



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



SPRÁVA O MEDZINÁRODNEJ EKONOMIKE

JÚN 2015

Vydavateľ:
© Národná banka Slovenska

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

Kontakt:
02/5787 2146

<http://www.nbs.sk>

Prerokované Bankovou radou NBS
30. júna 2015.

Dátum uzávierky pre spracovanie údajov v tejto
správe bol 18. jún 2015.

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

ISSN 1339-9624 (elektronická verzia)



OBSAH

1	GLOBÁLNA EKONOMIKA	5	Graf 11 Miera nezamestnanosti a očakávania spotrebiteľov ohľadom vývoja ekonomickej situácie a nezamestnanosti počas nasledujúcich 12 mesiacov	12
2	KOMODITY	7	Graf 12 Očakávania vývoja zamestnanosti jednotlivými odvetvami	13
3	SPOJENÉ ŠTÁTY AMERICKÉ	8	Graf 13 Predstihové indikátory a štvrťročný rast HDP eurozóny	13
4	EUROZÓNA	10	Graf 14 Predstihové indikátory a medziročný rast HDP Nemecka	13
5	VÝVOJ V POĽSKU, ČESKEJ REPUBLIKE A MAĎARSKU	18	Graf 15 Medziročná miera celkovej inflácie HICP a príspevky vybraných komponentov	14
ZOZNAM TABULIEK			Graf 16 Ceny ropy v EUR a USD	14
Tab. 1	Globálna ekonomika	22	Graf 17 Medziročný rast cien ropy a cien energií v HICP	14
Tab. 2	USA	22	Graf 18 Ceny potravín: Komodity, výroba, spotrebiteľské ceny	15
Tab. 3	Eurozóna	22	Graf 19 Ceny výrobcov potravín a spracovaných potravín	15
Tab. 4	Česko	22	Graf 20 Ceny priemyselných tovarov bez energií a vývoj nominálneho výmenného kurzu	16
Tab. 5	Maďarsko	22	Graf 21 Maloobchod a inflácia bez cien energií a potravín	16
Tab. 6	Poľsko	22	Graf 22 Cenové očakávania v priemysle, službách a maloobchode	16
ZOZNAM GRAFOV			Graf 23 Ceny často nakupovaných položiek a cenové očakávania spotrebiteľov	16
Graf 1	Vývoj HDP a CLI	6	Graf 24 Kompozitné úrokové sadzby z úverov	17
Graf 2	Príspevky jednotlivých komponentov k analizovanému rastu HDP	8	Graf 25 Šesťmesačný analizovaný rast úverov	17
Graf 3	Medziročná miera inflácie CPI a príspevky vybraných komponentov	8	Graf 26 Rast HDP	18
Graf 4	Ekonomický rast	10	Graf 27 Príspevky k medzištvrtročnému rastu HDP	18
Graf 5	Príspevky jednotlivých komponentov k štvrťročnému rastu HDP	10	Graf 28 Príspevky k medziročnej zmene HICP inflácie	19
Graf 6	Hodnotenie konkurencieschopnosti v priemysle a priemyselná produkcia	11	Graf 29 Indexy kurzov mien V4 voči euru	19
Graf 7	Exportné očakávania v priemysle a medziročný rast priemyselnej výroby	11	Graf 30 Kľúčové sadzby NCB krajín V4	21
Graf 8	Faktory limitujúce produkciu v priemysle	11		
Graf 9	Faktory limitujúce produkciu v priemysle	12		
Graf 10	Miera nezamestnanosti a dlhodobá miera nezamestnanosti	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 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	začiatočná fixácia sadzby

Použité symboly v tabuľkách:

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



1 GLOBÁLNA EKONOMIKA

Rast svetovej ekonomiky sa v 1. štvrtroku 2015 spomalil. Po prvých troch štvrtrokoch 2014, kedy sa rast globálneho hospodárstva zrýchľoval, došlo ku koncu roka k jeho zníženiu a tento trend pokračoval aj začiatkom roka 2015. K uvedenému vývoju prispeli súčasne vyspelé aj rozvíjajúce sa ekonomiky, v rámci jednotlivých zoskupení bol však vývoj diferencovaný.

Z vyspelých krajín prorastovo na globálnu ekonomiku pôsobilo Japonsko. Jeho hospodárstvo začalo klesať po zvýšení dane zo spotreby v apríli 2014, ale koncom roka sa dostalo na prorastovú trajektóriu a začiatkom roka 2015 sa rast dokonca mierne zvýšil. Ekonomickú aktivitu ovplyvnili predovšetkým zásoby. Nízke ceny ropy, depreciácia jenu a uvoľnená menová politika spolu s oddialením ďalšieho zvýšenia dane zo spotreby, ako aj fiškálne stimuly naplánované v roku 2015, by mali prispieť k rýchlejšiemu ekonomickému rastu v nasledujúcom období. Napriek tomu, že ekonomická aktivita eurozóny rástla rovnakým tempom ako v predchádzajúcom štvrtroku, posilnila sa dynamika spotrebiteľského a investičného dopytu. Naopak, tlmil ju čistý export najmä v dôsledku vyšších importov. Ekonomický rast v eurozóne by mal aj v najbližších štvrtrokoch profitovať z uvoľnenej menovej politiky a nízkych cien energií. Na druhej strane rast svetovej ekonomiky tlmila Veľká Británia, keď zrýchľujúca sa dynamika importov a pokles exportov výraznejšie kompenzovali pozitívny vývoj súkromnej spotreby a investícií. Ekonomika USA prekvapivo poklesla, keď ešte prvotné odhady naznačovali mierny rast. Dočasné faktory vo forme nepriaznivých poveternostných podmienok a prerušenie ťažby ropy tak negatívnejšie ovplyvnili hospodárstvo v porovnaní s očakávaniami. Po odznení uvedených jedno-razových efektov by americká ekonomika mala opätovne začať rásť.

Heterogénny vývoj pokračoval aj v rozvíjajúcich sa ekonomikách. Kým ekonomika Číny pokračovala v nižšom raste v dôsledku vývoja v ťažobnom a priemyselnom sektore spojenom s oslabením importov, India, profitujúca z nízkych cien ropy, pokračujúcich reforiem a uvoľnenej

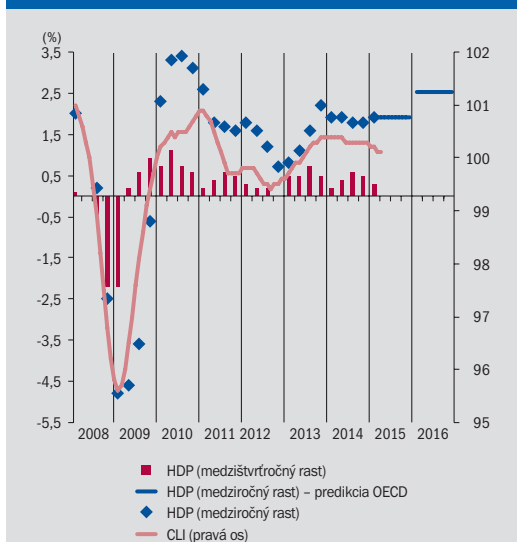
menovej politiky, sa v 1. štvrtroku 2015 stala najrýchlejšie rastúcou veľkou ekonomikou na svete. Naplánované stavebné projekty spolu s uvoľnenou menovou politikou by mali stimulovať ekonomický rast v Číne a spolu so zlepšujúcim sa výhľadom pre Indiu by to malo viesť k vyššej ekonomickej výkonnosti Ázie. V rámci krajín Latinskej Ameriky poklesol HDP v Brazílii v dôsledku ďalšieho sprísňovania finančných podmienok, vysokej inflácie a nízkej dôvery a spomalil sa rast v Mexiku, nakoľko nízke ceny ropy pôsobili na nižšie investície a spôsobili straty na strane exportných a fiškálnych príjmov. Globálnu ekonomiku začiatkom roka 2015 tlmilo aj Rusko, ktorého ekonomika sa v prostredí nízkych cien ropy, depreciácie rubľa a klesajúcej dôvery prepadla do recesie.

Celkovo sa v 1. štvrtroku 2015 rast ekonomickej aktivity v krajinách OECD spomalil na 0,3 % v porovnaní s 0,5 % v predchádzajúcom štvrtroku. V medziročnom porovnaní sa ekonomický rast zrýchľil o 0,1 percentuálneho bodu na 1,9 %. Kompozitný indikátor ekonomickej dôvery (Composite Leading Indicator)¹ v krajinách OECD zatiaľ nenaznačuje zrýchlenie rastu globálnej ekonomiky v krátkodobom horizonte, keď po stagnácii na konci roka 2014 v 1. štvrtroku 2015 mierne klesol a v apríli zotrval na nižšej úrovni.

I keď predstihové indikátory z krátkodobého hľadiska naznačujú spomaľovanie globálnej ekonomiky, v dlhodobejšom horizonte by sa rast svetového hospodárstva mal zvýšiť. Jeho vývoj bude ovplyvňovať divergentný výhľad v rámci krajín, ktorý odráža rozdielny dopad viacerých faktorov. Pozitívny efekt poklesu cien ropy na krajiny importujúce ropu by mal prevýšiť negatívny dopad na krajiny vyvážajúce ropu a podporiť tak globálny dopyt. Rovnako by napriek očakávaniam zvýšenia úrokových sadzieb v USA mali zostať globálne finančné podmienky uvoľnené aj vplyvom pokračovania rozšíreného nákupu aktív ECB. Súčasne klesá efekt faktorov, ako náprava bilancií súkromného sektora, fiškálna konsolidácia a slabé trhy práce, ktoré tlmili rast vyspelých krajín od finančnej krízy.

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

Graf 1 Vývoj HDP a CLI



Zdroj: OECD.

Poznámka: CLI – Composite Leading Indicators.

V 1. štvrtroku 2015 opäťovne pokračovalo spomaľovanie globálneho rastu spotrebiteľských cien, miera inflácie sa však znížila v oveľa väčšej miere, ako tomu bolo v predchádzajúcich štvrtrokoch. Jej vývoj predurčovali hlavne ceny energií. Rast spotrebiteľských cien sa spomalil vo väčšine vyspelých ekonomík, inflácia bez cien energií a potravín však zostala viac-menej stabilná, čo naznačuje, že deflačné tlaky zostali limitované. Miera inflácie sa znížila aj v Číne v dôsledku klesajúcej inflácie potravín, v niektorých rozvíjajúcich sa ekonomikách však rast

spotrebiteľských cien akceleroval, keď deprecia mien viedla k vyšším importným cenám a nízka kredibilita domácej menovej politiky sa odrazila v pokračujúcich vysokých inflačných očakávaniach.

Na výraznom spomalení rastu spotrebiteľských cien v krajinách OECD v 1. štvrtroku 2015 v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom sa podieľali všetky zložky, v najvyššej miere však cenový vývoj determinovali energie, ktoré začali v januári dynamicky klesať a odrážali tak cenový vývoj energetických komodít. Rast cien potravín sa v uvedenom období spomaľoval a mierne poklesla aj jadrová inflácia. Celkovo sa miera inflácie znížila z 1,1 % v decembri až na 0,6 % v marci a jadrová inflácia z 1,8 % na 1,7 %. Pokles cien energií sa síce v priebehu 1. štvrtroka 2015 zmierňoval, v apríli sa však opäťovne prehĺbil. Navyše pokračoval pomalší rast cien potravín a spolu s ďalším poklesom jadrovej inflácie na 1,6 % viedol k zníženiu celkovej miery inflácie v krajinách OECD na 0,4 %.

Globálna miera inflácie by mala v krátkodobom horizonte zotrvať na nízkej úrovni. Predchádzajúci pokles v cenách komodít by mal z krátkodobého hľadiska prispieť k pomalšiemu rastu spotrebiteľských cien, v dlhšom horizonte však obnovený rast cien ropy, ako aj ceny budúcich kontraktov naznačujú rast príspevkov energií k celkovej inflácii. Relatívne pomalé oživovanie globálnej ekonomiky však bude viesť len k postupnému znižovaniu voľných kapacít a inflačné tlaky tak naďalej zostanú utlmené.



2 KOMODITY

Výrazný prepád cien ropy Brent v USD v druhej polovici roka 2014, zapríčinený previsom ponuky nad dopytom, sa v 1. štvrtroku 2015 zastavil, keď sa cena ropy na začiatku roka obchodovala na približne rovnakej úrovni ako na konci uvedeného štvrtroka. Napriek tomu bola jej priemerná úroveň 54 USD/barel v 1. štvrtroku 2015 až o 22 USD/barel nižšia oproti predchádzajúcemu štvrtroku. Obavy z prebytku ropy na trhu stlačili cenu ropy v polovici januára až k hranici 45 USD/barel. Na nižších úrovniach ju v uvedenom období držalo aj zhoršenie výhľadu globálnej ekonomiky. Obmedzenie ťažby v Iraku a Líbyi však spôsobili vo februári nárast ropy až k úrovni 62 USD/barel. Následne cena ropy krátkodobo klesala v reakcii na začiatok kvantitatívneho uvoľňovania ECB, ako aj v dôsledku očakávanej vyššej produkcie v USA a Líbyi. Jej cenu stláčala aj perspektíva vyššej ponuky vyplývajúcej z prípadnej dohody s Iránom o protijadrovom programe. V ďalšom období však bolo rozhodujúcim zníženie produkcie v USA, ako aj eskalácia napätia na Blízkom východe s možným dopadom na globálnu produkciu ropy, ktoré spôsobili do polovice mája silnejší rast cien ropy až k úrovni 66 USD/barel. Prebytok komodity na trhu a rozhodnutie krajín OPEC neobmedziť ťažbu ropy viedli v prvej polovici júna k miernemu poklesu ceny ropy.

Ceny neenergetických komodít pokračovali v 1. štvrtroku 2015 v poklese, čím čiastočne re-

flektovali zhodnocovanie amerického dolára. Ich vývoj determinovalo paralelné zníženie cien kovov, ako aj agrokomodít, ktoré tak reagovali na prebytočnú globálnu ponuku a slabý dopyt. V rámci agrokomodít klesali na začiatku roka hlavne ceny mäsa, predovšetkým z dôvodu vyššej produkcie v USA, ako aj rastúceho exportu z Austrálie. Niektoré ceny agrokomodít, napr. sóje, klesali napriek rastúcemu dopytu. Zníženie zaznamenali aj ceny kávy a pšenice, čím reagovali na priaznivé vyhladky nadchádzajúcej úrody. Na konci 1. štvrtroka 2015 ovplyvňovali agrokomodity hlavne ceny cukru, ktoré poklesli na 6-ročné minimum vzhľadom na lepšie očakávania produkcie v Brazílii. Klesajúca tendencia cien poľnohospodárskych komodít pokračovala aj v apríli a máji, avšak miernejším tempom, nakoľko ceny mäsa sa odrazili od dna. Ceny kovov reagovali na spomaľujúci sa dopyt z Číny (hlavne v stavebníctve), ako aj na celkové oslabenie globálnej priemyselnej výroby. Pokles cien komodít viedol k uzavretiu niektorých ťažobných spoločností. Na druhej strane podniky profitovali z poklesu cien energií, nákladovej deflácie, ako aj zo znehodnotenia mien produkujúcich krajín. V uvedenom období klesali hlavne ceny medi, niklu, železnej rudy a cínu. Rovnako ako v prípade agrokomodít sa pokles cien kovov v apríli spomalil a v máji ceny kovov začali po 9 mesiacoch opäť rásť.

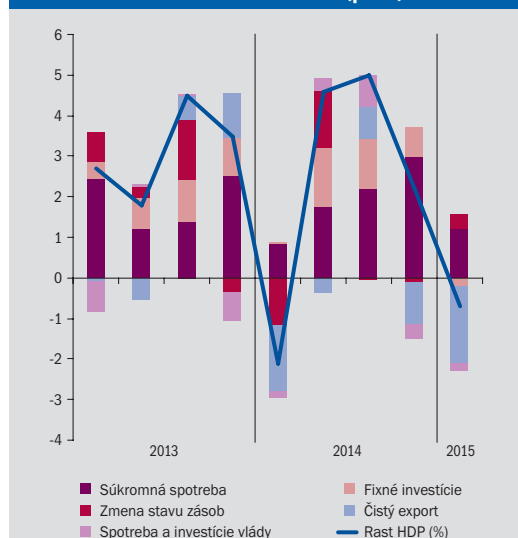
3 SPOJENÉ ŠTÁTY AMERICKÉ

Americkú ekonomiku na začiatku roka 2015 výrazne ovplyvnila silná zima na severovýchode krajiny, ako aj zníženie produkcie bridlicovej ropy. V dôsledku toho ekonomická aktivita v USA poklesla v 1. štvrtroku 2015 na anualizovanej báze o 0,7 % v porovnaní s rastom 2,2 % dosiahnutým vo 4. štvrtroku 2014. Na medzioročnej báze sa tempo rastu medzi uvedenými štvrtrokmi zrýchlilo z 2,4 % na 2,7 %. Nízka cena ropy viedla k poklesu investícií do ropného ťažobného priemyslu v USA, v dôsledku čoho bol príspevok fixných investícií v 1. štvrtroku 2015 záporný. Nižšia produkcia ropy, ako aj apreciácia amerického dolára ovplyvnili silný prepád vývozov. Tento bol síce v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom tlmenejší miernejším rastom dovozov, celkovo však čistý export negatívne ovplyvnil ekonomickú výkonnosť USA takmer 2 percentuálnymi bodmi. K poklesu americkej ekonomiky v uvedenom období prispela aj spotreba a investície vládneho sektora. Nízke ceny energií spolu s priaznivým vývojom reálnych disponibilných príjmov nevedli k ďalšej akcelerácii súkromnej spotreby zaznamenávanej počas roka 2014. Dokonca došlo k výraznejšiemu spomaleniu jej rastu v dôsledku neočakávanej chladnej zimy na severovýchode USA. V dôsledku jednorazových sezónnych fak-

torov, ktoré ovplyvnili hospodárstvo USA na začiatku roka 2015 sa očakáva, že v nasledujúcom štvrtroku by mala výkonnosť americkej ekonomiky vzrásť.

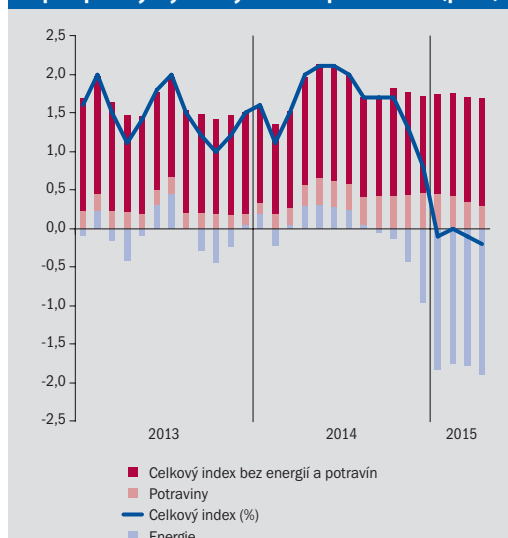
Spotrebiteľské ceny v USA sa v priebehu 1. štvrtroku 2015 dostali po viac ako 5 rokoch do deflácie. V marci 2015 miera inflácie dosiahla -0,1 %, keď ešte v decembri spotrebiteľské ceny medziročne rástli o 0,8 %. Ceny energií, ktoré odrážali vývoj energetických komodít, sa v priebehu prvých mesiacov v roku prepádli na medzioročnej báze o cca 20 % a najvýraznejšie tak ovplyvnili cenový vývoj. Aj ceny potravín, ktorých dynamika rastu sa od decembra postupne znižovala, čiastočne tlmili rast spotrebiteľských cien. Na druhej strane jadrová inflácia pôsobila smerom k vyššej spotrebiteľskej inflácii, keď v marci dosiahla 1,8 % v porovnaní s 1,6 % zaznamenanými na konci roka 2014. V apríli sa deflácia v americkej ekonomike kvôli cenám energií ešte prehĺbila, keď spotrebiteľské ceny poklesli o 0,2 %. Jadrová inflácia v tomto období zostala stabilná (1,8 %). Medzioročná miera inflácie v USA by sa v nasledujúcom období mala dostať do kladných hodnôt a postupne sa zvyšovať v dôsledku zlepšujúcich sa podmienok na trhu práce a z dôvodu odzne-

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



Zdroj: Bureau of Economic Analysis.

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



Zdroj: Bureau of Labour Statistics a výpočty NBS.



nia dočasného efektu poklesu cien energií a importných cien.

Federálny výbor pre operácie na voľnom trhu (FOMC) na svojich zasadnutiach v januári, marci, apríli a júni ponechal cieľovú sadzbu federálnych fondov nezmenenú. Tá tak zostala na úrovni 0 % až 0,25 %.

FOMC informoval, že pri rozhodovaní o horizonte zotrvania úrokových sadzieb na uvedenej úrovni bude hodnotiť napredovanie (skutočné aj očakávané) k cieľom maximálnej zamestnanosti a 2 % inflácie. Uvedené hodnotenie bude brať do úvahy ďalšie informácie zahŕňajúce podmienky na trhu práce, indikátory inflačných tlakov, inflačné očakávania a finančný a medzinárodný vývoj. Na januárovom zasadnutí FOMC v rámci svojho vyhlásenia deklaroval, že môže byť zdržanlivý so

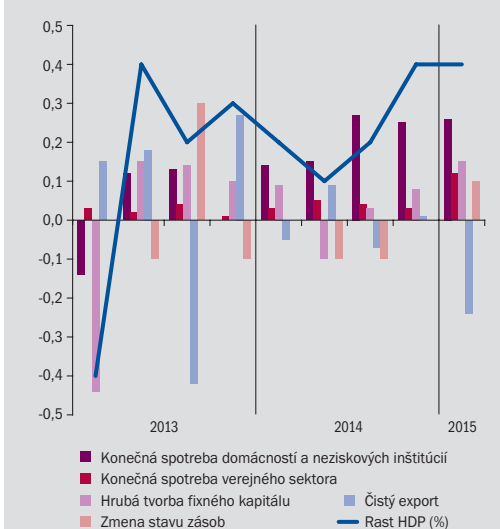
začatím normalizácie menovej politiky. Súčasne však v rámci budúceho nastavenia menovej politiky dodal, že ak dostupné informácie budú naznačovať rýchlejší progres k cieľom zamestnanosti a inflácie, ku zvýšeniu cieľovej sadzby federálnych fondov môže dôjsť v skoršom termíne, ako sa v súčasnosti očakáva. Na druhej strane, ak sa progres spomalí v porovnaní s očakávaniami, zvýšenie uvedenej sadzby môže nastať neskôr v porovnaní so súčasnými predpokladmi. Na marcovom zasadnutí však už deklaroval, že je nepravdepodobné, že pristúpi k zvýšeniu cieľovej sadzby federálnych fondov na aprílovom zasadnutí. Podľa FOMC bude vhodné zvýšiť sadzbu vtedy, keď dôjde k ďalšiemu zlepšeniu na trhu práce a bude zrejmé, že inflácia sa v strednodobom horizonte vracia k cieľu 2 %. Toto vyjadrenie opätovne zdôraznil aj vo vyhláseniach z aprílového a júnového zasadnutia.

4 EUROZÓNA

Ekonomika eurozóny v 1. štvrtroku 2015 pokračovala v raste a potvrdila trend postupného oživovania, ktoré naznačil už vývoj v druhom polroku 2014. Hospodárstvo eurozóny vzrástlo o 0,4 %, teda rovnakým tempom ako v poslednom štvrtroku 2014². Spomedzi najväčších ekonomík sa ekonomický rast zrýchlil v krajinách, ktoré doteraz vykazovali relatívne slabú výkonnosť – vo Francúzsku hospodárstvo vzrástlo o 0,6 % a v Taliansku o 0,3 % (v oboch krajinách ekonomika vo 4. štvrtroku 2014 stagnovala). Rýchlejšie rástla aj španielska ekonomika (0,9 % v porovnaní s 0,7 % v predchádzajúcom štvrtroku). Naopak, v Nemecku a Holandsku sa hospodárske oživenie spomalilo zhodne o 0,4 percentuálneho bodu, keď nemecká ekonomika vzrástla o 0,3 % a holandská o 0,4 %. Medziročný hospodársky rast eurozóny sa v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom mierne zvýšil (o 0,1 percentuálneho bodu) na 1,0 %.

Ekonomický rast bol podobne ako vo 4. štvrtroku ťahaný domácim dopytom a najmä súkromnou spotrebou. Spotrebiteľský dopyt, ktorého rast sa v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom mierne zrýchlil, naďalej ťažil z nízkych cien ropy. Pomerne výrazne prispela k ekonomickému ras-

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



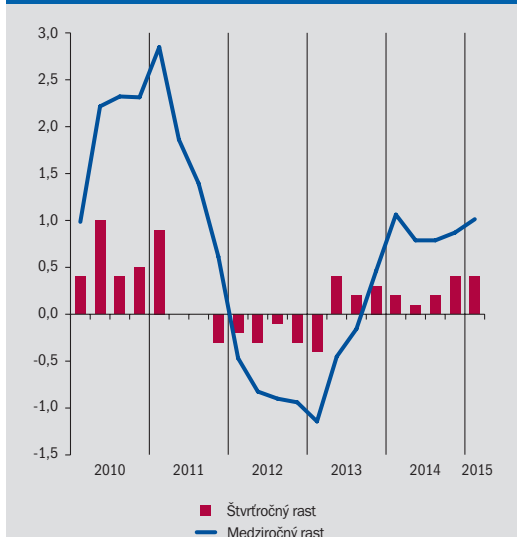
Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

tu aj verejná spotreba. Pokračovalo tiež oživenie investičného dopytu, ktorý vzrástol tretí štvrtrok v rade a v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom sa jeho dynamika výraznejšie zrýchlila. Investičný dopyt bol podporovaný uvoľnenou menovou politikou, ktorá sa premietla do lepšieho prístupu k financovaniu. Pozitívne k ekonomickému rastu prispela aj zmena stavu zásob. Naopak, čistý export tlmil hospodársky rast. Exporty síce naďalej rástli, avšak pomalšie ako v predchádzajúcom štvrtroku, výraznejšie sa však zrýchlil rast importov.

Z hľadiska ponukovej stránky ekonomiky pridaná hodnota vzrástla o 0,4 %. K jej nárastu opäť najvýraznejšie prispeli odvetvia obchodu a služieb. Pridaná hodnota však rástla aj v priemysle a stavebníctve, vede a výskume.

V 1. štvrtroku 2015 pokračovalo oživovanie priemyselnej výroby, ktorá predstavuje odvetvie do značnej miery orientované na export svojej produkcie, pričom jej štvrtročný rast sa dokonca mierne zvýšil. Relatívne priaznivý vývoj priemyselnej výroby naznačovalo aj posilnenie hodnotenia konkurencieschopnosti priemyslu na 1. štvrtrok a zlepšilo sa aj

Graf 4 Ekonomický rast (stále ceny roka 2010, %)



Zdroj: Eurostat.

² Pôvodne zverejnené údaje o raste HDP eurozóny za 4. štvrtrok 2014 boli revidované z 0,3 % na 0,4 %.

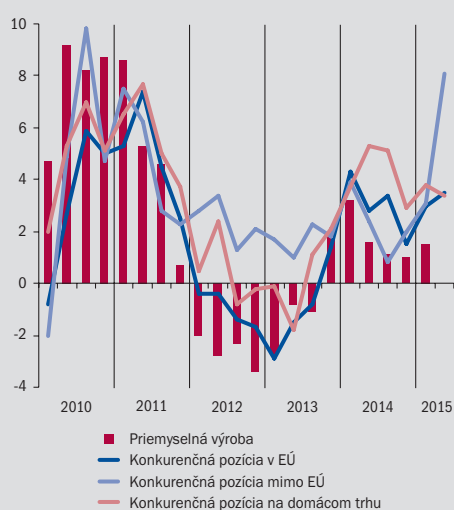
v 2. štvrtroku. Pravdepodobne v dôsledku výraznejšieho oslabenia nominálneho i reálneho efektívneho kurzu eura mimoriadne vzrástlo hodnotenie konkurenčnej pozície mimo EÚ. Mierne sa však zlepšilo aj hodnotenie konkurenčnej pozície v EÚ. Spolu s tým sa zvýšili aj exportné očakávania v priemysle, čo by mohlo

signalizovať pokračujúci, relatívne priaznivý vývoj priemyselnej výroby.

Uvoľňovanie obmedzení pre produkciu zo strany dopytu, ktoré sa v poslednom štvrtroku 2014 zastavilo, sa v 1. a 2. štvrtroku 2015 mierne obnovilo. Výrazne sa však posilnilo uvoľňovanie finančných faktorov, ktoré podniky vnímajú ako stále menej obmedzujúce. Tento vývoj tak reflektoval opatrenia ECB zamerané na uvoľnenie úverových a finančných podmienok, o ktorých Rada guvernérov ECB rozhodla postupne od júna 2014 (cieľené dlhodobejšie refinančné operácie, program nákupu ABS, nákup širokého portfólia krytých dlhopisov v rámci nového programu nákupu dlhopisov (CBPP3), ako aj rozšírenie týchto dvoch programov nákupu aktív o nákup dlhopisov verejného sektora (PSPP)). Ani v 2. štvrtroku 2015 podniky nevnímali výraznejšie obmedzenia pre produkciu zo strany vybavenia a práce, keď hodnotenie oboch faktorov mierne pokleslo. Naznačuje to naďalej pretrvávajúcu vysokú úroveň nevyužitých výrobných kapacít v ekonomike, ktorá môže predstavovať určité obmedzenia pre výraznejšie oživenie investícií, prípadne rýchlejšie zotavovanie trhu práce.

Trh práce je napriek postupnému posilňovaniu naďalej relatívne slabým článkom ekonomiky. V 1. štvrtroku 2015 miera nezamestnanosti opäť

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



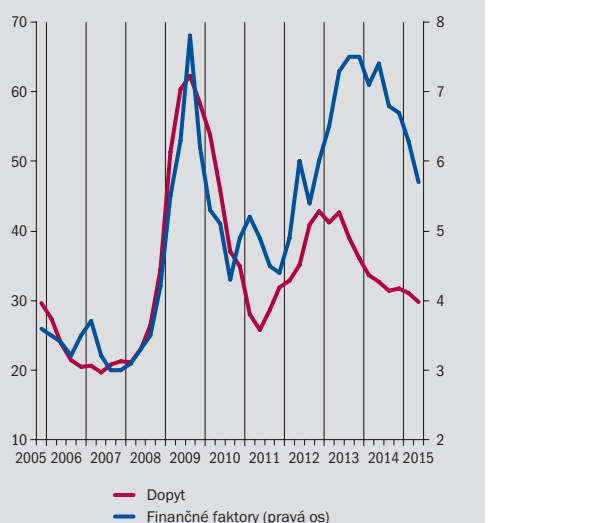
Zdroj: Európska komisia, Eurostat a výpočty NBS.

Graf 7 Exportné očakávania v priemysle (saldo odpovedí) a medziročný rast priemyselnej výroby (%)

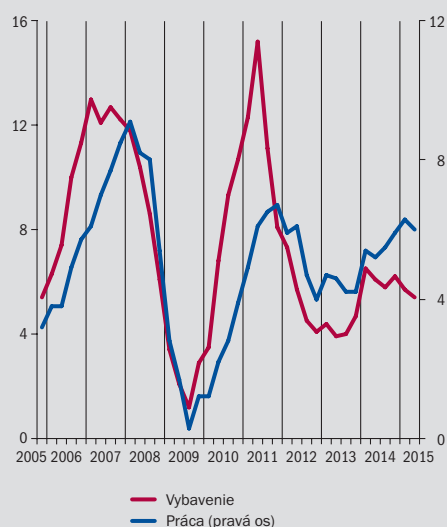


Zdroj: Európska komisia, Eurostat a výpočty NBS.

Graf 8 Faktory limitujúce produkciu v priemysle (%)

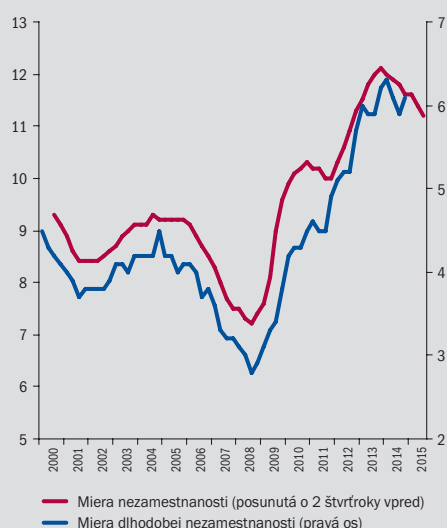


Zdroj: Európska komisia.

Graf 9 Faktory limitujúce produkciu v priemysle (%)


Zdroj: Európska komisia.

poklesla o 0,2 percentuálneho bodu na 11,2 % a následne sa znížila aj v apríli na 11,1 %. Nepriaznivou črtou trhu práce je aj naďalej relatívne vysoká miera dlhodobej nezamestnanosti³, ktorá sa naďalej nachádza na historických maximách. S postupným posilňovaním podmienok na trhu práce by však aj dlhodobá nezamestnanosť mala postupne poklesnúť.

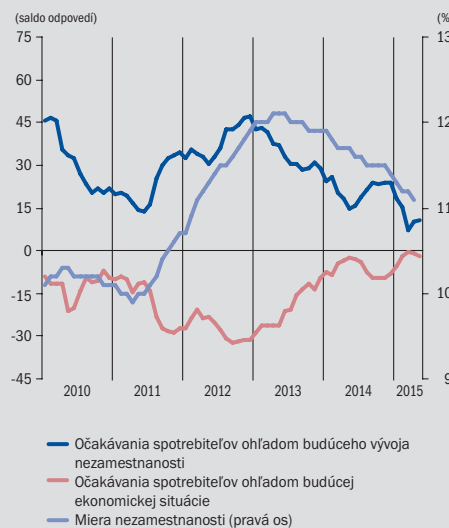
Graf 10 Miera nezamestnanosti a dlhodobá miera nezamestnanosti (%)


Zdroj: Eurostat.

V priebehu celého 1. štvrťroka pokračovalo zlepšovanie výhľadu spotrebiteľov ohľadom budúcej ekonomickej situácie, ako aj vývoja nezamestnanosti. V nasledujúcich dvoch mesiacoch síce došlo k miernej korekcii, očakávania sú však napriek tomu na podstatne pozitívnejších úrovniach ako na konci roka 2014.

Podobne aj očakávania budúceho vývoja zamestnanosti v jednotlivých odvetviach sa v priebehu 1. štvrťroka 2015 pomerne výrazne zlepšovali, najmä v priemysle a službách, a tento trend pokračoval až do mája. Relatívne pozitívne tendencie zaznamenali aj očakávania budúcej zamestnanosti v maloobchode, čo pravdepodobne súvisí aj s posilňujúcim sa spotrebiteľským dopytom. Negatívnejší vývoj zaznamenalo len stavebníctvo.

Po tom, čo začiatkom 1. štvrťroka došlo k zlepšeniu nálad ekonomických subjektov, v marci sa tento trend pri viacerých indikátoroch zastavil. Niektoré indikátory sa dokonca zhoršili. Podobné tendencie pokračovali aj začiatkom druhého štvrťroka, keď ekonomický sentiment do značnej miery odrážal neistotu spojenú s riešením gréckeho dlhu, ako aj negatívne prekvapenie poklesu ekonomiky USA, ktoré naznačilo

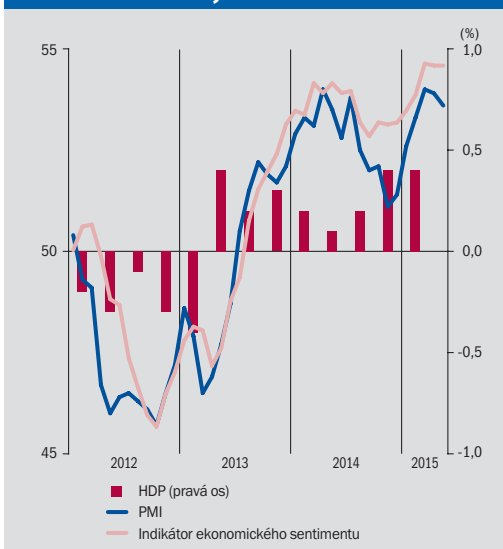
Graf 11 Miera nezamestnanosti (%) a očakávania spotrebiteľov ohľadom vývoja ekonomickej situácie a nezamestnanosti počas nasledujúcich 12 mesiacov (saldo odpovedí)


Zdroj: Európska komisia a Eurostat.

3 12 a viac mesiacov.

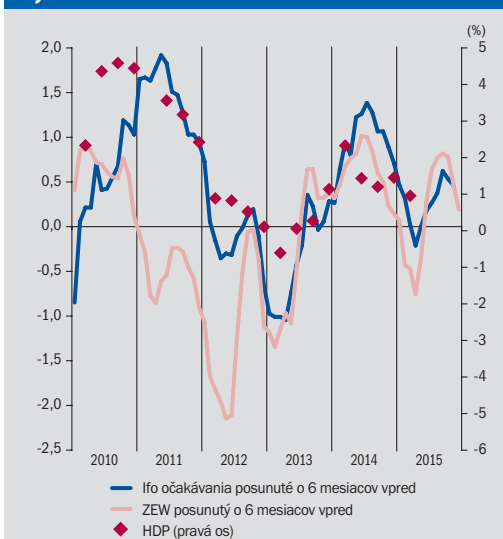
Graf 12 Očakávaní vývoja zamestnanosti jednotlivými odvetviami (saldá odpovedí)


Zdroj: Európska komisia.

Graf 13 Predstihové indikátory a štvrtročný rast HDP eurozóny

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

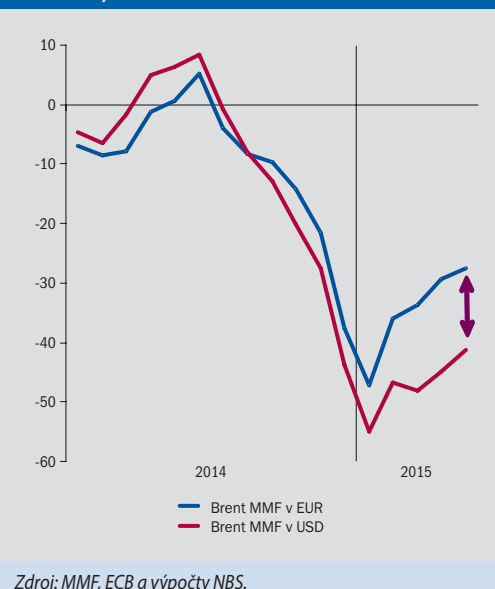
krehkosť globálnej ekonomiky. Kompozitný PMI pre eurozónu sa v apríli a máji mierne zhoršil, jeho úroveň však naďalej naznačuje relatívne priaznivý rast ekonomiky. Výraznejší prepád zaznamenal kompozitný PMI pre Nemecko, takisto však jeho úroveň korešponduje s rastom ekonomickej aktivity, aj keď mierne pomalším tempom. Spomedzi indikátorov pre nemeckú ekonomiku výraznejšie poklesol ZEW, najmä v máji a júni. Rovnako aj jeho úroveň korešponduje s pokračovaním ekonomického rastu. Naopak, IFO index sa mierne posilňoval až do apríla a v máji viac-menej stagnoval. Podobne aj indikátor ekonomického sentimentu pre eurozónu i Nemecko nezaznamenal výraznejšie negatívne tendencie, keď v oboch prípadoch v priebehu 1. štvrťroka posilňoval a v ďalších dvoch mesiacoch viac-menej stagnoval. V rámci ekonomického sentimentu eurozóny sa v apríli a máji posilnila najmä dôvera v službách a maloobchode, čo však kompenzovalo mierne zhoršenie spotrebiteľskej dôvery a dôvery v stavebníctve. Vývoj predstihových indikátorov naďalej naznačuje krehkosť ekonomického oživenia eurozóny, sprevádzanú výraznejšími rizikami súvisiacimi s riešením situácie v Grécku, ako aj ďalším vývojom rusko-ukrajinského konfliktu. Na druhej strane, ekonomické nálady a následne i ekonomická aktivita by mali byť podporované akomodatívnym nastavením me-

novej politiky ECB, ktorá implementovala súbor neštandardných menovopolitických opatrení zameraných na podporu ekonomiky a návrat inflácie k želaným úrovňam. Tieto opatrenia sa postupne premietajú do ďalšieho uvoľňovania podmienok financovania podnikovej sféry a obnovy úverových aktivít.

Graf 14 Predstihové indikátory a medziročný rast HDP Nemecka

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

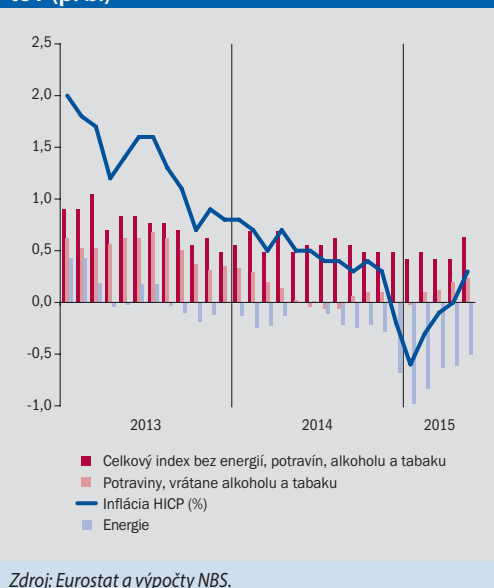
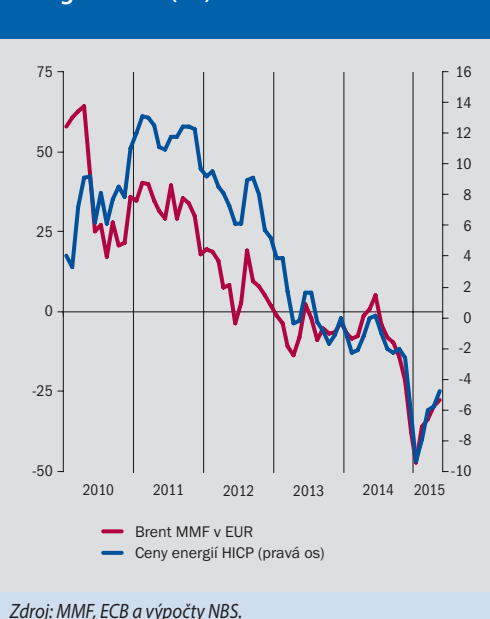
Klesajúci trend inflácie, ktorý pretrvával viac-menej od konca roka 2011, sa v priebehu 1. štvrtroka 2015 pravdepodobne zastavil. Ešte v januári inflácia poklesla až na -0,6 % (z -0,2 % v decembri) v dôsledku prepadu svetových cien ropy. Následne však cena ropy začala mierne rásť, čo sa odrazilo aj v spomaľovaní medziročného poklesu cien energií. Súčasne sa mierne oživila cena potravín. Kým inflácia bez cien energií a potravín viac-menej stagnovala, práve cenový vývoj komodít sa v 1. štvrtroku premietol do stabilizácie medziročného poklesu spotrebiteľských cien a jeho zmiernenia na -0,1 % v marci. Ceny energií a potravín sa aj v apríli a máji podieľali na zrýchľovaní cenového rastu a jeho návratu do kladných hodnôt. Predovšetkým v apríli (celková inflácia dosiahla 0%) k tomu prispeli aj trhové zložky inflácie (služby a priemyselné tovary bez energií), ktorých cenová dynamika sa zrýchľila. V máji sa inflácia vrátila do kladných hodnôt, keď dosiahla 0,3 %.

Vývoj cien ropy a výmenného kurzu EUR/USD sa pružne prenášal do spotrebiteľských cien energií. Kým v januári ešte cena ropy výrazne klesala, v ďalších mesiacoch došlo k postupnému obratu a cena na svetových trhoch začala rásť. Navyše oslabenie kurzu eura voči USD tlmiло medziročný pokles cien ropy, čo znižovalo ich tlmiaci vplyv na spotrebiteľské ceny. Ten

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


od februára postupne klesal, keď sa medziročný prepád cien energií spomalil z januárových -9,3 % na -4,8 % v máji.

Zmeny medziročnej dynamiky cien potravinových komodít podporené znehodnotením eura sa s určitým oneskorením premietajú do cien výrobcov potravín, ale aj priamo do cien nespra-

Graf 15 Medziročná miera celkovej inflácie HICP (%) a príspevky vybraných komponentov (p. b.)

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


covaných potravín. Rast cien nespracovaných potravín sa tak od februára posunul do kladných hodnôt a v ďalších mesiacoch až do mája sa postupne zrýchľoval. Ceny komodít prispeli aj k zastaveniu prehlbovania medziročného poklesu cien výrobcov potravín a od apríla dokonca došlo k miernemu zvráteniu tohto trendu. Vzhľadom na postupný prenos cien výrobcov do cien spracovaných potravín by sa cenový vývoj

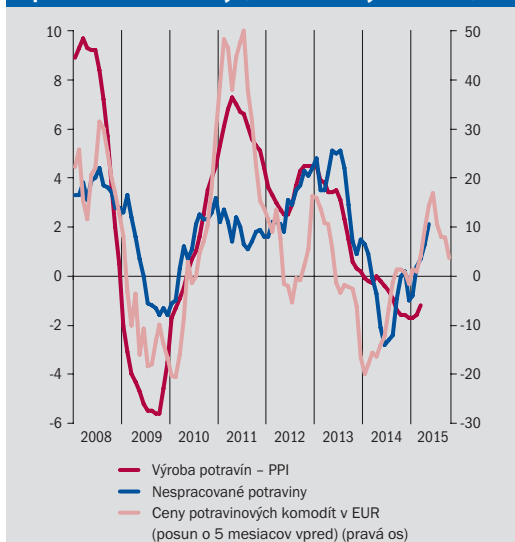
mohol stabilizovať aj v tomto segmente. Ceny potravinových komodít však od začiatku roka zaznamenávali mierny pokles, a tak nemožno očakávať výraznejšie oživenie inflácie spotrebiteľských cien potravín.

Inflácia bez cien energií, potravín, alkoholu a tabaku, ktorá zahŕňa zložky najviac citlivé na vývoj dopytu, v priebehu 1. štvrťroka 2015 viac menej stagnovala a v marci dosiahla 0,7 %. Výraznejší nárast na 0,9 % však zaznamenala v máji.

Cenová dynamika dopytovo senzitivných položiek bola naďalej tlmená konkurenčným prostredím a pretrvávajúcou nízkou úrovňou spotrebiteľského dopytu, ktorý sa však postupne zotavuje. Inflácia priemyselných tovarov bez energií v januári a februári prechodne poklesla mierne do záporného pásma (-0,1 %), v marci sa však vrátila na decembrovú úroveň (0 %). Výraznejšie sa zrýchľila v máji (na 0,3 %), keď sa v cenách spotrebiteľských tovarov začali pravdepodobne prejavovať zvýšené dovozné ceny v dôsledku znehodnotenia výmenného kurzu eura. Rast cien služieb sa pohyboval s výnimkou februára na úrovni 1 % a v porovnaní s koncom roka 2014 sa mierne spomalil. Podobne ako pri cenách tovarov, aj rast cien služieb sa v máji výraznejšie zrýchľil (na 1,3 %). Toto zrýchlenie pravdepodobne do určitej miery reflektovalo prenos spomalenia poklesu cien energií aj do segmentu služieb, keď sa zrýchľil rast cien v doprave, ale aj cien zájazdov. Do určitej miery však tento vývoj mohol determinovať aj vyšší dopyt. Aj keď sa spotrebiteľský dopyt nachádza stále na relatívne nízkych úrovniach, dochádza už niekoľko štvrtrokov k jeho ožiovaniu, podporovanému uvoľnenou menovou politikou. Pokračujúce zrýchľovanie rastu maloobchodu, ktoré dokumentuje pozitívne tendencie v spotrebiteľskom dopyte, vytvára priestor na zrýchlenie cenového vývoja v segmente dopytovo senzitivných zložiek inflácie, ktoré v máji zaznamenali zrýchlenie cenového rastu.

Cenové očakávania ekonomických subjektov sú síce naďalej na nízkych úrovniach, v posledných mesiacoch je však možné pozorovať postupné zvyšovanie očakávaní predajných cien, najmä v maloobchode a priemysle. V priemysle sa okrem výroby medziproduktov zvýšili aj cenové očakávania vo výrobe spotrebiteľských tovarov.

Graf 18 Ceny potravín: Komodity, výroba, spotrebiteľské ceny (medziročný rast v %)



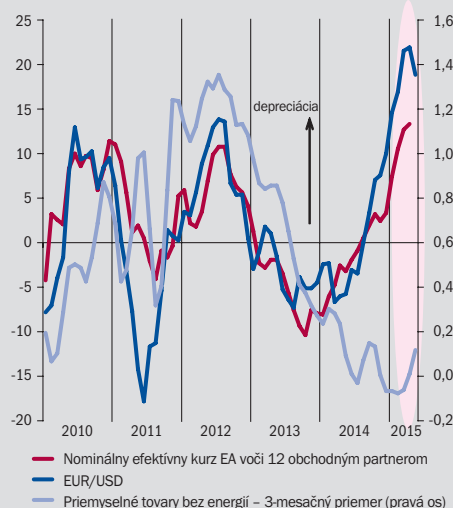
Zdroj: Eurostat a ECB.

Graf 19 Ceny výrobcov potravín a spracovaných potravín (medziročný rast v %)



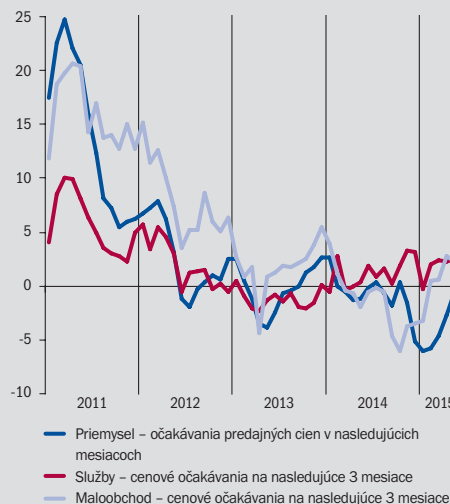
Zdroj: Eurostat a ECB.

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



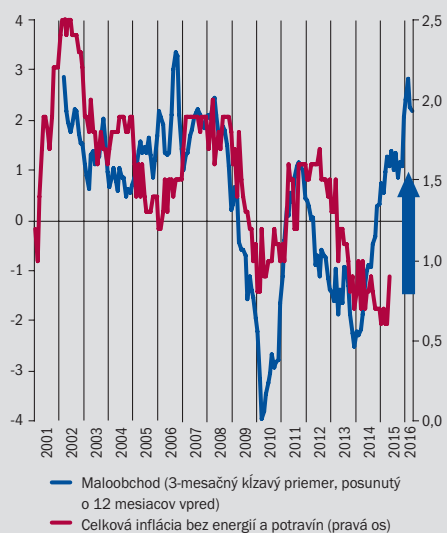
Zdroj: Eurostat a ECB.

Graf 22 Cenové očakávania v priemysle, službách a maloobchode (saldá odpovedí)



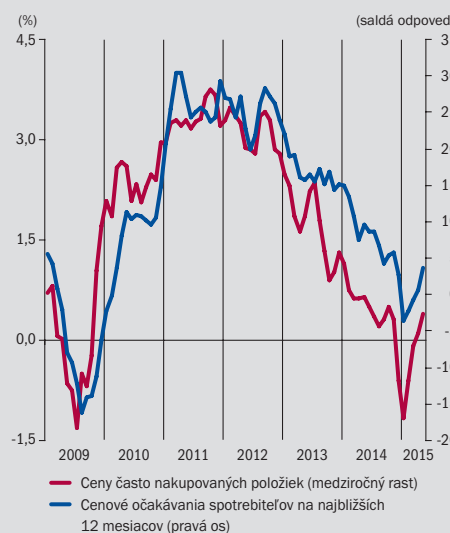
Zdroj: Európska komisia a Eurostat.

Graf 21 Maloobchod a inflácia bez cien energií a potravín (medziročná zmena v %)



Zdroj: Eurostat a ECB.

Graf 23 Ceny často nakupovaných položiek (%) a cenové očakávania spotrebiteľov (saldá odpovedí)



Zdroj: Európska komisia a Eurostat.

Tento vývoj pravdepodobne reflektuje oživenie domáceho dopytu a najmä súkromnej spotreby. Rovnako sa mierne zvýšili aj inflačné očakávania spotrebiteľov, ktoré do značnej miery odrážajú cenový vývoj často nakupovaných položiek. Tento segment inflácie je do značnej miery ovplyvnený cenami energií a potravín.

V priebehu 1. a 2. štvrťroka 2015 Rada guvernérov ECB úrokové sadzby nezmenila. Úroková sadzba hlavných refinančných operácií ostala na úrovni 0,05 %, sadzba jednoduchých refinančných operácií na úrovni 0,30 % a úroková sadzba pre jednoduché sterilizačné operácie na úrovni -0,20 %. Záporná úroková miera na jednoduché

vkłady má pôsobiť preventívne proti hromadeniu voľnej likvidity na účtoch ECB.

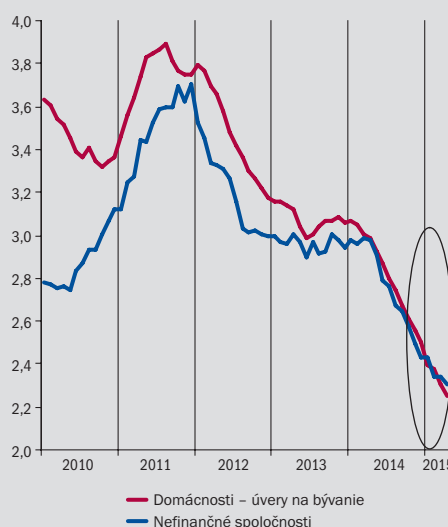
Na svojom prvom zasadnutí v roku 2015 (v januári) Rada guvernérov ECB prijala rozhodnutie rozšíriť program nákupu aktív (ABSPP – asset-backed securities purchase programme – program nákupu cenných papierov krytých aktívami a CBPP3 – covered bond purchase programme – nový program nákupu krytých dlhopisov) o dlhopisy vydané ústrednou štátnou správou krajín eurozóny, agentúrami a európskymi inštitúciami (PSPP – secondary markets public sector asset purchase programme). Celková hodnota mesačných nákupov aktív má predstavovať 60 mld. € a zahŕňa PSPP, ABSPP a CBPP3 (spoločne EAPP – expanded asset purchase programme – rozšírenie programu nákupu aktív). Nákup bude prebiehať minimálne do septembra 2016, resp. dovtedy, kým sa podľa Rady guvernérov neprejaví stála zmena vývoja inflácie zodpovedajúca jej cieľu udržiavať mieru inflácie na úrovni nižšej, ale blízkej 2 % v strednodobom horizonte. Cieľom programu je plnenie mandátu ECB udržiavať cenovú stabilitu a snaha zakročiť proti riziku nadmerne dlhého obdobia nízkej inflácie. Rada guvernérov si ponecháva právo rozhodovať o všetkých podmienkach programu, pričom ECB bude nákupy v záujme jednotnosti menovej politiky Eurosystému koordinovať. Eurosystém bude na mobilizáciu svojich zdrojov využívať decentralizovanú implementáciu. Na svojom marcovom zasadnutí Rada guvernérov oznámila, že nákupy dlhopisov vydaných ústrednou štátnou správou krajín eurozóny, agentúrami a európskymi inštitúciami začnú 9. 3. 2015. Od marca do mája 2015 celková hodnota mesačných nákupov aktív dosiahla oznámenú úroveň (60 mld. €).

V doterajšom priebehu roka 2015 ECB realizovala ďalšie dve ciele dlhodobějšíe refinančné operácie (v marci a júni) v objeme cca 171,6 mld. €. Celkovo bolo v rámci týchto operácií dodaných 384,1 mld. €.

Súbor neštandardných opatrení, ktoré ECB postupne prijímala od júla 2014, prispel k poklesu úročenia úverov domácnostiam i nefinančným korporáciám a súčasne pomohol naštartovať úverovanie súkromného sektora, keď sa zrýchlil

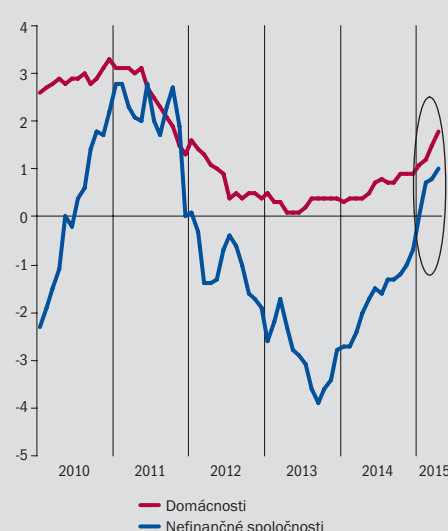
rast úverov domácnostiam a po dlhotrvajúcom prepade sa oživila aj dynamika úverov nefinančným korporáciám. Ich šesťmesačný anualizovaný rast sa po tom, čo od februára 2012 zaznamenával záporné úrovne, v priebehu 1. štvrťroka 2015 dostal už do kladných hodnôt.

Graf 24 Kompozitné úrokové sadzby z úverov (%)



Zdroj: ECB.

Graf 25 Šesťmesačný anualizovaný rast úverov (%)



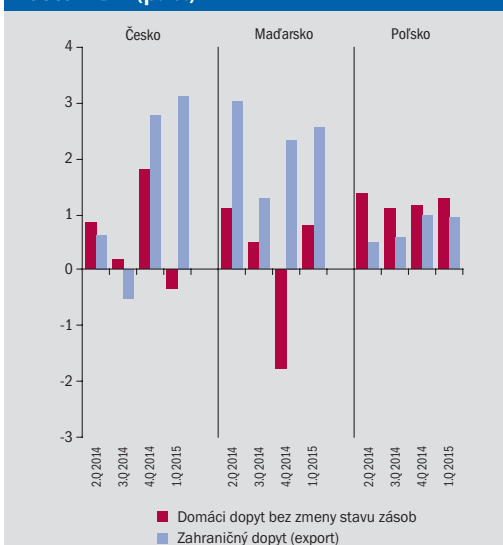
Zdroj: ECB.

5 VÝVOJ V POĽSKU, ČESKEJ REPUBLIKE A MAĎARSKU

V 1. štvrtroku 2015 na medziročnej báze zaznamenala česká ekonomika výrazné zrýchlenie svojej výkonnosti, keď dosiahla rast 4,2 % (oproti 1,4 % v predchádzajúcom štvrtroku). Maďarská i poľská ekonomika si zachovali rovnakú dynamiku rastu ako v predchádzajúcom štvrtroku (3,3 %, resp. 3,5 %).

Podobne v medzikvartálnom vyjadrení sa v 1. štvrtroku 2015 ekonomický rast výrazne zrýchlil v Českej republike o 2,7 percentuálneho bodu na 3,1 %, nezmenil sa v Maďarsku (0,8 %) a mierne sa zrýchlil v Poľsku o 0,2 percentuálneho bodu na 1,0 %. Hlavným dôvodom zrýchlenia **českej ekonomiky** na začiatku roka 2015 bola najmä zmena stavu zásob, ktorej príspevok sa oproti minulému štvrtroku zmenil z negatívneho na výrazne pozitívny. K ekonomickému rastu pozitívne prispela aj spotreba domácností a investície, hoci o poznanie miernejšie ako v predchádzajúcom štvrtroku. Čistý export po miere pozitívnom príspevku z minulého štvrtroka pôsobil v tomto štvrtroku neutrálne. Tlmiaco pôsobila iba konečná spotreba verejnej správy, ktorá zaznamenala výrazný pokles. V **Maďarsku**

Graf 27 Príspevky k medzištvrtročnému rastu HDP (p. b.)

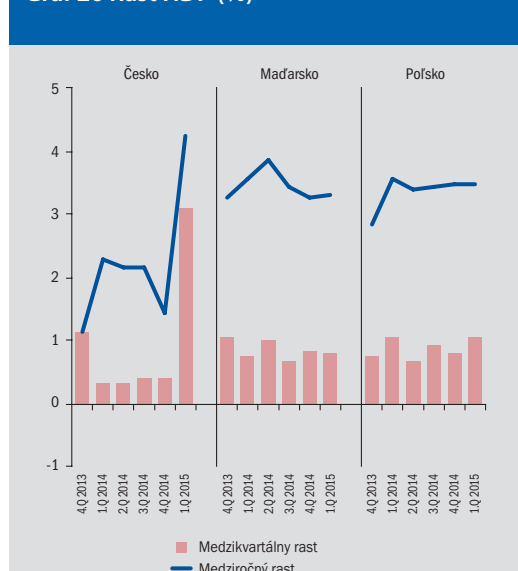


Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

prorastovo pôsobili najmä investície (po výraznom poklese v minulom štvrtroku zaznamenali výrazný rast), spotreba domácností, ale aj čistý export, aj keď v menšej miere ako predtým (výrazne rýchlejšie ako v minulom štvrtroku rástol import). Naopak, tlmiaco pôsobili najmä zásoby a v minoritnej miere aj konečná spotreba verejnej správy. Za miernym zrýchlením ekonomického rastu v 1. štvrtroku 2015 v **Poľsku** je možné vidieť tak domáci, ako aj zahraničný dopyt. Oproti minulému štvrtroku zaznamenali zrýchlenie aj súkromná spotreba domácností a investície, spotreba verejnej správy sa mierne spomalila. Pozitívne k celkovému rastu prispel aj čistý export, keď bolo mierne spomalenie exportu viac ako kompenzované pomalšími dovozmi. Tlmiaco na celkový rast pôsobila iba zmena stavu zásob.

Koncom 1. štvrtroka 2015 sa medziročný rast spotrebiteľských cien v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom v Českej republike nezmenil, v Maďarsku sa pokles cien zmiernil a v Poľsku sa ešte viac prehĺbil. K zachovaniu tempa rastu spotrebiteľských cien v **Českej republi-**

Graf 26 Rast HDP (%)



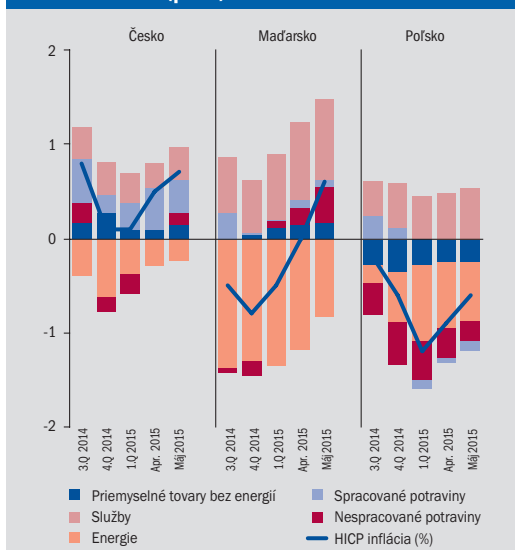
Zdroj: Eurostat.

ke (0,1 %) prispeli najmä ceny energií, ktorých pokles sa v tomto štvrtroku zmiernil a ceny spracovaných potravín, ktoré zrýchlili svoj rast. Naopak, tlmiaco pôsobili ceny priemyselných tovarov bez energií, ktorých rast sa výraznejšie spomalil a ceny nespracovaných potravín, ktorých pokles sa mierne prehĺbil. Rast cien služieb sa viac-menej nezmenil. V apríli sa celková inflácia v Českej republike zrýchlila na 0,5 %, najmä v dôsledku vývoja cien potravín a energií. Takýto vývoj pokračoval aj v máji (0,7 %). V **Maďarsku** sa pokles spotrebiteľských cien zmiernil (o 0,3 percentuálneho bodu) na -0,5 %. Pozitívne na tento vývoj vplývali najmä ceny nespracovaných potravín, ktoré po štyroch štvrtrokoch poklesu zaznamenali na konci tohto štvrtroka rast. Prorastovo pôsobili aj ceny priemyselných tovarov bez energií a ceny služieb, ktorých rast sa mierne zrýchlil. Tlmiaci vplyv na celkové spotrebiteľské ceny zaznamenali iba ceny energií, ktorých pokles sa prehĺbil. V apríli spotrebiteľské ceny v Maďarsku medziročne stagnovali, k čomu prispeli všetky zložky inflácie a v máji inflácia zrýchlila na 0,6 %, najmä z dôvodu vývoja cien energií, nespracovaných potravín ale aj služieb. V **Poľsku** v 1. štvrtroku 2015 došlo k prehĺbeniu poklesu celkových spotrebiteľských cien (o 0,6 percentuálneho bodu) na -1,2 %, keď takmer všetky zložky cenového vývoja s výnim-

kou cien služieb zaznamenali záporné tempá rastu. K prehĺbeniu cenového poklesu prispeli najmä ceny energií a ceny nespracovaných potravín. Naopak, spomalil sa prepád cien priemyselných tovarov bez energií. V apríli sa v Poľsku pokles celkových spotrebiteľských cien zmiernil (-0,9 %), k čomu prispel vývoj cien služieb, energií a nespracovaných potravín a podobný vývoj pokračoval aj v máji (-0,6 %).

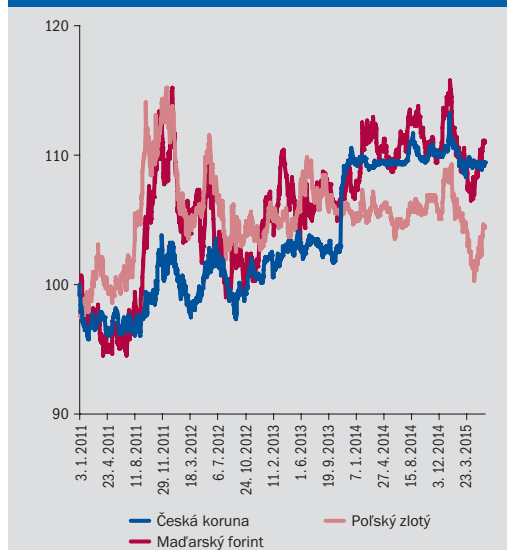
Na konci 1. štvrtroka 2015 v porovnaní s koncom predchádzajúceho štvrtroka zaznamenali zhodnotenie všetky meny sledovaných ekonomík, keď sa česká koruna posilnila voči euru o 1,07 %, maďarský forint o 3,96 % a poľský zlotý o 2,83 %. Kurz českej koruny bol aj naďalej obmedzený predovšetkým smerom k posilňovaniu vďaka rozhodnutiu centrálnej banky používať devízové intervencie na udržanie uvoľnených menovopolitických podmienok. Vývoj sledovaných kurzov v tomto období bol ovplyvnený na jednej strane najmä politickým vývojom v Grécku, neočakávaným ukončením kurzového záväzku švajčiarskeho franku voči euru, ale aj eskaláciou napätia na Ukrajine. Na druhej strane výmenné kurzy ovplyvnili oznámenia ECB o rozšírení programu nákupu aktív (QE s cieľom dosiahnuť inflačný cieľ v strednodobom horizonte).

Graf 28 Príspevky k medziročnej zmene HICP inflácie (p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

Graf 29 Indexy kurzov mien V4 voči euru (3. 1. 2011 = 100)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

Poznámka: Pokles hodnoty predstavuje apreciáciu.



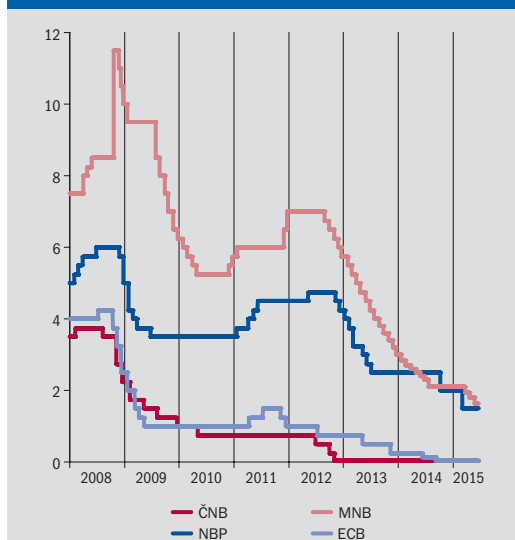
Aj keď na rozdiel od maďarského forintu a poľského zlotého sa koncom roka 2014 vplyv turbulentí na ruských finančných trhoch na českú korunu výraznejšie neprejavil, začiatkom roka 2015 sa česká koruna voči euru výraznejšie znehodnotila, a to najmä z dôvodu obáv o ďalšie možné uvoľnenie menovopolitických podmienok ČNB prostredníctvom výmenného kurzu (posunutie intervenčnej úrovne kurzu) kvôli zvýšenému riziku deflácie v českej ekonomike, ako aj z dôvodu geopolitických rizík. V priebehu januára po oznámení ECB o spustení QE a takisto po zasadnutí bankovej rady ČNB (nepotvrdilo sa posunutie intervenčnej úrovne, banka potvrdila svoj kurzový záväzok až do druhého polroka 2016) sa začiatkom februára kurz českej koruny voči euru postupne posilňoval opäť až k úrovni 27,4 CZK/EUR, kde sa potom pohyboval aj v apríli a máji. Depreciácia maďarského forintu a poľského zlotého voči euru z konca roka sa preniesla aj do začiatku roka 2015, keď hlavnými dôvodmi boli už uvedené medzinárodné udalosti (ekonomické aj politické). Kurzy oboch mien začali posilňovať od konca januára najmä pod vplyvom rozšírenia programu nákupu aktív (QE) ECB, ale aj pod vplyvom priaznivých ekonomických správ o americkej ekonomike. V prípade maďarského forintu pozitívne na kurz vplývali aj správy z domácej ekonomiky pretažené do zlepšenia ratingu agentúrou Standard & Poor's (marec 2015) a neskôr aj agentúrou Fitch (máj 2015). Od polovice apríla je pri sledovaných menách, najmä maďarskom forinte, viditeľný depreciačný trend spôsobený negatívnym sentimentom na finančných trhoch.

V 1. štvrtroku 2015 spomedzi sledovaných krajín pristúpili k zmene menovopolitických podmienok prostredníctvom úrokových sadzieb centrálna banka v Poľsku a Maďarsku. V Českej republike zostali sadzby na nezmenenej úrovni (0,05 %, tzv. technická nula). **Česká národní banka** na svojich zasadnutiach aj v 1. štvrtroku 2015 potvrdila svoj záväzok používať výmenný kurz ako ďalší nástroj uvoľňovania menovopolitických podmienok a v prípade potreby intervenovať na devízovom trhu v prospech oslabenia českej koruny voči euru v blízkosti úrovne 27

CZK/EUR, a to nie skôr ako v druhej polovici roku 2016, teda v celom horizonte prognózy. **Magyar Nemzeti Bank** znížila svoje úrokové sadzby v 1. štvrtroku 2014 o 0,15 percentuálneho bodu na 1,95 % s účinnosťou od 25. 3. 2015, keďže na základe údajov uvedených v marcovej „Správe o inflácii“ považovala inflačný výhľad a cyklickú pozíciu maďarskej ekonomiky (s ohľadom na nárast pravdepodobnosti zmeny inflačných očakávaní smerom nadol) za konzistentné s ďalším uvoľnením menovopolitických podmienok. Zároveň v marci maďarská centrálna banka zaviedla tolerančné pásmo $\pm 1\%$ k svojmu inflačnému cieľu (3 % nárast domáceho indexu spotrebiteľských cien). Zavedením tolerančného pásma banka zvýšila flexibilitu rámca menovej politiky, ktorú považuje za potrebnú na vyhnutie sa nadmernej volatilite reálnych premenných (premenných reálnej ekonomiky a takisto faktorov finančnej stability). V marci maďarská centrálna banka spustila v rámci nástrojov menovej politiky dodatočný program Funding for Growth Scheme Plus (v objeme 500 mld. HUF) k už existujúcemu Funding for Growth Scheme (v objeme 500 mld. HUF) na zlepšenie poskytovania úverov bankami pre SME. V ďalšom uvoľňovaní menovej politiky pokračovala maďarská centrálna banka aj v apríli a máji, vždy o 0,15 percentuálneho bodu až na 1,65 % na začiatku júna. **Narodowy Bank Polski** takisto v 1. štvrtroku 2015 zmenil svoje menovopolitické podmienky, keď s účinnosťou od 5. marca 2015 znížil úrokové sadzby o 0,5 percentuálneho bodu a referenčná úroková sadzba tak poklesla na 1,5 %. Svoje rozhodnutie zdôvodnil predĺžením obdobia trvania deflácie a výraznými rizikami nedosiahnutia inflačného cieľa v strednodobom horizonte. Umiernený mzdový rast, pokles globálnych cien komodít a absencia dopytových tlakov boli hlavnými dôvodmi prehlbenia deflácie ako spotrebiteľských cien, tak aj cien výrobcov. Takisto inflačné očakávania podnikov i domácností zostali na veľmi nízkych úrovniach. Toto marcové zníženie úrokových sadzieb považovala poľská centrálna banka za ukončenie cyklu uvoľňovania menovej politiky. V ďalších mesiacoch tak k zmene menovopolitických podmienok nedošlo.



Graf 30 Kľúčové sadzby NCB krajín V4 (%)



Zdroj: Národné centrálné banky a ECB.



PREHĽAD PREDIKCIÍ RASTU HDP VYBRANÝCH INŠTITÚCIÍ

Tab. 1 Globálna ekonomika

	Zverejnenie	2015		2016	
MMF	apríl 2015	3,5	(=)	3,8	(0,1)
OECD	jún 2015	3,1	(-0,6)	3,8	(-0,1)
EK	máj 2015	3,5	(-0,1)	3,9	(-0,1)
ECB ¹⁾	jún 2015	3,4	(-0,4)	4,1	(-0,1)

Tab. 2 USA

	Zverejnenie	2015		2016	
MMF	apríl 2015	3,1	(-0,5)	3,1	(-0,2)
OECD	jún 2015	2,0	(-1,1)	2,8	(-0,2)
EK	máj 2015	3,1	(-0,4)	3,0	(-0,2)
Fed	jún 2015	1,9	(-0,6)	2,55	(0,05)

Tab. 3 Eurozóna

	Zverejnenie	2015		2016	
MMF	apríl 2015	1,5	(0,3)	1,6	(0,2)
OECD	jún 2015	1,4	(=)	2,1	(0,1)
EK	máj 2015	1,5	(0,2)	1,9	(=)
ECB	jún 2015	1,5	(=)	1,9	(=)

Tab. 4 Česko

	Zverejnenie	2015		2016	
MMF	apríl 2015	2,5	(=)	2,7	(0,3)
OECD	jún 2015	3,1	(0,8)	2,5	(-0,2)
EK	máj 2015	2,5	(=)	2,6	(=)
ČNB	máj 2015	2,6	(=)	3,2	(0,2)

Tab. 5 Maďarsko

	Zverejnenie	2015		2016	
MMF	apríl 2015	2,7	(0,4)	2,3	(0,5)
OECD	jún 2015	3,0	(0,9)	2,2	(0,5)
EK	máj 2015	2,8	(0,4)	2,2	(0,3)
MNB	marec 2015	3,2	(0,9)	2,5	(0,4)

Tab. 6 Poľsko

	Zverejnenie	2015		2016	
MMF	apríl 2015	3,5	(0,2)	3,5	(=)
OECD	jún 2015	3,5	(0,5)	3,7	(0,2)
EK	máj 2015	3,3	(0,1)	3,4	(=)
NBP	marec 2015	3,4	(0,4)	3,3	(=)

1) Rast globálnej ekonomiky bez eurozóny.

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