenášalo do cien výrobcov potravinových komodít. Ceny spracovaných potravín reagujú na vývoj komoditných cien s určitým

odstupom a zatiaľ v plnej miere nereflektovali predchádzajúce spomalenie cenového vývoja na komoditných trhoch. V nasledujúcich mesiacoch tak môže ešte pretrvávajúci tlmiaci vplyv na ceny spracovaných potravín.

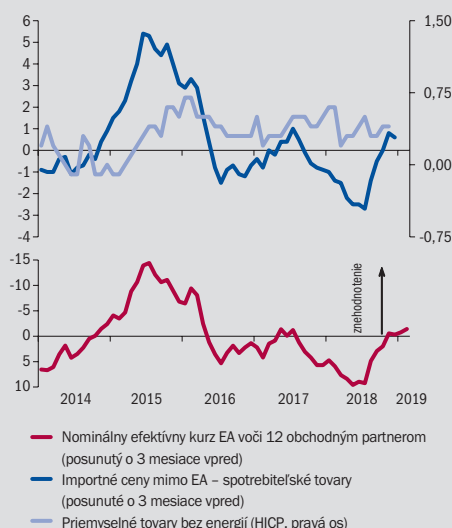
Jadrová inflácia sa v priebehu 3. štvrťroka nezmenila a naďalej zostala relatívne utlmená. Ku koncu štvrťroka dosiahla 0,9 %, rovnako ako v júni. Inflácia cien služieb sa po prechodnom miernom zrýchlení v júli (o 0,1 percentuálneho bodu) vrátila na úroveň z konca predchádzajúceho štvrťroka (1,3 %). V rovnakom mesiaci sa prechodne zrýchľil aj rast cien priemyselných tovarov bez energií, v ďalších dvoch mesiacoch však poklesol (na 0,3 %) mierne pod júnovú úroveň (0,4 %). V októbri jadrová inflácia vzrástla na 1,1 % podporená tak zrýchlením cenového rastu priemyselných tovarov bez energií aj služieb. V rámci priemyselných tovarov bez energií sa zrýchľil najmä rast cien odevov a obuvi, ceny služieb boli najvýraznejšie ovplyvnené cenami organizovaných zájazdov. V novembri sa inflácia cien služieb spomalila a tlmiť aj dynamiku jadrovej inflácie (pokles na 1,0 %). Toto spomalenie bolo pravdepodobne ovplyvnené volatilnými komponentmi cien služieb, ktorých dynamika v predchádzajúcich mesiacoch výraznejšie vzrástla (ceny zájazdov)⁹. Medziročný rast indi-

Graf 17 Indikátor negocievaných miezd a jadrová inflácia (medziročná zmena v %)



Zdroj: Macrobond.

Graf 18 Ceny priemyselných tovarov bez energií a vývoj nominálneho výmenného kurzu (medziročná zmena v %)



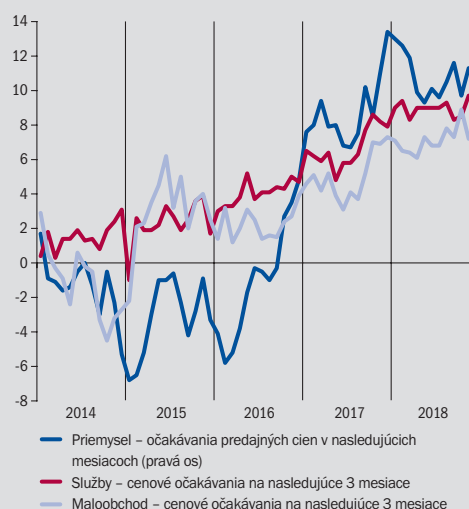
Zdroj: Macrobond.

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

kátora negocievaných miezd v eurozóne sa síce v 3. štvrťroku nepatrne priblížil, naďalej však naznačuje, že mzdový vývoj by mal na jadrovú infláciu, resp. infláciu cien služieb pôsobiť prarastovo. Nedávne utlmenie medziročnej apreciácie eura, resp. posun do mierneho znehodnotenia, sa zároveň prejavilo v zrýchlení dynamiky importných cien spotrebiteľských tovarov. Ich medziročný pokles, ktorý pretrvával od júna 2017, sa od mája 2018 začal zmierňovať a v júli sa zastavil. V nasledujúcich mesiacoch sa zmenil na mierny rast. Vývoj importných cien by tak mohol predstavovať mierny impulz pre zrýchlenie cenového vývoja priemyselných tovarov bez energií.

Očakávanie predajných cien boli v posledných mesiacoch značne volatilné, naďalej však poukazujú na mierne rastúci trend. Inflačné očakávanie profesionálnych prognostikov (The ECB Survey of Professional Forecasters) predpokladajú mierny nárast o 0,1 percentuálneho bodu na rok aj na dva roky vopred. Za posledné dva roky sa tak inflačné očakávanie zvýšilo o 0,5 percentuálneho bodu, resp. o 0,4 percentuálneho bodu.

⁹ Podrobnejšia štruktúra inflácie bude dostupná až po dni uzávierky.

Graf 19 Cenové očakávania v priemysle, službách a maloobchode (sadá odpovedí)


Zdroj: Macrobond.

Graf 20 Cenové očakávania – ECB Survey of Professional Forecasters – HICP inflácia


Zdroj: Macrobond.

Rada guvernérov na svojich zasadnutiach od júna do decembra 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 však dovtedy, kým to bude potrebné na zabezpečenie pokračovania trvalého vývoja inflácie smerom k úrovni nižšej, ale blízko 2 % v strednodobom horizonte.

V prípade neštandardných opatrení menovej politiky Rada guvernérov pokračovala v rámci programu nákupu aktív v čistom nákupe tempom 30 mld. €, ktoré bolo stanovené od januára 2018 až do konca septembra 2018. Od októbra do decembra 2018 sa tempo mesačného čistého nákupu znížilo na 15 mld. €. Na decembrovom zasadnutí Rada guvernérov rozhodla, že čistý nákup aktív v rámci programu nákupu aktív sa v decembri 2018 ukončí. Zároveň zvyšuje mieru signalizácie v oblasti reinvestovania. Rada guvernérov má v tomto smere v úmysle pokračovať v reinvestovaní plnej výšky istiny zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív ešte po dlhšiu dobu od chvíle, keď začne zvyšovať kľúčové úrokové sadzby ECB. V každom prípade však dovtedy, kým to bude potrebné na zachovanie priaznivého stavu likvidity a výraznej miery menovej akomodácie. Zároveň ECB zverejnila rozhodnutie o technických parametroch reinvestícií.

Box 2

EURO SHORT-TERM RATE (ESTER)¹⁰

V ekonomike a hlavne vo finančnom a bankovom systéme zohrávajú referenčné úrokové sadzby dôležitú úlohu. Využívajú sa ako referenčná hodnota v kontraktach indexovaných na pohyblivé úrokové sadzby, pri oceňovaní súvahových položiek v účtovníctve, na trhoch s derivátmi. Prostredníctvom referenčných úrokových sadzieb centrálna banka monitorujú realizáciu a transmisný mechanizmus menovej politiky. V súčasnosti patrí v eurozóne medzi najpoužívanéjšie referenčné jednotňové sadzby EONIA (Euro Overnight Index Average).

V septembri 2017 Európska centrálna banka (ECB) rozhodla, že pripraví komplexnejšiu euróvu krátkodobú sadzbu ESTER (Euro Short-Term Rate) z denných dát o transakciách na peňažných trhoch¹¹. Dáta má vykazovať vzorka 52 najväčších finančných inštitúcií eurozóny (MFIs – Monetary Financial Institutions) a sú k dispozícii na štatistickom portáli ECB (SDW – Statistical Data Warehouse)¹². Celkovo je v systéme (MMSR – Money Market Statistical Reporting)¹³ momentálne evidovaných 50 bánk.

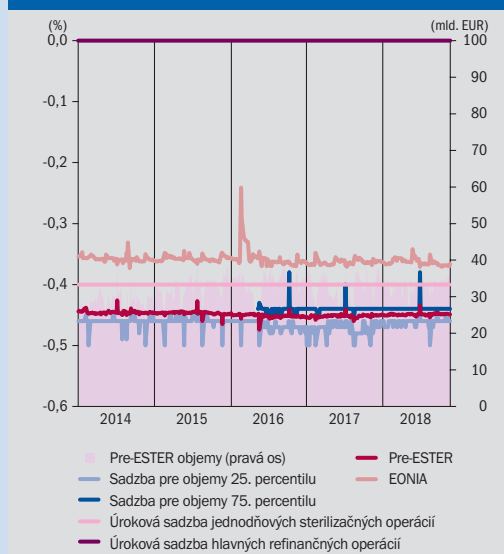
Krajiny, kde sídlia banky reportujúce v rámci regulácie MMSR:

Nemecko	14	Holandsko	4
Francúzsko	12	Írsko	1
Taliansko	6	Švédsko	1
Španielsko	5	Grécko	1
Belgicko	5	Rakúsko	1

Nová eurová krátkodobá sadzba ESTER¹⁴ bude brať do úvahy nielen medzibankové transakcie, ale aj transakcie s inými subjektmi (fondy peňažného trhu, poisťovne, iné finančné spoločnosti) z nezabezpečeného trhového segmentu a bude vyjadrovať veľkoobchodné úverové náklady bánk v eurozóne. ESTER bude výlučne založená na denných dátach a bude publikovaná každý TARGET2 obchodný deň. Pre sadzbu ESTER budú za platné považované len transakcie doručené do 07.00 SEČ (sadzba

bude publikovaná do 09.00 SEČ). Do výpočtu sa budú brať jednotňové nezabezpečené vklady s fixným úročením v sume vyššej ako 1 milión EUR. V rámci výpočtu sa zosumarizujú dáta o transakciách spojené do skupín na základe výšky sadzby pre jednotlivé transakcie a z takto získaných dát sa zoberie stredné 50 % pásmo (objemovo vážený priemer sadzieb). Transakcie spadajúce do spodného a horného 25-percentného pásma sa nebudú brať do úvahy. Spôsob výpočtu orezaním na stredové pásmo potláča náhle výkyvy a zdôrazňuje hlavný trend. V prípade, ak počet reportovaných bánk klesne pod 20, alebo 5 bánk vykáže viac ako 75 % sledovaného obratu, budú dáta považované za nedostatočné na uskutočnenie výpočtu sadzby štandardným spôsobom. V takomto prípade je použitá náhradná procedúra, ktorá využije dáta použité na výpočet v predchádzajúcom TARGET2 obchodnom dni. Medzi zverejňovanými údajmi je aj počet bánk, ktorých údaje boli použité na výpočet v danom dni.

Graf A Sadzby EONIA, Pre-ESTER



Zdroj: ECB.

10 Zdroj: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.pr170921.en.html>

11 ECB ich zbiera od júla 2016 podľa Regulation ECB/2014/48 (resp. Regulation (EU) No 1333/2014 of ECB).

12 MFIs, ktoré spĺňajú kritériá podľa Regulácie ECB/2014/48.

13 List of reporting agents – Zoznam vykazujúcich agentov – bánk: https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/money_market/html/index.en.html

14 Zdroj: https://www.ecb.europa.eu/paym/initiatives/interest_rate_benchmarks/shared/pdf/ecb.ester_methodology_and_policies.en.pdf



ECB bude sadzbu ESTER zverejňovať od októbra 2019. Aby mali subjekty pôsobiace na finančnom trhu dostatočný čas prispôbiť svoje procesy a postupy, od leta 2018 ECB zverejňuje sadzbu pre-ESTER¹⁵, ktorá využíva rovnakú metodiku výpočtu. Rozdiel je len v použitých dátach. Pre-ESTER je rátaná spätne z denných dát vykázaných bankami (aktuálne 30-35 bánk) zakaždým po uplynutí udržiavacieho obdobia povinných minimálnych rezerv – pre sadzbu pre-ESTER sú oprávnené všetky

transakcie vrátane zrevidovaných, zrušených a dodatočných, ktoré boli predložené do okamihu výpočtu sadzby.

ECB spolu s belgickým Orgánom pre finančné služby a trhy¹⁶, Európskym orgánom pre cenné papiere a trhy¹⁷ a Európskou komisiou zriadila pracovnú skupinu pre eurové bezrizikové sadzby. Skupina v septembri 2018 odporučila ESTER ako bezrizikovú eurovú sadzbu, ktorá v januári 2020 nahradí sadzbu EONIA¹⁸.

¹⁵ Zdroj: https://www.ecb.europa.eu/paym/initiatives/interest_rate_benchmarks/shared/pdf/ecb.Pre-ESTER.en.pdf

¹⁶ FSMA – Financial Services and Markets Authority

¹⁷ ESMA – European Securities and Markets Authority

¹⁸ Zdroj: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180925.en.html>

5 VÝVOJ V ČESKEJ REPUBLIKE, MAĎARSKU A POĽSKU

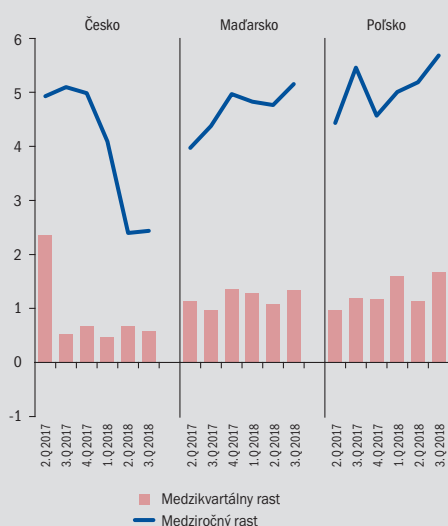
V 3. štvrtroku 2018 spomedzi sledovaných ekonomík zaznamenali zrýchlenie ekonomického rastu na medziročnej báze maďarská ekonomika o 0,4 percentuálneho bodu na 5,2 % a poľská ekonomika o 0,5 percentuálneho bodu na 5,7 %.

Tempo rastu českej ekonomiky sa oproti 2. štvrtroku nezmenilo (2,4 %).

V medzištvrtročnom vyjadrení v 3. štvrtroku 2018 v porovnaní s predchádzajúcim štvrtkom zrýchlili svoje tempo rastu maďarská ekonomika – o 0,2 percentuálneho bodu na 1,3 % a poľská ekonomika o 0,6 percentuálneho bodu na 1,7 %. Česká ekonomika sa, naopak, marginálne spomalila o 0,1 percentuálneho bodu na 0,6 %. K nižšej dynamike českej ekonomiky prispel najmä čistý export, ktorého prorastový efekt sa v tomto štvrtroku zmenil na výrazne tlmiači. Mierne sa spomalil aj investičný dopyt. Naopak, viac prorastovo v porovnaní s minulým štvrtkom pôsobila domáca spotreba, súkromná aj verejná. Ekonomiku podporila aj zmena stavu zásob, ktorá v minulom štvrtroku tlmila celkový ekonomický rast. V Maďarsku sa tempo ekonomického rastu mierne zrýchľilo najmä vďaka investíciám, ktorých rast sa v porovnaní s predchádzajúcim štvrtkom zrýchľil. Súčasne sa zmiernil pokles zásob. Vplyv súkromnej spotreby domácností a verejnej spotreby sa nezmenil. Výrazný tlmiači efekt zaznamenal čistý export, keď sa výraznejšie prepadol vývoz. V Poľsku sa ekonomický rast zrýchľil¹⁹, najmä vďaka investičnému dopytu a rastu zásob. Spotrebiteľský dopyt zaznamenal približne rovnaké tempo rastu v súkromnom aj vo verejnom sektore. Na celkový ekonomický rast tlmiačo pôsobil čistý export.

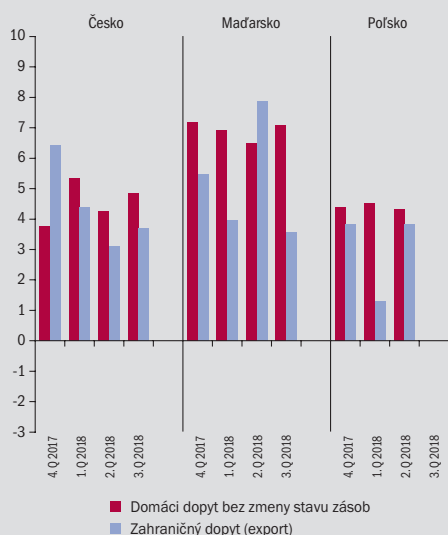
Koncom 3. štvrtroka 2018 sa v porovnaní s koncom predchádzajúceho štvrtroka medziročný rast spotrebiteľských cien zrýchľil v Maďarsku (o 0,5 percentuálneho bodu na 3,7 %) a v Poľsku (o 0,1 percentuálneho bodu na 1,5 %), kým čo v Českej republike sa inflácia spomalila (o 0,3 percentuálneho bodu na 2,1 %). K spomaleniu tempa rastu spotrebiteľských cien v Českej republike prispeli najmä ceny spracovaných potravín a v menšej miere ceny služieb. Rast cien priemyselných tovarov bez energií sa nezmenil. Naopak, zrýchľil sa rast cien energií a nespracovaných potravín. V októbri 2018 sa v porovnaní s koncom 3. štvrtroka celková inflácia v Českej republike opäť mierne spomalila, k čomu prispeli predovšetkým ceny potravín, spracovaných aj nespracovaných. V Maďarsku sa medziročný

Graf 21 Rast HDP (%)



Zdroj: Eurostat.

Graf 22 Príspevky k medzištvrtročnému rastu HDP (p. b.)



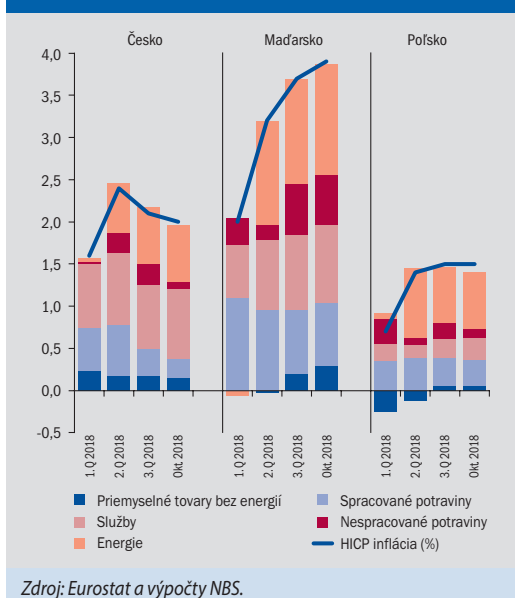
Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

¹⁹ Text vychádza z dát zverejnených poľským štatistickým úradom.

rast spotrebiteľských cien v priebehu 3. štvrťroka zrýchlil. K takémuto vývoju prispeli takmer všetky zložky cenového vývoja s výnimkou cien spracovaných potravín, ktorých rast sa spomalil a cien energií – zostali viac-menej nezmenené. V októbri 2018 sa celková inflácia v Maďarsku ešte mierne zrýchlila, k čomu najviac prispeli ceny priemyselných tovarov bez energií a ceny

energií. V Poľsku sa v priebehu 3. štvrťroka rast celkových spotrebiteľských cien takisto zrýchlil, avšak miernejšie ako v Maďarsku. K takémuto vývoju prispeli najmä ceny priemyselných tovarov bez energií, ktorých záporná dynamika sa zmenila na kladnú a ceny nespracovaných potravín – ich dynamika sa zrýchlila. Mierne sa zrýchlil aj rast cien služieb. Rast cien ostatných cenových položiek sa spomalil. V októbri 2018 si celkové spotrebiteľské ceny v Poľsku zachovali rovnaké tempo rastu ako na konci 3. štvrťroka.

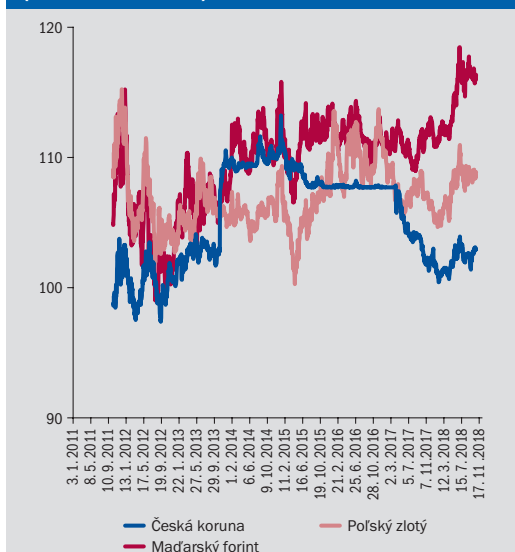
Graf 23 Príspevky k HICP inflácii (p. b.)



Na konci 3. štvrťroka 2018 sa v porovnaní s koncom predchádzajúceho štvrťroka posilnili voči euru všetky sledované meny – česká koruna o 1,11 %, maďarský forint o 1,64 % a poľský zlotý o 2,19 %.

Po depreciačnom trende z minulého štvrťroka zaznamenali meny stredoeurópskeho regiónu na začiatku 3. štvrťroku 2018 mierne apreciačný trend ako dôsledok mierneho zlepšenia nálad/opadnutia napätia na finančných trhoch. Investičné riziko aj naďalej ovplyvňovali očakávania trhu v oblasti menovej politiky hlavných svetových centrálnych bánk, ale aj hrozby prehĺbenia obchodnej vojny pre zavedenie nových protekcionistických opatrení vo svetovom obchode a pokračujúce pnutie na globálnom trhu obchodovania s ropou (klesajúce zásoby ropy v USA, sankcie uvalené na Irán). Koncom štvrťroka sa k dôvodom ovplyvňujúcim vývoj kurzov rozvíjajúcich sa ekonomík pridali aj turbulencie na finančných trhoch v Turecku a Argentíne ako rozvíjajúcich sa ekonomikách. Na druhej strane, meny krajín stredoeurópskeho regiónu sú v značnej miere rezistentné voči tlakom ovplyvňujúcim meny ostatných rozvíjajúcich sa ekonomik. Dôvodom sú pozitívne tendencie domácich ekonomik – relatívne silný ekonomický rast, podporený najmä domácou spotrebou a investíciami.

Graf 24 Indexy kurzov mien V4 voči euru (3. 1. 2011 = 100)

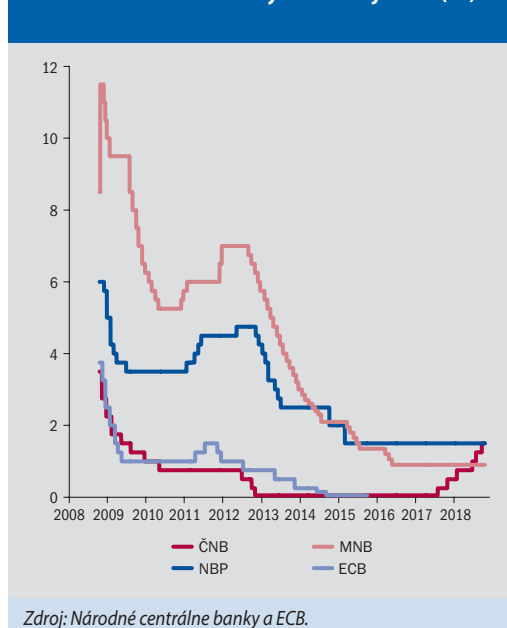


V 3. štvrťroku 2018 spomedzi sledovaných krajín pristúpila k zmene menovopolitických podmienok prostredníctvom úrokových sadzieb iba česká centrálna banka. **Česká národní banka** zvýšila svoju hlavnú úrokovú sadzbu (limitnú úrokovú sadzbu na dvojtyždňové repo operácie) dvakrát o 0,25 percentuálneho bodu na 1,50 % s účinnosťou od 3. 8. 2018, resp. 27. 9. 2018. Zároveň zvýšila aj lombardnú sadzbu kumulovane o 0,50 percentuálneho bodu na 2,50 % a diskont-

nú sadzbu kumulovane o 0,45 percentuálneho bodu na 0,50 % (augustové zvýšenie bolo o 0,2 percentuálneho bodu. V zdôvodnení svojho rozhodnutia centrálna banka skonštatovala, že postupné zvyšovanie úrokových sadzieb je v súlade so zverejnenou prognózou a prispieje k normalizácii menovopolitických podmienok v prostredí pozitívneho vývoja českej ekonomiky, ale aj napätia na trhu práce, s potenciálnym vznikom inflačných tlakov. K ďalšiemu zvýšeniu úrokových sadzieb na 1,75 % došlo potom aj v novembri po prerokovaní novej prognózy. **Magyar Nemzeti Bank** v 3. štvrťroku 2018 ponechala svoje úrokové sadzby na nezmenenej úrovni – základnú úrokovú sadzbu, jednodňovú kolateralizovanú refinančnú sadzbu aj týždňovú kolateralizovanú refinančnú sadzbu na 0,9 % a jednodňovú depozitnú sadzbu na -0,15 %. Maďarská centrálna banka skonštatovala, že ponechanie základnej úrokovej sadzby na nezmenenej úrovni a uvoľnené menovopolitické podmienky sú stále potrebné na dosiahnutie inflačného cieľa udržateľným spôsobom. Na svojom zasadnutí v septembri centrálna banka schválila budúci strategický rámec na stanovenie nekonvenčných nástrojov menovej politiky a tiež program na podporu financovania malých a stredných podnikov Funding for Growth Scheme Fix, ktorý by mal nahradiť od apríla 2019 Marked-based Lending Scheme (MLS). V rámci budúceho strategického rámca na stanovenie nekonvenčných nástrojov menovej politiky centrálna banka rozhodla o postupnom ukončení 3-mesačnej depozitnej facility do konca roku 2018 a o stanovení remuneračnej sadzby povinných rezerv a preferenčných depozitov ako hlavnej úrokovej sadzby. Ďalej rozhodla o postupnom ukončení menovopolitic-

kých IRS tendrov a programu nákupu hypotekárnych dlhopisov do konca roku 2018. **Narodowy Bank Polski** v 3. štvrťroku 2018 takisto ponechal svoje menovopolitické podmienky nezmenené (referenčná úroková sadzba na úrovni 1,5 % s účinnosťou od 5. 3. 2015). Centrálna banka konštatovala, že na základe priaznivého výhľadu poľskej ekonomiky, napriek očakávanému spomaleniu v nasledujúcich rokoch, by podľa dostupných informácií mala inflácia v horizonte prognózy 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.

Graf 25 Kľúčové sadzby NCB krajín V4 (%)





PREHĽAD PREDIKCIÍ RASTU HDP VYBRANÝCH INŠTITÚCIÍ

Tab. 1 Globálna ekonomika

	Zverejnenie	2017		2018		2019		2020	
MMF	október 2018	3,7	(=)	3,7	(-0,2)	3,7	(-0,2)	-	-
OECD	november 2018	3,6	(=)	3,7	(=)	3,5	(-0,2)	3,5	-
EK ¹⁾	november 2018	3,9	(=)	4,0	(-0,2)	3,8	(-0,3)	3,8	-
ECB ²⁾	december 2018	-	-	3,8	(-0,1)	3,5	(-0,2)	3,6	(-0,1)

Tab. 2 USA

	Zverejnenie	2017		2018		2019		2020	
MMF	október 2018	2,2	(-0,1)	2,9	(=)	2,5	(-0,2)	-	-
OECD	november 2018	2,2	(=)	2,9	(=)	2,7	(=)	2,1	-
EK	november 2018	2,2	(-0,1)	2,9	(=)	2,6	(-0,1)	1,9	-
Fed	september 2018	2,2	(-0,1)	3,1	(0,25)	2,55	(0,15)	1,95	(0,05)

Tab. 3 Eurozóna

	Zverejnenie	2017		2018		2019		2020	
MMF	október 2018	2,4	(=)	2	(-0,2)	1,9	(=)	-	-
OECD	november 2018	2,5	(=)	1,9	(-0,1)	1,8	(-0,1)	1,6	-
EK	november 2018	2,4	(=)	2,1	(=)	1,9	(-0,1)	1,7	-
ECB	december 2018	-	-	1,9	(-0,1)	1,7	(-0,1)	1,7	(=)

Tab. 4 Česká republika

	Zverejnenie	2017		2018		2019		2020	
MMF	október 2018	4,3	(=)	3,1	(-0,4)	3,0	(=)	-	-
OECD	november 2018	4,5	(-0,1)	3	(-0,8)	2,7	(-0,5)	2,6	-
EK	november 2018	4,3	(=)	3,0	(=)	2,9	(=)	2,6	-
ČNB	november 2018	4,5	(=)	3,1	(-0,1)	3,3	(=)	3,3	(-0,1)

Tab. 5 Maďarsko

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

Tab. 6 Poľsko

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

1) Rast globálnej ekonomiky bez EÚ.

2) Rast globálnej ekonomiky bez eurozóny.

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