



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



SPRÁVA O MEDZINÁRODNEJ EKONOMIKE

SEPTEMBER 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 29. septembra 2015.

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

ISSN 1339-9624 (elektronická verzia)



OBSAH

1	GLOBÁLNA EKONOMIKA	6	Graf 11 Očakávania vývoja zamestnanosti jednotlivými odvetvami	13
2	KOMODITY	8	Graf 12 Predstihové indikátory a štvrtročný rast HDP eurozóny	14
3	SPOJENÉ ŠTÁTY AMERICKÉ	9	Graf 13 Predstihové indikátory a medzročný rast HDP Nemecka	14
4	EUROZÓNA	11	Graf 14 Medzročná miera celkovej inflácie HICP a príspevky vybraných komponentov	14
5	VÝVOJ V ČESKEJ REPUBLIKE, MAĎARSKU A POĽSKU	22	Graf 15 Ceny ropy v EUR a USD	15
ZOZNAM BOXOV			Graf 16 Medzročný rast cien ropy a cien energií v HICP	15
Box 1	Neštandardné menovopolitické opatrenia prispeli k poklesu nákladov úverového financovania a pomohli naštartovať úverové aktivity	17	Graf 17 Ceny potravín: Komodity, výroba, spotrebiteľské ceny	15
Box 2	Úvery a úrokové sadzby v Českej republike, Maďarsku a Poľsku	25	Graf 18 Ceny výrobcov potravín a spracovaných potravín	16
ZOZNAM TABULIEK			Graf 19 Ceny priemyselných tovarov bez energií a vývoj nominálneho výmenného kurzu	16
Tab. 1	Globálna ekonomika	29	Graf 20 Maloobchod a inflácia bez cien energií a potravín	16
Tab. 2	USA	29	Graf 21 Cenové očakávania v priemysle, službách a maloobchode	17
Tab. 3	Eurozóna	29	Graf 22 Ceny výrobcov a cenové očakávania spotrebiteľov	17
Tab. 4	Česká republika	29	Graf 23 Rast HDP	22
Tab. 5	Maďarsko	29	Graf 24 Príspevky k medzštvrťročnému rastu HDP	22
Tab. 6	Poľsko	29	Graf 25 Príspevky k medzročnej zmene HICP inflácie	23
ZOZNAM GRAFOV			Graf 26 Indexy kurzov mien V4 voči euru	23
Graf 1	Vývoj HDP a CLI	7	Graf 27 Kľúčové sadzby NCB krajín V4	24
Graf 2	Príspevky jednotlivých komponentov k analizovanému rastu HDP	9	ZOZNAM GRAFOV V BOXOCH	
Graf 3	Medzročná miera inflácie CPIa príspevky vybraných komponentov	9	Box 1	
Graf 4	Ekonomický rast	11	Graf A	Kompozitné úrokové sadzby z úverov a sadzba pre hlavné refinančné operácie
Graf 5	Príspevky jednotlivých komponentov k štvrtročnému rastu HDP	11		18
Graf 6	Hodnotenie konkurencieschopnosti v priemysle a priemyselná produkcia	12	Graf B	Úrokové sadzby z úverov nefinančným korporáciám a ich štandardná odchýlka
Graf 7	Exportné očakávania v priemysle a priemyselná produkcia	12		19
Graf 8	Faktory limitujúce produkciu v priemysle	12	Graf C	Kumulatívna zmena nákladov financovania pre nefinančné korporácie od prijatia nového setu neštandardných menovopolitických opatrení
Graf 9	Faktory limitujúce produkciu v priemysle	12		19
Graf 10	Miera nezamestnanosti a očakávania spotrebiteľov ohľadom vývoja ekonomickej situácie a nezamestnanosti počas nasledujúcich 12 mesiacov	13	Graf D	Medián kumulatívnej zmeny úrokových sadzieb pre nefinančné korporácie v krajinách s finančnými



ťažkosťami a bez výrazných finančných ťažkostí a kumulatívna zmena sadzby pre hlavné refinančné operácie	19	Graf E Úrokové sadzby pri úveroch nefinančným spoločnostiam	26
Graf E Kumulatívna zmena úrokových sadzieb od júna 2014	19	Graf F Úrokové diferenciály voči eurozóne pri úveroch nefinančným spoločnostiam	26
Graf F Kumulatívne 6-mesačné čisté toky úverov	20	Graf G Rast úverov podnikom a domácnostiam v Českej republike	27
Graf G Kumulatívne čisté toky úverov za január až júl v rokoch 2014 a 2015	20	Graf H Rast úverov domácnostiam v Českej republike	27
Graf H Medziročný rast úverov	20	Graf I Rast úverov podnikom a domácnostiam v Maďarsku	27
Box 2		Graf J Rast úverov domácnostiam v Maďarsku	27
Graf A Úrokové sadzby pri úveroch domácnostiam na bývanie	25	Graf K Rast úverov podnikom a domácnostiam v Poľsku	28
Graf B Úrokové diferenciály voči eurozóne	25	Graf L Rast úverov domácnostiam v Poľsku	28
Graf C Úrokové sadzby pri úveroch nefinančným spoločnostiam	26		
Graf D Úrokové diferenciály voči eurozóne pri úveroch nefinančným spoločnostiam	26		



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

Rast svetovej ekonomiky zostal v 2. štvrtroku 2015 pozvoľný a nerovnomerný. Kým ekonomická aktivita v niektorých vyspelých krajinách v porovnaní s 1. štvrtkom 2015 akcelerovala, resp. zostala stabilná, vývoj v rozvíjajúcich sa ekonomikách bol charakterizovaný väčšou diferencovanosťou.

Z vyspelých krajín pozitívne globálnu ekonomiku ovplyvnili USA, ktorých rast výraznejšie akceleroval hlavne kvôli spotrebe, ale aj investíciám. Výkonnosť amerického hospodárstva tak potvrdila, že dočasné spomalenie na začiatku roka bolo spôsobené do výraznej miery počasím a prerušením dopravy v prístavoch na západnom pobreží. Nízke ceny ropy, priaznivé finančné podmienky, pokračujúce zlepšovanie na trhu práce a neutrálna fiškálna politika by mali priaznivo pôsobiť na hospodárstvo aj v ďalšom období. Rýchlejšie rástla aj ekonomická výkonnosť Veľkej Británie, keď na ňu priaznivo vplývala súkromná spotreba aj investície. Rozhodujúcim faktorom pri jej akcelerácii však zohrával čistý export. Hoci fiškálna konsolidácia môže pôsobiť tlmiaco na ekonomiku, pokles cien energií by mal podporovať reálne príjmy a súkromnú spotrebu. Ekonomika eurozóny sa v porovnaní s predchádzajúcim štvrtkom mierne spomalila, naďalej však rástla solídnym tempom. Na rozdiel od predchádzajúceho obdobia jej hospodárstvo profitovalo hlavne z exportnej výkonnosti. Ekonomická aktivita v Japonsku sa po silnom raste na začiatku roka 2015 znížila hlavne kvôli poklesu súkromnej spotreby a exportu. Pozitívne vyhladky však pretrvávajú, keďže aj japonské domácnosti by mali profitať z nízkych cien energií, navyše by ekonomiku mohla cez exportnú výkonnosť pozitívne podporiť aj minulé depreciácia jenu.

V rámci rozvíjajúcich sa ekonomik sa znižovanie ekonomického rastu v Číne zaznamenané koncom minulého a začiatkom tohto roka v 2. štvrtroku 2015 zastavilo a čínska ekonomika prekvapujúco akcelerovala. Naďalej pokračovala podpora ekonomiky zo strany fiškálnej politiky vo forme stimulov a daňových úľav, ako aj zo strany menovej politiky formou zníženia úrokovej sadzby a sadzby povinných minimálnych rezerv. Navyše centrálna banka pristúpila

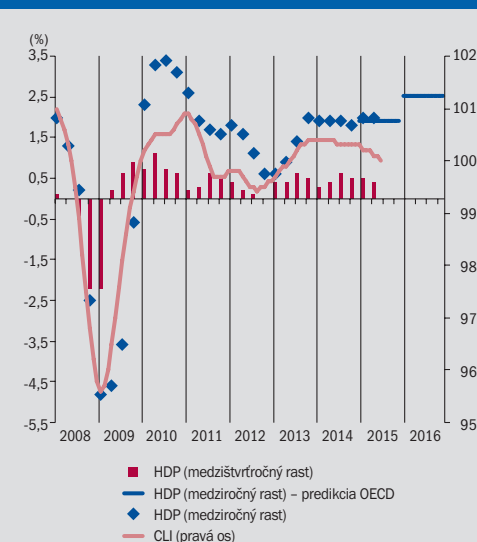
v auguste k znehodnoteniu výmenného kurzu s cieľom podporiť exportnú výkonnosť čínskej ekonomiky. Nedávne turbulencie na akciových trhoch a volatilita kurzu zvýšili neistotu ohľadom budúceho vývoja Číny. Vo všeobecnosti sa tiež očakáva spomaľovanie hospodárskeho rastu spojené s riešením makroekonomických nerovnováh. Z ďalších ázijských ekonomik sa spomalila ekonomika Indie, ktorá v minulom štvrtroku bola najrýchlejšie rastúcou veľkou ekonomikou. Za jej nižším rastom bolo slabšie využívanie voľných kapacít a pomalšie oživovanie investícií. Naďalej však pretrvávajú pozitívny výhľad jej budúceho vývoja vyplývajúceho z nízkych cien ropy a oživenia vyspelých krajín. Rozvíjajúce sa ekonomiky v 2. štvrtroku 2015 výrazne tlmila Brazília, v ktorej negatívny vývoj v energetickom sektore mal dopad na aktivitu aj pokles dôvery. Prehlbil sa aj prepád hospodárstva Ruska. I keď sa v poslednom období objavili náznaky stabilizácie, vyhladky ekonomiky v prostredí znehodnotenej meny, klesajúcich cien ropy a pokračujúceho geopolitického napätia a rozšírenia sankcií zostávajú pesimistické.

Celkovo sa v 2. štvrtroku 2015 rast ekonomickej aktivity v krajinách OECD spomalil na 0,4 % v porovnaní s 0,5 % v predchádzajúcom štvrtroku. V medzioročnom porovnaní zostal ekonomický rast stabilný na úrovni 2,0 %. Ani kompozitný indikátor ekonomickej dôvery (Composite Leading Indicator)¹ v krajinách OECD nenaznačuje zrýchlenie rastu globálnej ekonomiky v krátkodobom horizonte, keď v 2. štvrtroku 2015 pokračoval v klesajúcom trende a v júli zaznamenal ďalšie mierne zníženie.

Predstihové indikátory z krátkodobého hľadiska naznačujú mierne spomalenie rastu globálnej ekonomiky, v dlhodobejšom horizonte by sa rast svetového hospodárstva mal postupne zvyšovať. Jeho vývoj budú ovplyvňovať hlavne vyspelé ekonomiky, zatiaľ čo rast rozvíjajúcich sa ekonomik by mal byť pomalší v porovnaní s predchádzajúcimi očakávaniami. Nízke ceny ropy, pokračujúce uvoľnené finančné podmienky, menej rozsiahla fiškálna konsolidácia, zlepšujúce sa podmienky na trhu práce potvrdzujú optimistickjší výhľad pre vyspelé ekonomiky. Na

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

Graf 1 Vývoj HDP a CLI



Zdroj: OECD.

Poznámka: CLI – Composite Leading Indicators.

druhej strane štrukturálne prekážky a makroekonomické nerovnováhy a v niektorých krajinách len postupné prispôsobovanie sa nižším cenám komodít, politická nestabilita a zhoršenie externého financovania vedie k pesimistickejšímu výhľadu pre rozvíjajúce sa ekonomiky.

Globálna inflácia, ktorá v posledných mesiacoch klesala, bola odrazom výrazného poklesu cien ropy. Miera inflácie v krajinách OECD zostala v 2. štvrtroku relatívne stabilná, mimo OECD však

dezinflačné tlaky pretrvávajú v Číne a Indii, na druhej strane rast spotrebiteľských cien akceleroval v Brazílii a Rusku, v ktorých znehodnotenie výmenných kurzov viedlo k vyšším dovozným cenám a nedostatočná kredibilita domácej menovej politiky viedla k nárastu inflačných očakávaní.

Miera inflácie krajín OECD sa na začiatku 2. štvrtroka 2015 mierne znížila, pričom v uvedenom období na jej pokles pôsobili všetky zložky. Následne opätovne vzrástla na marcovú úroveň, na ktorej zotrvala aj v júni (0,6 %). Jej vývoj determinoval výhradne tlmenejší pokles cien energií, nakoľko jadrová inflácia zostala stabilná a rast cien potravín sa spomalil. Jadrová inflácia sa v uvedenom období znížila z 1,7 % v marci na 1,6 % v júni. Jej opätovné zvýšenie v júli na 1,7 % udržalo celkovú infláciu na úrovni júna, nakoľko rast cien potravín sa opätovne spomalil a pokles cien energií opäť prehĺbil.

Globálna inflácia by mala rásť iba postupne. Z krátkodobého hľadiska by nedávny pokles v cenách ropy a ďalších komodít mal tlmieť inflačné tlaky, ale následne by mal negatívny príspevok cien energií z dôvodu bazického efektu vymiznúť. S očakávaním rastúcich cien ropy by sa mal zvýšiť aj efekt cien energií do celkovej inflácie. Súčasne však len pomalé oživovanie globálnej ekonomiky bude viesť iba k postupnému znižovaniu voľných kapacít, z čoho vyplýva, že inflačné tlaky vyplývajúce z nákladových a mzdových faktorov zostávajú utlmené.



2 KOMODITY

Cena ropy začiatkom 2. štvrťroka 2015 zaznamenávala rastúci trend, a aj napriek tomu, že v ďalšom období mierne poklesla, jej priemerná úroveň sa zvýšila o cca 9 USD/barel na 63 USD/barel oproti predchádzajúcemu štvrťroku. Na začiatku 2. štvrťroka jej vývoj ovplyvnila hlavne správa o predbežnej dohode o iránskom jadrovom programe a informácie o rekordnej ťažbe v Saudskej Arábii, ktoré stláčali cenu ropy k nižším hodnotám. Rozhodujúcim v tomto období bol však konflikt na Blízkom východe, ktorý viedol k výraznejšiemu nárastu cien ropy. Eskalácia napätia v Sýrii a Jemene, ako aj správy o nižšej produkcii v USA totiž spôsobili rast cien ropy až k úrovni 68 USD/barel. V ďalšom období mala cena ropy mierne klesajúci trend v reakcii na ukončenie vojenskej operácie v Jemene a na očakávania rastu zásob ropy v USA. Na konci 2. štvrťroka 2015 sa však napriek uvedenému vývoju nachádzala nad úrovňami z 1. štvrťroka 2015. Znižovanie ceny ropy, ale v oveľa dynamickejšom tempe, pokračovalo aj v ďalšom období. Prepad na čínskych akciových trhoch začiatkom júla a následne aj uzavretie dohody o jadrovom programe Iránu s perspektívou rastu iránskeho ropného exportu v čase, keď globálne trhy čelia prebytkom komodity, boli hlavnými faktormi uvedeného vývoja. Nárast rezerv USA, očakávania spomaľujúcej čínskej ekonomiky a opätovné turbulencie na čínskych akciových trhoch stlačili cenu ropy ešte výraznejšie a v poslednej

augustovej dekáde sa pohyboval pod úrovňou 43 USD/barel. Posilnenie akciových trhov a pokles stavu zásob spôsobili začiatkom septembra silnejšiu korekciu ceny ropy na úroveň cca 50 USD/barel.

Priemerné ceny neenergetických komodít pokračovali aj v 2. štvrťroku 2015 v klesajúcom trende, pričom ich opätovne ovplyvnilo paralelné zníženie cien kovov, ako aj agrokomodít. Ceny neenergetických komodít tak reagovali na pretrvávajúcu nadbytočnú ponuku a vysoký stav zásob. Ceny kovov síce v máji krátkodobo posilnili, ale v priemere zostali po úrovňou predchádzajúceho štvrťroka, pričom ich vývoj v uvedenom období ovplyvnila predovšetkým finančná kríza v Grécku, ako aj slabý dopyt Číny. Počas 2. štvrťroka 2015 klesla hlavne cena cínu, niklu, ale aj železnej rudy. Pokles cien kovov pokračoval aj v júli a auguste, pričom výraznejší júlový pokles bol determinovaný cenou železnej rudy, ale znížila sa aj cena medi, niklu a zinku. Ceny agrokomodít klesali v apríli aj máji, v júni síce mierne posilnili v dôsledku slabšej ponuky, ich priemerná cena však nepresiahla úroveň predchádzajúceho štvrťroka. V uvedenom období napriek nepriaznivému počasiu v severnej Amerike poklesla cena jedlých olejov a obilnín, znížila sa však aj cena mäsa. Pokles cien agrokomodít pokračoval aj v nasledujúcich dvoch mesiacoch a naďalej tak odrážal previs ponuky nad dopytom.

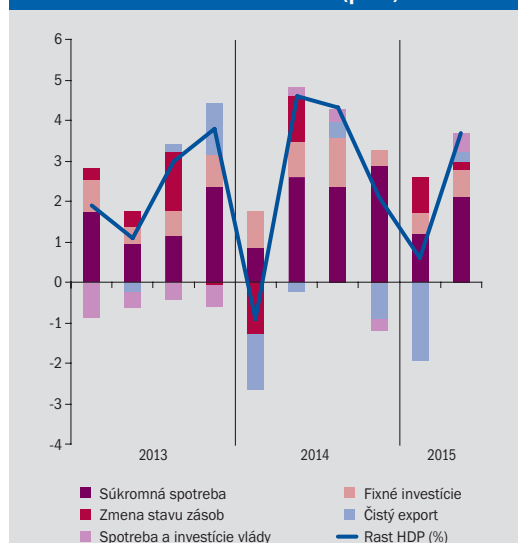
3 SPOJENÉ ŠTÁTY AMERICKÉ

Výrazné zrýchlenie americkej ekonomiky v 2. štvrtroku 2015 na anualizovaných 3,7 % z rastu 0,6 % dosiahnutom v predchádzajúcom štvrtroku potvrdilo, že dočasné spomalenie začiatkom tohto roka bolo spôsobené hlavne vplyvom počasia (silná zima na severovýchode krajiny). Na medziročnej báze sa tempo rastu medzi uvedenými štvrtrokmi síce mierne znížilo z 2,9 % na 2,7 %, a teda spomaľovanie rozvíjajúcich sa krajín a vo všeobecnosti vyššia globálna volatilita výraznejšie neovplyvnili ekonomiku USA. Napriek stagnácii miezd totiž americké domácnosti aj kvôli nízkym cenám energií, ale aj pozitívnemu vývoju na trhu práce, svojimi výdavkami prorastovo podporili ekonomiku USA. Rast súkromnej spotreby tak v porovnaní s predchádzajúcim štvrtkom výrazne akceleroval a jej príspevok k anualizovanému rastu ekonomiky predstavoval až 2 percentuálne body. Pozitívne sa však vyvíjali aj fixné investície. Zvýšili sa investície do priemyselných zariadení a investície do výskumu a vývoja, navyše naďalej pokračoval aj dynamický vývoj rezidenčných investícií. K dynamickému rastu americkej ekonomiky prispeli aj hrubé investície vládneho sektora. Obnova exportnej výkonnosti a spomalenie rastu dovozov pôso-

bili aj na prorastový vplyv čistého exportu. Na základe ukazovateľov ekonomickej aktivity, ako aj vývoja na trhu práce, vyhliadky pre americkú ekonomiku z krátkodobého hľadiska zostávajú naďalej optimistické.

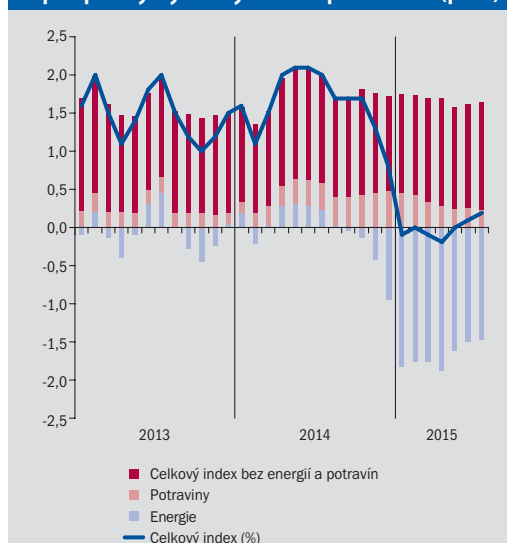
Spotrebiteľské ceny v USA pokračovali v medziročnom poklese aj na začiatku 2. štvrtroka 2015, následne však miera inflácie začala rásť, pričom v júni miera inflácie dosiahla 0,1 % v porovnaní s -0,1 % zaznamenanými v marci. Rovnako ako v 1. štvrtroku 2015 spotrebiteľskú infláciu ovplyvnili hlavne ceny energií, ktoré reflektovali vývoj energetických komodít. Ich pokles bol naďalej výrazný a v apríli sa ešte prehĺbil, následne sa však zmierňoval a pri pomalšom raste cien potravín a stabilnej jadrovej inflácii zohral rozhodujúcu úlohu pri návrate inflácie do kladných hodnôt. Trend miernejšieho poklesu cien energií pokračoval aj v júli, a prispel tak k miernemu zvýšeniu celkovej inflácie na 0,2 %. Jadrová inflácia sa v júni v porovnaní s marcovou hodnotou nezmenila (1,8 %) a na uvedenej úrovni zostala aj v júli. V dôsledku obnoveného poklesu cien komodít budú však v nasledujúcich mesiacoch pretrvávajúť tlaky na nižšiu infláciu, začiatkom budúceho roku by však spotrebiteľské ceny z dôvodu

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



Zdroj: Bureau of Economic Analysis.

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



Zdroj: Bureau of Labour Statistics a výpočty NBS.



odznena efektu poklesu cien energií mali začať rásť rýchlejším tempom.

Federálny výbor pre operácie na voľnom trhu (FOMC) na svojich zasadnutiach v apríli, júni, júli a septembri 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

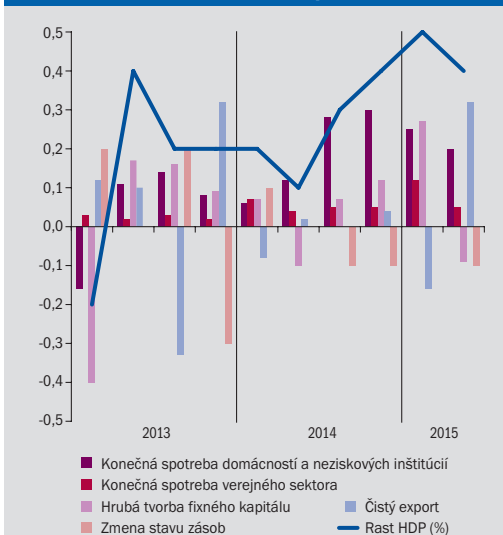
maximálnej zamestnanosti a 2 % inflácie. Uvedené hodnotenie bude brať do úvahy ďalšie informácie zahŕňajúce podmienky na trhu práce, indikátory inflačných tlakov, inflačné očakávania a finančný a medzinárodný vývoj. V rámci budúceho nastavenia menovej politiky FOMC na všetkých spomínaných zasadnutiach deklaroval, že bude vhodné zvýšiť sadzbu vtedy, keď dôjde k ďalšiemu zlepšeniu na trhu práce a bude zrejmé, že inflácia sa v strednodobom horizonte vracia k cieľu 2 %.

4 EUROZÓNA

Relatívne solídny rast hospodárstva eurozóny pokračoval aj v 2. štvrťroku 2015, v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom sa však mierne spomalil (na 0,4 % v porovnaní s 0,5 %). Spomedzi najväčších ekonomík sa ekonomický rast znížil najmä vo Francúzsku (z 0,7 % na 0 %), v Holandsku (z 0,6 % na 0,1 %) a miernejšie v Taliansku (z 0,4 % na 0,3 %). Naopak, mierne akceleroval v Nemecku (z 0,3 % na 0,4 %) a Španielsku (z 0,9 % na 1,0 %). Pokračujúce oživenie ekonomiky eurozóny v 2. štvrťroku 2015 sa premietlo do zrýchlenia jej medzročného rastu z 1,2 % na 1,5 %.

Na rozdiel od predchádzajúcich troch štvrťrokov, kedy bol rast hospodárstva ťahaný predovšetkým domácim dopytom, bol v 2. štvrťroku 2015 hlavným faktorom rastu čistý export. Jeho kladný príspevok k rastu ekonomiky odrážal pomerne výrazné zrýchlenie rastu exportov, zatiaľ čo rast dovozov sa spomalil. Priaznivý vývoj exportov eurozóny bol pravdepodobne aj naďalej podporovaný slabším kurzom eura. V rámci komponentov domáceho dopytu bol rast HDP aj 2. štvrťroku ťahaný súkromnou spotrebou a spotrebou verejnej správy. V oboch prípadoch

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



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

sa však ich rast v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom mierne spomalil. Negatívnu črtou ekonomického rastu bol z hľadiska jeho štruktúry pokles investičného dopytu. Prerušila sa tak jeho rastová tendencia, ktorá s výnimkou jedného štvrťroka pretrvávala už dva roky za sebou. Pokles investičného dopytu mohol do určitej miery súvisieť s obavami vývoja globálnej ekonomiky, ako aj s napätím v otázke riešenia situácie okolo gréckej dlhovej krízy. Ekonomika bola tlmená aj poklesom stavu zásob.

Napriek tomu, že export v 2. štvrťroku výrazne prispel k rastu ekonomiky, štvrťročný rast priemyselnej výroby ako významného exportného odvetvia spomalil na 0,2 % (v porovnaní s 0,8 % v 1. štvrťroku 2015). Jej medzročná dynamika sa však mierne zrýchliť. V 3. štvrťroku sa v priemysle zhoršilo hodnotenie konkurenčnej pozície predovšetkým na trhoch mimo EÚ. V súlade s tým sa znížili aj exportné očakávania. Napriek tomu je úroveň exportných očakávaní v tomto odvetví na relatívne vysokej úrovni, čo dáva predpoklady pokračujúceho rastu priemyselnej výroby, aj keď pravdepodobne nemožno predpokladať jej akceleráciu.

Graf 4 Ekonomický rast (s. c., %)

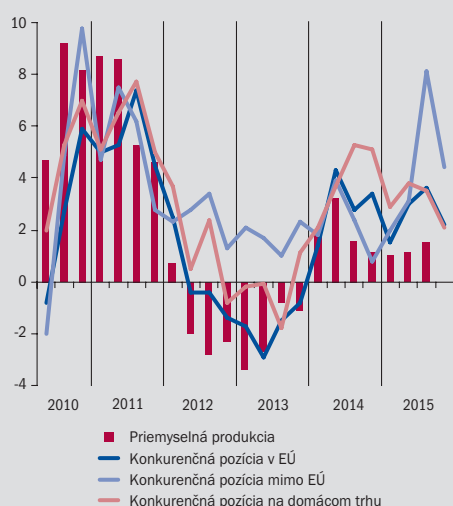


Zdroj: Eurostat.

Klesajúci trend vnímania dopytu ako faktora obmedzujúceho produkciu v priemysle sa v 3. štvrtroku zastavil, čo mohlo súvisieť s poklesom investičného dopytu. Súčasne sa mierne zhoršilo vnímanie finančných faktorov, ktorých predchádzajúci pokles reflektoval sériu neštandardných menovopolitických opatrení ECB, ako aj zníženie

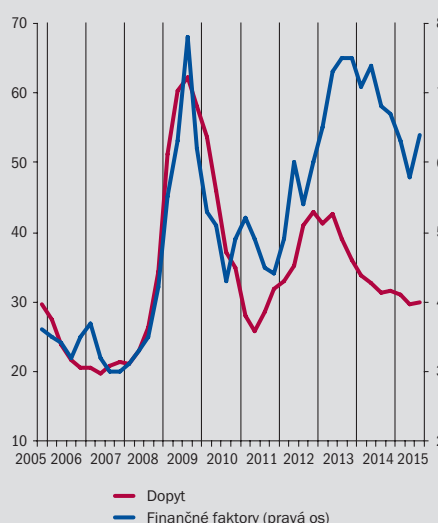
klientskych úrokových sadzieb a oživenie úverových aktivít. Zhoršenie vnímania tohto faktora vo vzťahu k obmedzeniam produkcie však môže byť len korekciou predchádzajúceho nadmerného optimizmu. Pozitívnym signálom pre ekonomiku by naopak mohol byť nárast vnímaných obmedzení pre produkciu zo strany výrobných

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



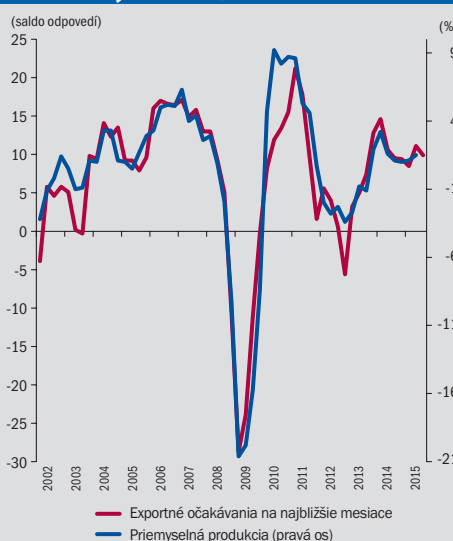
Zdroj: Európska komisia, Eurostat a výpočty NBS.

Graf 8 Faktory limitujúce produkciu v priemysle (%)



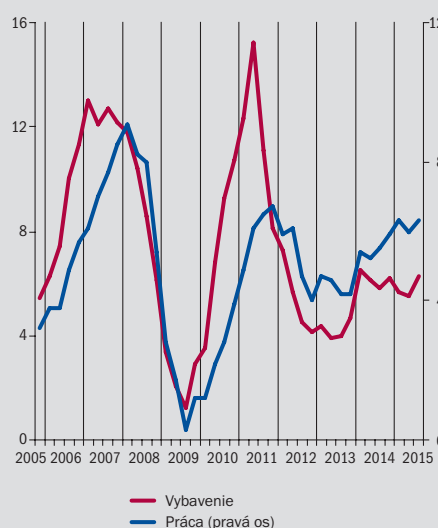
Zdroj: Európska komisia.

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



Zdroj: Európska komisia, Eurostat a výpočty NBS.

Graf 9 Faktory limitujúce produkciu v priemysle (%)



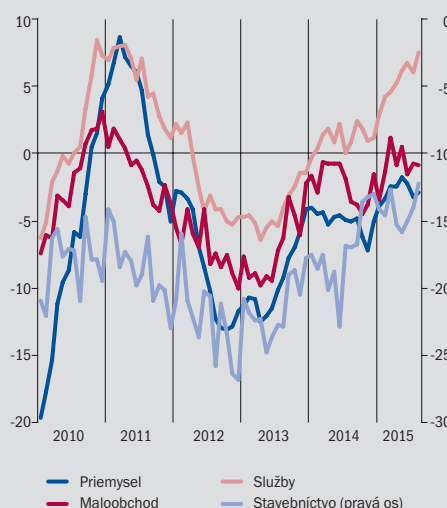
Zdroj: Európska komisia.

faktorov – vybavenia a práce. To by mohlo signalizovať ďalšie posilňovanie trhu práce, ako aj prípadnú potrebu investičných aktivít.

Situácia na trhu práce sa v 2. štvrtroku opäť posilnila, keď miera nezamestnanosti poklesla o 0,1 percentuálneho bodu na 11,1 %. Miera nezamestnanosti sa znížila už v apríli a v ďalších mesiacoch štvrtroka sa nemenila. Opätovne však poklesla v júli na 10,9 %, najnižšiu hodnotu od februára 2012 a klesajúci trend miery nezamestnanosti sa tak obnovil.

Napriek poklesu miery nezamestnanosti sa výhľadky spotrebiteľov ohľadom jej budúceho vývoja v júli a auguste mierne zhoršili. V júli bol tento vývoj sprevádzaný aj zhoršením očakávaní ohľadom budúcej ekonomickej situácie, tie sa však v auguste vrátili na pôvodné úrovne. Očakávania budúceho vývoja zamestnanosti sa výraznejšie zlepšili v sektore služieb, čo pravdepodobne reflektuje rast spotreby. Od júna sa posilnili aj očakávania budúceho vývoja zamestnanosti v stavebníctve, čo môže naznačovať predpokladané zvýšenie aktivity v tomto odvetví v prostredí nízkych nákladov bankového financovania a oživovania úverových aktivít. Na rozdiel od týchto dvoch odvetví je pohľad na vývoj

Graf 11 Očakávania vývoja zamestnanosti jednotlivými odvetviami (saldá odpovedí)

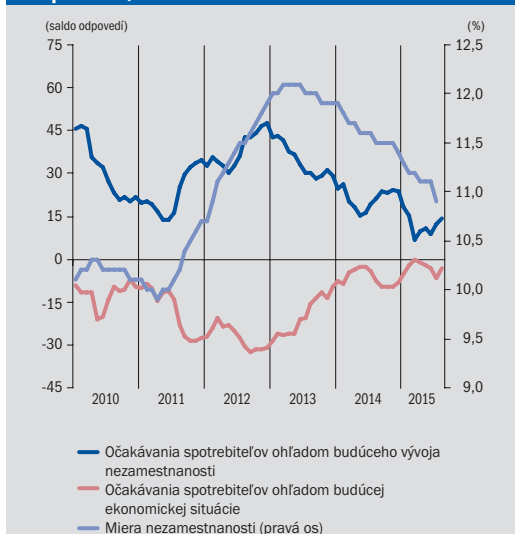


Zdroj: Európska komisia.

zamestnanosti v maloobchode a priemysle menej optimistický. V priemysle sa po predchádzajúcom posilňujúcom trende, ktorý pretrvával od konca roku 2014, v júni a júli očakávania budúcej zamestnanosti výraznejšie zhoršili. Následne sa v auguste len mierne korigovali. Napriek priaznivému vývoju zamestnanosti v 2. štvrtroku a začiatkom 3. štvrtroka je tak trh práce naďalej relatívne krehký.

Viacere predstihové indikátory sa v 2. štvrtroku zhoršili, čo do určitej miery reflektovalo neistotu ohľadom riešenia gréckej dlhovej krízy, ale aj negatívne prekvapenie, ktoré predstavovali v máji zverejnené dáta za USA, naznačujúce ekonomický pokles v 1. štvrtroku (tieto údaje boli koncom júna revidované na mierny rast). V prvých mesiacoch 3. štvrtroka viaceré indikátory však korigovali predchádzajúce zhoršenie. Kompozitný PMI pre eurozónu sa po mierne volatilnom vývoji v prechádzajúcich mesiacoch v auguste posilnil na najvyššie úrovne od mája 2011. Oslabenie nálad v apríli a máji korigoval aj index ekonomického sentimentu pre eurozónu, ktorý sa v auguste pohyboval rovnako na relatívne vysokých úrovniach. Tie naposledy dosahoval pred viac ako dvoma rokmi. Priaznivú úroveň ekonomickej aktivity naznačuje aj Eurocoin, ktorý sa od decembra 2014 postupne zvyšoval až do augusta 2015. Miera jeho rastu sa však znižovala. Na rozdiel od priaznivých signálov, ktoré

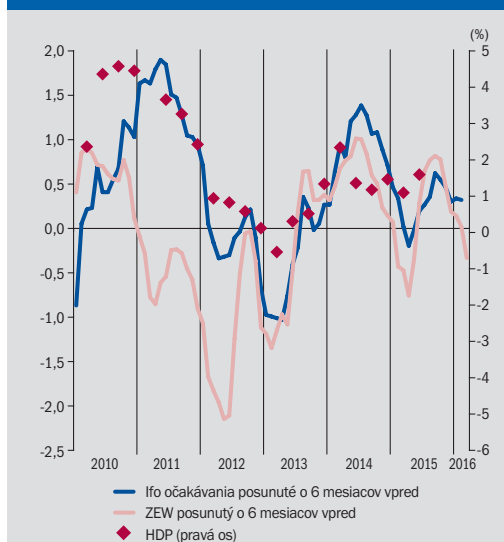
Graf 10 Miera nezamestnanosti (%) a očakávania spotrebiteľov ohľadom vývoja ekonomickej situácie a nezamestnanosti počas nasledujúcich 12 mesiacov (saldó odpovedí)



Zdroj: Európska komisia a Eurostat.

dávajú predstihové indikátory pre eurozónu, sú signály pre Nemecko menej povzbudzujúce. IFO index pre Nemecko sa síce po predchádzajúcom poklese v máji a júni v ďalších dvoch mesiacoch zotavil, k jeho posilneniu však prispelo len hodnotenie súčasnej ekonomickej situácie, zatiaľ čo očakávania budúceho vývoja stagnovali. Navyše ZEW index pre Nemecko klesal v septembri už šiesty mesiac v rade na najnižšiu úroveň od októbra 2014. Mierne pozitívnejší je pohľad na indikátor ekonomickeho sentimentu pre Nemecko, ktorý po poklese v apríli až do júla mierne posilňoval, v auguste však nepatrne korigoval smerom nadol. Priaznivejšie signály pre Nemecko naznačuje len PMI, ktorý sa po poklese v apríli a máji až do augusta mierne posilňoval na úrovne najsilnejšie za posledných päť mesiacov. Väčšina predstihových indikátorov však ešte nereflektovala turbulencie na akciových trhoch v Číne z konca augusta a následne aj v Európe a USA, ktoré súviseli s rastúcim rizikom spomalenia ekonomickej výkonnosti Číny a obavami z existujúcej bubliny na akciovom trhu.

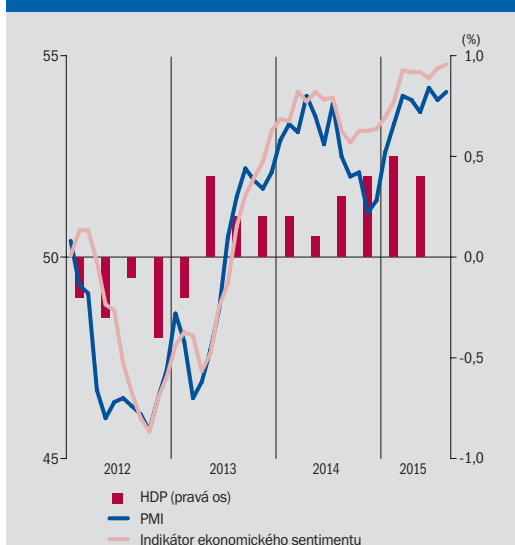
Po tom, čo sa v 1. štvrťroku zastavil klesajúci trend cenovej dynamiky, došlo v 2. štvrťroku k jej ďalšej akcelerácii a návratu inflácie do kladných hodnôt. V priebehu štvrťroku sa tak spotrebiteľská inflácia zrýchlila z -0,1 % v marci na 0,2 % v júni. Prispelo k tomu jednak zmiernenie tlmiaceho efektu cien

Graf 13 Predstihové indikátory a medziročný rast HDP Nemecka


Zdroj: Ifo Institute, ZEW Centre, Eurostat a výpočty NBS.

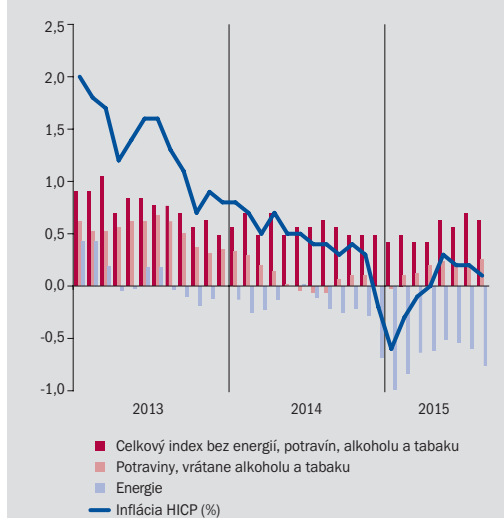
Poznámka: Ifo, ZEW – normované indexy, odchýlky od dlhodobého priemeru.

energií, ktoré reflektovali vývoj na svetových trhoch s ropou, ale aj rýchlejší cenový rast potravín. Okrem toho sa mierne oživila aj inflácia bez cien energií a potravín, ktorá odrážala najmä rýchlejší rast priemyselných tovarov bez energií. V júli sa rast spotrebiteľských cien nezmenil, v auguste

Graf 12 Predstihové indikátory a štvrťročný rast HDP eurozóny


Zdroj: Európska komisia, Eurostat, Bloomberg a výpočty NBS.

Poznámka: ESI – normovaný index.

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


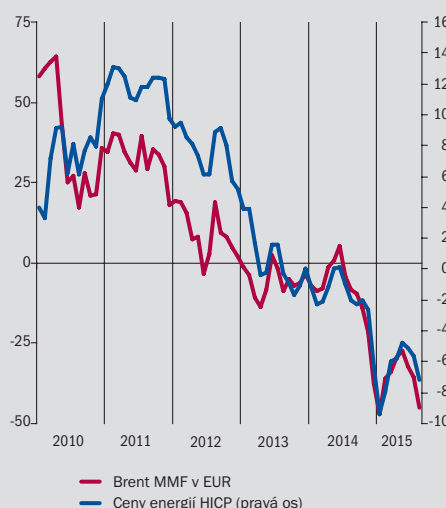
Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

však poklesol na 0,1 %. Cenový vývoj bol v júli a auguste determinovaný protichodným vplyvom jednotlivých subagregátov cenového koša. Prepád cien energií sa začal opätovne prehľbovať po tom, čo sa obnovil pokles cien ropy na svetových trhoch. Naopak, v júli sa mierne zrýchlil rast trhových zložiek inflácie, najmä priemyselných tovarov bez energií, ale aj služieb. V auguste však ich dynamika stagnovala.

Ceny ropy v EUR sa naďalej pružne prenášajú prostredníctvom energií do vývoja spotrebiteľskej inflácie. Kým v 1. štvrťroku a aj v apríli bol dopad spomaľovania zápornej dynamiky dolárových cien ropy do cien energií podporený aj znehodnotením eura, v ďalších mesiacoch euro začalo posilňovať a rozdiel medzi dynamikou cien ropy v EUR a USD sa podstatne zmenšil. Súčasné zhodnotenie eura prispelo k tomu, že medziročný pokles svetových cien ropy v EUR sa prehĺbil približne o 3 percentuálne body viac ako v USD.

Ceny nespracovaných potravín s určitým oneskorením odrážali zrýchlenie rastu cien potravinových komodít (v EUR) na svetových trhoch v predchádzajúcich mesiacoch a ich dynamika tak v 2. štvrťroku akcelerovala. Od mája však začali komoditné ceny klesať a ich medziročný rast sa tiež spomalil, čo nevytvára predpoklady pre ďalšie zrýchľovanie rastu cien nespracovaných

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



Zdroj: MMF, ECB a výpočty NBS.

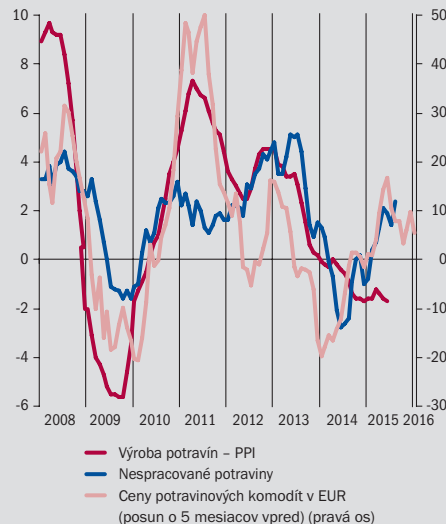
potravín. Vývoj cien komodít sa však výraznejšie nepremiata do cien výrobcov potravín a ani do cien spracovaných potravín, čo môže do určitej miery súvisieť s vysokou úrovňou konkurencie v tomto trhovom segmente. Pokles cien výrobcov potravín sa po miernom spomalení na konci 1. štvrťroku do júla opätovne prehĺbil, dynamika cien spracovaných potravín viac-menej stagnuje.

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



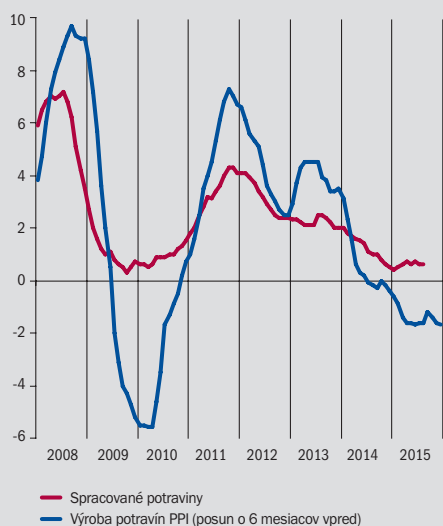
Zdroj: MMF, ECB a výpočty NBS.

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



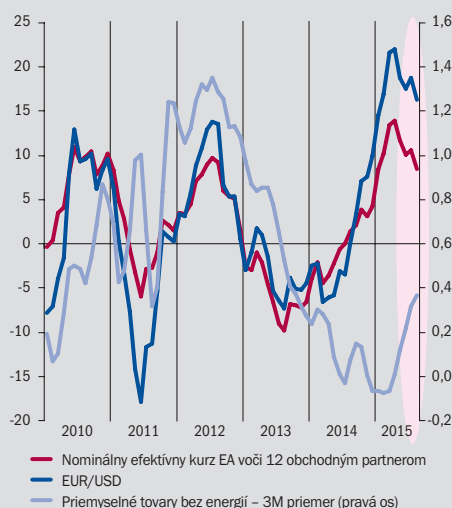
Zdroj: Eurostat a ECB.

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



Zdroj: Eurostat a ECB.

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



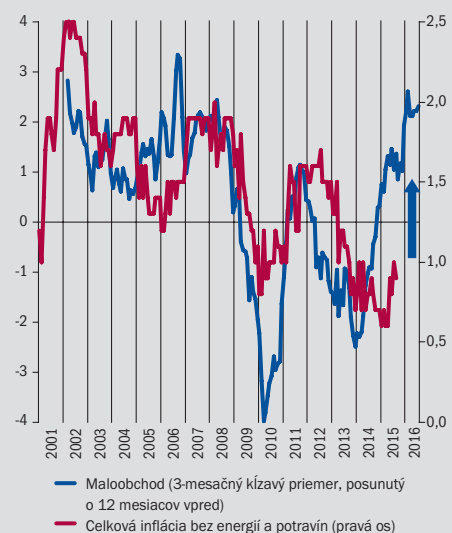
Zdroj: Eurostat a ECB.

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

Inflácia bez cien energií, potravín, alkoholu a tabaku, ktorá zahŕňa zložky najviac citlivé na vývoj dopytu, sa v priebehu 2. štvrťroka 2015 postupne zrýchľovala z 0,6 % v marci na 0,8 % v júni. V nasledujúcom mesiaci vzrástla na 1,0 %, v auguste však nepatrne poklesla na 0,9 %.

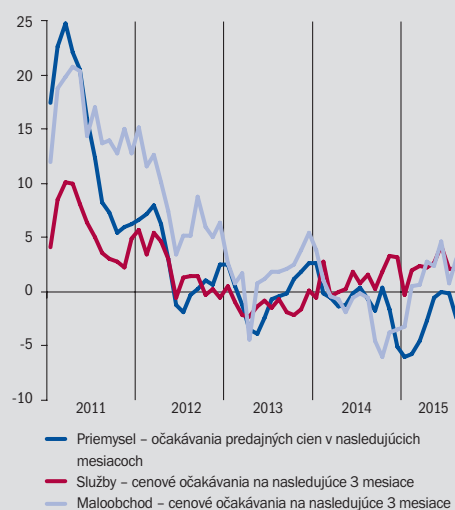
Cenový vývoj trhov zložiek inflácie bol naďalej ovplyvňovaný konkurenčným prostredím a relatívne nízkou, ale posilňujúcou sa úrovňou spotrebiteľského dopytu. Na ceny priemyselných tovarov bez energií pôsobilo prostredníctvom nižších dovozných cien znehodnotenie výmenného kurzu voči USD, ale i v efektívnom vyjadrení. To sa začalo postupne premietiť do zrýchľovania ich cenového rastu. Cenová dynamika priemyselných tovarov bez energií sa tak v priebehu 2. štvrťroka posunula do kladných hodnôt (0,3 % v júni v porovnaní s 0,0 % v marci) a postupne akcelerovala aj v júli na 0,4 %, kde zotrvala aj v auguste. Rast cien služieb nevykazoval v priebehu 2. štvrťroka a ani v dvoch ďalších mesiacoch výraznejší trend a jeho tempo oscillovalo v pásme 1,0 - 1,3 %. Postupné oživovanie spotrebiteľského dopytu by v ďalšom období mohlo byť podporené aj opätovným poklesom cien ropy s priaznivým dopadom na disponibilný príjem domácností.

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

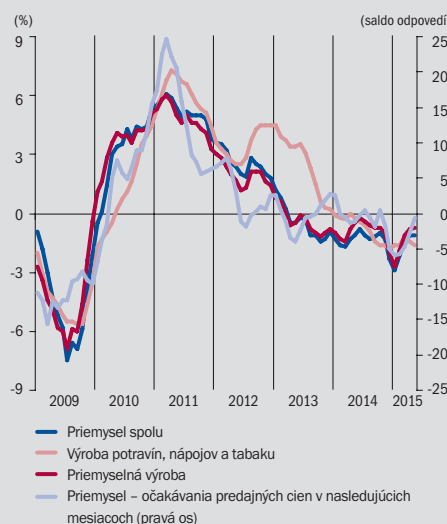


Zdroj: Eurostat a ECB.

Cenové očakávania ekonomických subjektov sú naďalej utlmené. Po náznakoch oživovania očakávaných predajných cien v priebehu 2. štvrťroka sa cenové očakávania v júli, resp. v auguste znížili predovšetkým v priemysle, ale aj v maloobchode a službách. Pokles očakávaných

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


Zdroj: Európska komisia a Eurostat.

Graf 22 Ceny výrobcov a cenové očakávania spotrebiteľov


Zdroj: Európska komisia a Eurostat.

predajných cien v priemysle, ktorý mohol byť ovplyvnený aj turbulenciami v Číne, nevytvára predpoklady pre posilnenie dynamiky cien výrobcov. Oživovanie rastu spotrebiteľských cien, ale i ďalších cenových indikátorov je tak aj naďalej krehké.

V priebehu 2. a 3. štvrtroka 2015 Rada guvernérov 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 vklady má pôsobiť preventívne proti hromadeniu voľnej likvidity na účtoch ECB.

Od marca do augusta 2015 dosiahla priemerná hodnota mesačných nákupov aktív v rámci rozšíreného programu nákupu aktív oznámenú úroveň (60 mld. €). ECB v máji, júni a júli nakupovala vyššie objemy (kumulovane cca o 6,7 mld. €) v dôsledku očakávaného poklesu nákupov počas dovolenkového obdobia. Následne v auguste bola táto úroveň podľa očakávaní nižšia (približne 52 mld. €).

ECB v doterajšom priebehu roka 2015 realizovala dve ciele dlhodobější refinančné operácie (v marci a júni) spolu v objeme cca 170 mld. € (najbližšia bude realizovaná koncom septembra). Celkovo bolo v rámci týchto operácií od septembra 2014 dodaných cca 384 mld. €.

Box 1

NEŠTANDARDNÉ MENOVOPOLITICKÉ OPATRENIA PRISPELI K POKLESU NÁKLADOV ÚVEROVÉHO FINANCOVANIA A POMOHLI NAŠARTOVAŤ ÚVEROVÉ AKTIVITY

Európska centrálna banka v januári 2015 ohlásila najnovšie rozšírenie setu neštandardných menovopolitických nástrojov o program nákupu aktív verejného sektora (Public Sector Purchase Programme – PSPP), ktorý sa často označuje aj ako kvantitatívne uvoľňovanie.

Tento program doplnil už skôr prijatý program nákupu aktív súkromného sektora² a program zameraný na ciele dodávanie likvidity (Program cielejších dlhodobějších refinančných operácií, Targeted Longer Term Refinancing Operations – TLTRO).

2 Program nákupu aktív súkromného sektora zahŕňa nákup cenných papierov krytých aktívami (Asset Backed Securities Purchase Programme – ABSPP) a program nákupu krytých dlhopisov 3 (Covered Bond Purchase Programme 3 – CBPP3). Program nákupu aktív súkromného sektora spolu s programom nákupu aktív verejného sektora sa označuje Rozšírený program nákupu aktív (Extended Asset Purchase Programme – EAPP).

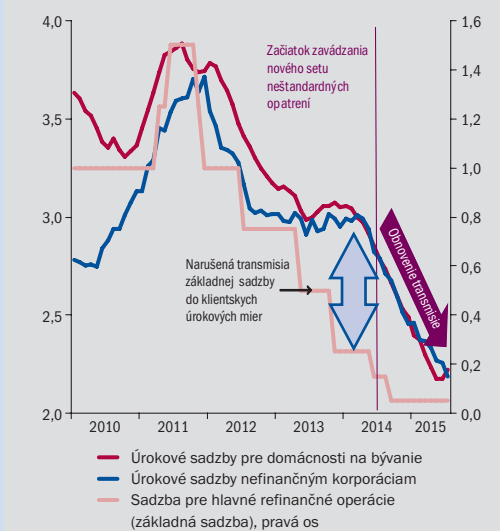
V rámci programu nákupu aktív súkromného i verejného sektora sa ECB explicitne zaviazala nakúpiť každý mesiac počnúc marcom 2015 aktíva v objeme 60 mld. €. Tieto nákupy bude vykonávať minimálne do septembra 2016, resp. dovtedy, kým sa podľa Rady guvernérov neprejaví stála zmena vývoja inflácie zodpovedajúca jej cieľu udržiavať mieru inflácie na úrovni nižšej, ale blízkej 2 % v strednodobom horizonte. Ukončenie tohto programu je teda otvorené.

Nové neštandardné menovopolitické opatrenia boli postupne implementované od júna 2014. V porovnaní s dovtedajšími neštandardnými opatreniami, ktoré boli zamerané predovšetkým na poruchy transmisie menovej politiky, je nový set nástrojov aktívnejšie orientovaný na zvýšenie bilancie centrálnej banky s cieľom zabrániť riziku dlhodobu nízkej inflácie v prostredí, keď úrokové sadzby dosiahli hranicu nuly.

Prijaté neštandardné opatrenia by mali podporiť dopyt prostredníctvom signalizácie záväzku, že ECB bude udržiavať uvoľnenú menovú politiku dlhšie obdobie, takisto by mali podporiť nárast inflačných očakávaní. Súčasne by neštandardné menovopolitické opatrenia, predovšetkým TLTRO, mali stimulovať ekonomickú aktivitu prostredníctvom zníženia nákladov bankového financovania a zlepšenia dostupnosti tohto financovania. Rovnako by aj nákup aktív mal nepriamo zlepšiť dostupnosť a znížiť cenu bankových úverov, prostredníctvom posilnenia bilancií bánk a zníženia obmedzení vyplývajúcich zo štruktúry aktív a pasív. Nasledujúci text sa upriamuje na vplyv prijatých neštandardných nástrojov na úrokové sadzby a rozvoj úverových aktivít.

Neštandardné menovopolitické opatrenia, ktoré boli postupne prijímané od júna 2014, sa pomerne pružne premietli do ceny úverov. Ich úročenie sa do júla 2015 znížilo tak v prípade domácností, ako aj nefinančných korporácií kumulatívne približne o 0,7 percentuálneho bodu. Už ohlásenie TLTRO nasledované ďalšími opatreniami napomohlo obnoviť narušený proces transmisie sadzby pre hlavné refinančné operácie (základná sadzba) do

Graf A Kompozitné úrokové sadzby z úverov a sadzba pre hlavné refinančné operácie (%)



Zdroj: ECB.

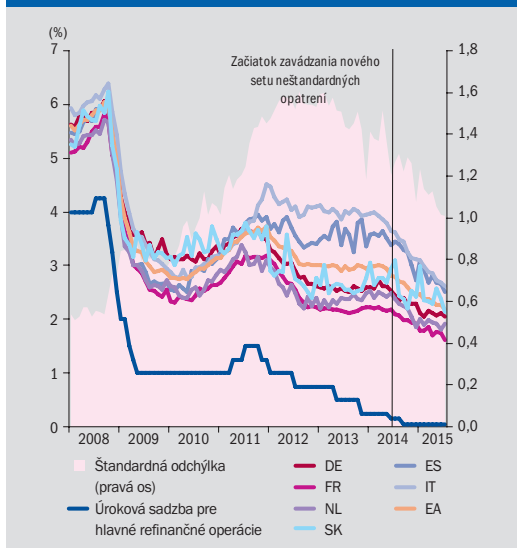
klientskych úrokových mier. Klientske sadzby v roku 2013 v podstate nereflekovali zníženie základnej sadzby (kumulatívne o 0,5 percentuálneho bodu) a rozpätie medzi nimi a základnou sadzbou vzrástlo. Neštandardné menovopolitické opatrenia pomohli obnoviť prenos nastavenia menovej politiky aj do ceny úverov pre reálnu ekonomiku.

Neštandardné menovopolitické opatrenia prispeli k tomu, že sa znížil rozdiel v úročení bankových úverov medzi jednotlivými krajinami a zmeny základnej úrokovej miery sa postupne premietli aj v krajinách s finančnými ťažkosťami³, kde bolo narušenie transmisného mechanizmu najvážnejšie.

Prijaté neštandardné menovopolitické opatrenia sa na úročení bankových úverov prejavili prakticky vo všetkých krajinách, výraznejší pokles ceny úverového financovania však zaznamenali krajiny s finančnými ťažkosťami. Práve v týchto krajinách boli totiž poruchy fungovania transmisného mechanizmu vážnejšie (graf D), keď pred zavedením neštandardných opatrení v júni 2014 úverové sadzby v týchto krajinách nereagovali na zmeny základnej sadzby. Následne po prijatí opatrení výrazne poklesli.

3 Medzi krajiny s finančnými ťažkosťami sú zahrnuté krajiny najvýraznejšie zasiahnuté finančnou krízou: Grécko, Portugalsko, Španielsko, Írsko, Slovinsko, Cyprus, Taliansko.

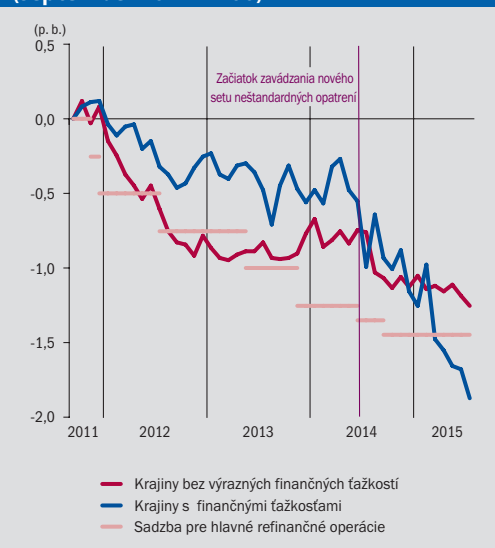
Graf B Úrokové sadzby z úverov nefinančným korporáciám a ich štandardná odchýlka



Zdroj: ECB a výpočty NBS.

Poznámka: Štandardná odchýlka je počítaná z úrokových sadzieb krajín EA12.

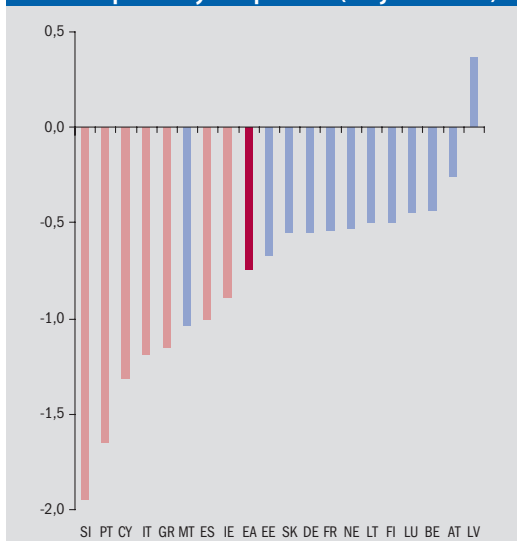
Graf D Medián kumulatívnej zmeny úrokových sadzieb pre nefinančné korporácie v krajinách s finančnými ťažkosťami a bez výrazných finančných ťažkostí a kumulatívna zmena sadzby pre hlavné refinančné operácie (september 2011 = 100)



Zdroj: ECB a výpočty NBS.

Poznámka: Po prechodnom zvýšení sadzby pre hlavné refinančné operácie ich ECB začala od novembra 2011 opäť znižovať.

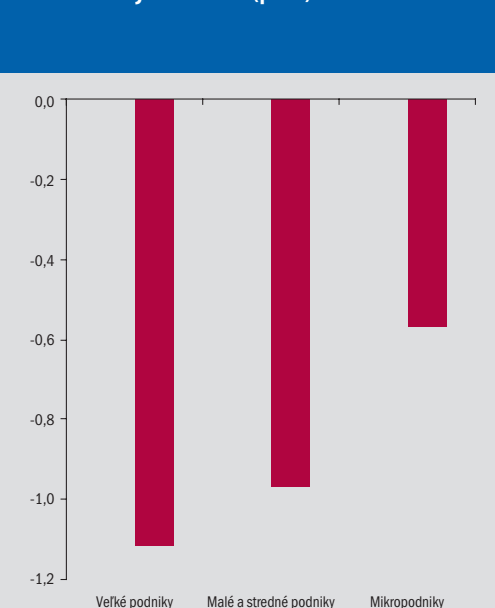
Graf C Kumulatívna zmena nákladov financovania pre nefinančné korporácie od prijatia nového setu neštandardných menovopolitických opatrení (od júna 2014)



Zdroj: ECB a výpočty NBS.

Poznámka: Krajiny s finančnými ťažkosťami sú označené ružovou.

Graf E Kumulatívna zmena úrokových sadzieb od júna 2014 (p. b.)



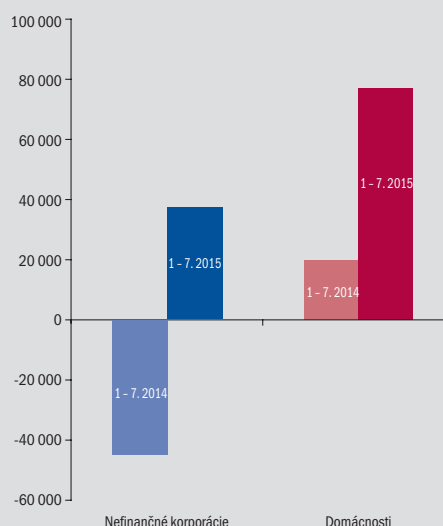
Zdroj: ECB a výpočty NBS.

Poznámka: Veľkosť podnikov je aproximovaná objemom čerpaných úverov. Veľké podniky sú s čerpaním objemov nad 1 mil. €, malé a stredné podniky nad 0,25 mil. € do 1 mil. € a mikropodniky do 0,25 mil. €.

Posilnenie transmisného mechanizmu, ktoré priniesli neštandardné menovopolitické opatrenia prijímané od júla 2014 dokumentuje aj pokles sadzieb naprieč veľkostným spektrom podnikov. Sadzby sa síce najvýraznejšie znížili pre veľké podniky, pokles úročenía pre malé a stredné podniky však bol takmer porovnateľný. Úrokové miery sa znížili dokonca aj pre najmenšie podniky, ktorých prístup k bankovému financovaniu sa tak posilnil.

Neštandardné menovopolitické opatrenia jednak zjednodušili prístup bánk k výhodným zdrojom financovania úverov, podporili ozdravovanie bilancií bankového sektora a umožnili zníženie úročenía úverov. Výhodnejšie úrokové podmienky na druhej strane tiež zvýšili záujem o úvery⁴. Nepriaznivý vývoj úverov, najmä nefinančným korporáciám, kde úvery dlhodobo medziročne klesali, sa tak postupne zastavil. Negatívne čisté toky úverov (rozdiel medzi poskytovanými a splácanými úvermi) v tomto sektore sa s podporou neštandardných opatrení zmierňovali a postupne sa posunuli do kladných hodnôt. Poskytovanie úverov teda prevážilo nad ich splácaním. Posilnili sa aj čisté toky úverov pre

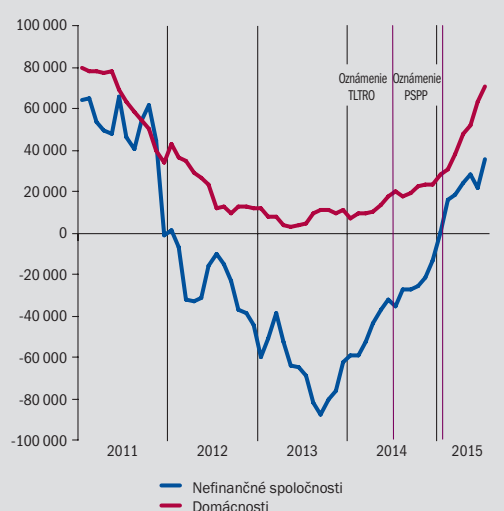
Graf G Kumulatívne čisté toky úverov za január až júl v rokoch 2014 a 2015 (mil. EUR)



Zdroj: ECB.

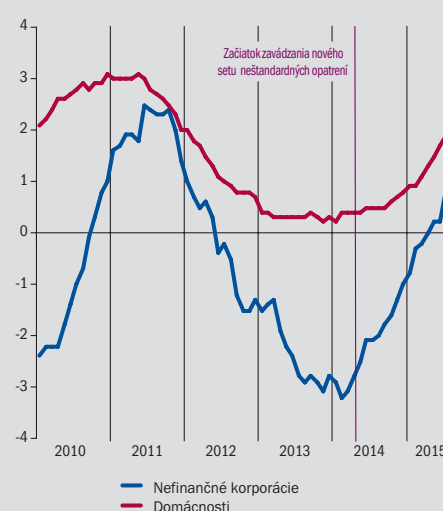
domácnosti. Rozdiel medzi kumulatívnymi čistými tokmi úverov v doterajšom priebehu tohto roka v porovnaní s rovnakým obdobím predchádzajúceho roka je značným pozitívnym posunom.

Graf F Kumulatívne 6-mesačné čisté toky úverov (mil. EUR)



Zdroj: ECB.

Graf H Medziročný rast úverov (%)



Zdroj: ECB.

⁴ Na základe Bank Lending Survey ECB začal dopyt po úveroch zo strany nefinančných korporácií po prepade pretrvávajúcom viac ako dva roky opäť rásť od 2. štvrťroka 2014.



Zrýchlenie úverových aktivít sa premietlo aj v medziročnej dynamike úverov, keď sa v prípade domácností posilnil ich medziročný rast a v prípade nefinančných korporácií, po dlhodobom poklese, sa koncom 1. polroka 2015 obnovil rast úverov. Oživenie úverovania by tak mohlo prispieť k podpore

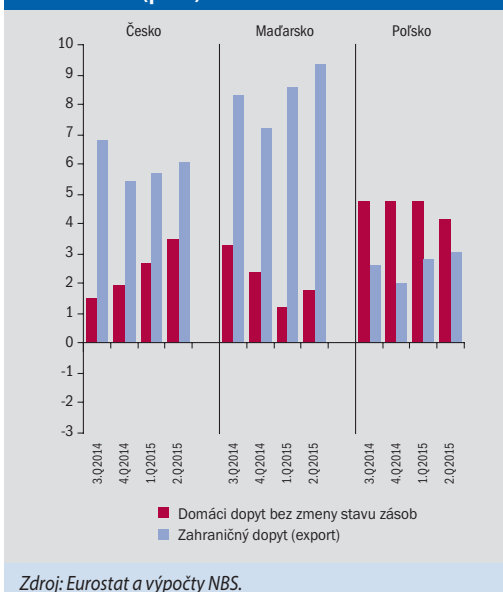
ekonomickej aktivity a posilneniu dopytu v ekonomike eurozóny. Výrazné zlacnenie úverov, ako aj obnovenie toku úverov do reálnej ekonomiky, zatiaľ potvrdzujú napĺňanie zámerov, ktoré sledovalo prijatie neštandardných menovopolitických opatrení v tomto segmente.

5 VÝVOJ V ČESKEJ REPUBLIKE, MAĎARSKU A POĽSKU

V 2. štvrťroku 2015 na medziročnej báze zaznamenali zrýchlenie svojej výkonnosti česká (zrýchlenie o 0,4 percentuálneho bodu na 4,4 %) i poľská ekonomika (zrýchlenie o 0,2 percentuálneho bodu na 3,6 %). Rast maďarskej ekonomiky sa v medziročnom porovnaní spomalil o 0,7 percentuálneho bodu na 2,5 %.

V medzikvartálnom vyjadrení sa v 2. štvrťroku 2015 ekonomický rast spomalil vo všetkých sledovaných ekonomikách – v Českej republike o 1,4 percentuálneho bodu na 1,0 %, v Maďarsku o 0,2 percentuálneho bodu na 0,5 % a v Poľsku o 0,1 percentuálneho bodu na 0,9 %. Hlavným dôvodom spomalenia **českej ekonomiky** v 2. štvrťroku 2015 bola najmä zmena stavu zásob, ktorej príspevok sa oproti minulému štvrťroku zmenil z výrazne pozitívneho na negatívny. Tlmiaco pôsobil aj čistý export, keď export zaznamenal výraznejšie spomalenie ako import. Prekvapujúco sa spomalila oproti minulému štvrťroku konečná spotreba domácností. Prorastovo však pôsobili najmä investície a v menšej miere aj konečná spotreba verejnej správy. V **Maďarsku** k spomaleniu ekonomického rastu oproti predchádzajúcemu štvrťroku prispel predovšetkým

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

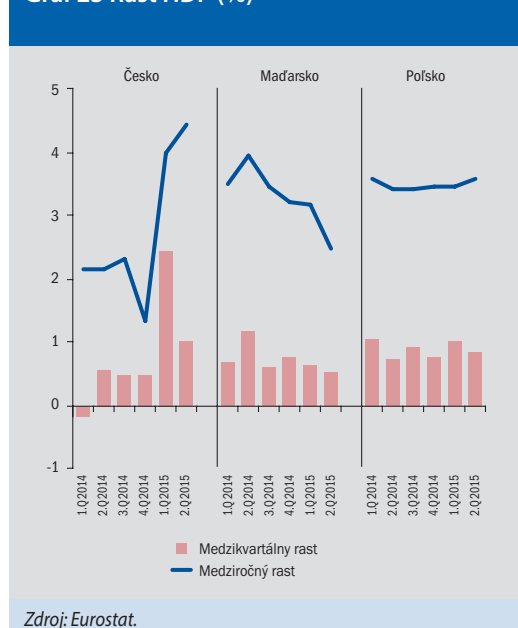


Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

čistý export, keď export zaznamenal spomalenie tempa rastu a import sa naopak zrýchlil. Mierne sa spomalila konečná spotreba domácností. Pozitívne na celkový rast pôsobila spotreba verejnej správy, investície ale aj zmena stavu zásob. Za znížením ekonomického rastu v 1. štvrťroku 2015 v **Poľsku** je možné vidieť spomalenie rastu súkromnej spotreby a investícií. Naopak, prorastovo pôsobila spotreba verejnej správ a čistý export, keď napriek spomaleniu exportu, import sa spomalil výraznejšie. Zmena stavu zásob v tomto štvrťroku pôsobila neutrálne.

Koncom 2. štvrťroku 2015 sa medziročný rast spotrebiteľských cien v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom v Českej republike zrýchlil, v Maďarsku po poklese v predchádzajúcom štvrťroku ceny opäť rástli a v Poľsku sa zmiernil ich pokles. K zrýchleniu tempa rastu spotrebiteľských cien v **Českej republike** (o 0,8 percentuálneho bodu na 0,9 %) prispeli najmä ceny potravín (nespracovaných aj spracovaných). Ceny energií zmiernili svoj pokles. Ceny služieb si zachovali rovnaké tempo rastu z predchádzajúceho štvrťroku. Spomalilo sa iba tempo rastu

Graf 23 Rast HDP (%)



Zdroj: Eurostat.

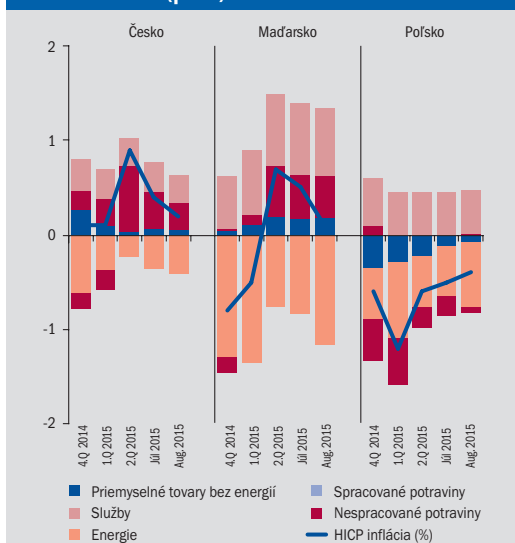
cien priemyselných tovarov bez energií. V júli sa celková inflácia v Českej republike spomalila na 0,4 %, najmä z dôvodu zaznamenaného poklesu cien nespracovaných potravín. V auguste spomalenie pokračovalo (0,2 %), k čomu najvýraznejšie prispelo spomalenie rastu cien spracovaných potravín. V **Maďarsku** sa pokles spotrebiteľských cien zmenil na rast (zmena o 1,2 percentuálneho bodu na 0,7 %). Pozitívne na tento vývoj vplývali všetky zložky cenového rastu, najviac ceny nespracovaných potravín. Ceny energií klesali pomalšie, zrýchlenie tempa rastu zaznamenali ceny priemyselných tovarov bez energií aj ceny služieb. V júli sa rast spotrebiteľských cien v Maďarsku spomalil (0,5 %), k čomu prispelo nižšie tempo rastu cien najmä nespracovaných potravín a opätovné prehĺbenie poklesu cien energií. Pokles takisto pokračoval aj v auguste (0,1 %), keď hlavným dôvodom boli ceny energií. V **Poľsku** v 1. štvrtroku 2015 došlo k zmierneniu poklesu celkových spotrebiteľských cien (o 0,6 percentuálneho bodu) na -0,6 %, keď sa zmiernil prepád cien nespracovaných potravín, energií aj priemyselných tovarov bez energií. Ceny spracovaných potravín aj ceny služieb si zachovali rovnaké tempo poklesu ako na konci predchádzajúceho štvrtroka. V júli v Poľsku došlo opäť k miernemu spomaleniu prepádu celkových spotrebiteľských cien (-0,5 %), najmä z dôvodu nižšieho tempa poklesu cien priemyselných tovarov bez energií.

Podobný vývoj pokračoval aj v auguste, keď došlo k ďalšiemu miernemu spomaleniu prepádu cien (-0,4 %).

Na konci 2. štvrtroka 2015 v porovnaní s koncom predchádzajúceho štvrtroka zaznamenala zhodnotenie voči euru iba česká koruna (o 1,02 %), zatiaľ čo maďarský forint a poľský zlotý sa znehodnotili (o 5,18 %, resp. 2,59 %). Stále platí, že kurz českej koruny je aj naďalej obmedzený predovšetkým smerom k posilňovaniu vďaka rozhodnutiu centrálnej banky používať devízové intervencie na udržanie uvoľnených menovopolitických podmienok. Vývoj sledovaných kurzov, najmä maďarského forintu a poľského zlotého, bol v tomto období ovplyvnený negatívnym sentimentom na finančných trhoch v dôsledku neistoty ohľadom vývoja v Grécku (dlhová kríza a jej riešenie). Neskôr k negatívnemu investičnému sentimentu prispeli aj turbulencie na čínskych akciových trhoch a ich dopady na svetové finančné trhy.

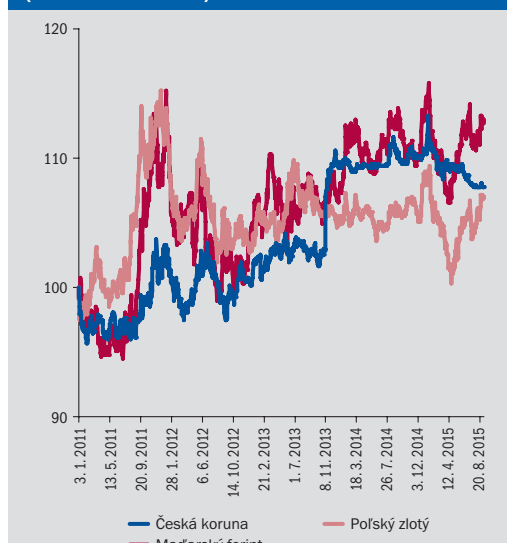
Po relatívne apreciačných tendenciách z 1. štvrtroka spôsobených najmä oznámením ECB o spustení QE, sa v priebehu 2. štvrtroka 2015 kurz českej koruny voči euru stabilizoval a pohyboval okolo úrovne 27,4 CZK/EUR. Ku koncu štvrtroka však začala česká koruna opäť apreciovať, a to najmä vplyvom pozitívnych makro

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



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

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



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

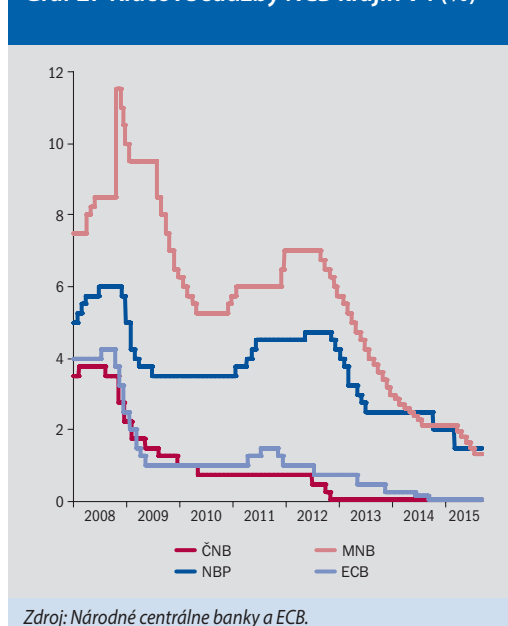
Poznámka: Pokles hodnoty predstavuje apreciaciu.

dát z českej ekonomiky. Proti zhodnocovaniu koruny v druhej polovici júla zasiahla intervenciami aj ČNB. Napriek intervencii sa kurz českej koruny voči euru koncom júla stabilizoval mierne nad úrovňou 27,0 CZK/EUR, kde zotrval až do septembra 2015. ČNB po svojom zasadnutí v auguste potvrdila svoj záväzok (používať výmenný kurz ako nástroj menovej politiky a nepripustiť jeho posilnenie pod úroveň 27 CZK/EUR. V apríli sa na vývoji výmenného kurzu maďarského forintu a poľského zlotého voči euru prejavil pozitívny vplyv ekonomických dát za eurozónu a kompenzoval tak negatívny efekt politického vývoja v Grécku. Od konca mesiaca však prevládil zhoršený sentiment investorov na finančných trhoch z dôvodu nejasného vývoja v Grécku (neúspešné rokovania s veriteľmi) a obe uvedené meny zaznamenali výrazný depreciačný trend až do júla 2015, kedy sa situácia ohľadom Grécka upokojila (12. 7. 2015 dohoda s veriteľmi o treťom balíčku finančnej pomoci pre Grécko vo výške 86 mld. €). Negatívny vplyv na vývoj kurzov oboch mien v auguste mali aj turbulencie na čínskych finančných trhoch (zmena kurzového režimu čínskou centrálnou bankou) s potenciálnym dopadom do vývoja globálnej ekonomiky (riziko nižšieho ekonomického rastu Číny), ale aj do menovej politiky FED-u (zmeny začiatku zvyšovania sadzieb).

V 2. štvrťroku 2015 spomedzi sledovaných krajín pristúpila k zmene menovopolitických podmienok prostredníctvom úrokových sadzieb iba centrálna banka v Maďarsku. V Českej republike zostali sadzby na nezmenenej úrovni (0,05 %, tzv. technická nula). **Česká národní banka** na svojich zasadnutiach aj v 2. štvrťroku 2015 potvrdila svoj záväzok používať výmenný kurz ako ďalší nástroj uvoľňovania menovopolitických podmienok a opustiť ho nie skôr ako v druhej polovici roka 2016, teda v celom horizonte prognózy. Na svojom júnovom zasadnutí ČNB tiež potvrdila svoju pripravenosť posunúť hladinu kurzového záväzku v prípade, ak by došlo k dlhodobému posilneniu deflačných tlakov, schopných spôsobiť prepád domáceho dopytu, resp. systematický pokles inflačných očakávaní. **Magyar Nemzeti Bank** znížila svoje úrokové sadzby v 2. štvrťroku 2015 celkovo o 0,45 percentuálneho bodu (v troch krokoch) na 1,50 % s účinnosťou od 24. 6. 2015, keďže na základe údajov uvedených v júlovej

Správe o inflácii konštatovala, že pretrvávajúce uvoľnené menové podmienky sú v súlade s dosiahnutím cenovej stability v strednodobom horizonte. V júni MNB oznámila zmeny v menovopolitických nástrojoch – s účinnosťou od 23. 9. 2015 zavádza 3-mesačnú fixnú depozitnú sadzbu ako hlavný menovopolitický nástroj (2-týždňová depozitná sadzba zostáva ako súčasť menovopolitického inštrumentária, avšak 2-týždňové vklady budú kvantitatívne obmedzené). Zároveň 9. 6. 2015 MNB oznámila svoju pripravenosť poskytnúť bankám a ostatným poskytovateľom finančných služieb sumu 1,1 mld. € potrebnú na konverziu zostávajúcich úverov domácnostiam, poskytnutých v cudzej mene, do forintov. Dohoda medzi MNB a maďarskou bankovou asociáciou bola uzavretá 19. 8. 2015. V júli MNB zaviedla taktiež úrokový swap (IRS) s 10-ročnou splatnosťou ako doplnok k už zavedeným swapom s 3- a 5-ročnou splatnosťou. V ďalšom uvoľňovaní menovej politiky pokračovala maďarská centrálna banka aj v júli, a to o 0,15 percentuálneho bodu na 1,35 %. **Narodowy Bank Polski** v 2. štvrťroku 2015 ponechal svoje menovopolitické podmienky nezmenené (referenčná úroková sadzba na úrovni 1,5 %). Svoje rozhodnutie zdôvodnil tým, že očakávaný stabilný hospodársky rast poľskej ekonomiky v nasledujúcich štvrťrokoch spolu s oživením v eurozóne a dobrou situáciou na

Graf 27 Kľúčové sadzby NCB krajín V4 (%)



domácom trhu práce znižuje riziko inflácie pod inflačným cieľom v strednodobom horizonte. Avšak v septembri NBP konštatoval, že rastúce riziko silnejšieho ekonomického spomalenia rozvíjajúcich sa ekonomík a klesajúce ceny komodít zvyšujú neistotu ohľadom tempa návra-

tu inflácie k inflačnému cieľu. Zároveň v septembri bude poľský parlament prerokovávať návrh zákona o konverzii úverov v cudzej mene (najmä v švajčiarskych frankoch) do domácej meny, čo by spôsobilo bankám pôsobiacim v Poľsku výrazné straty.

Box 2

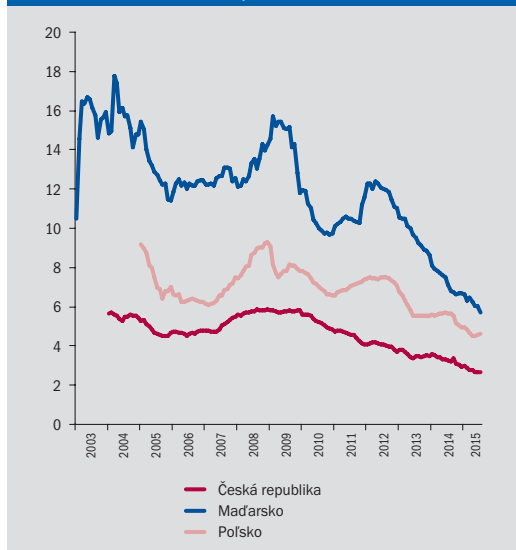
ÚVERY A ÚROKOVÉ SADZBY V ČESKEJ REPUBLIKE, MAĎARSKU A POĽSKU

Podobne ako iné centrálné banky v Európe aj centrálné banky Českej republiky, Maďarska a Poľska postupne uvoľňovali menovopolitické podmienky v dôsledku obáv o posilnenie deflačných tlakov. Menovopolitické úrokové sadzby ČNB sú na úrovni „technickej nuly“ od novembra 2012 a od novembra 2013 používa ČNB výmenný kurz ako dodatočný nástroj na uvoľnenie menových podmienok. MNB a NBP po miernom zvýšení úrokových sadzieb v roku 2011 začali od roku 2012 opäť uvoľňovať menovú politiku. MNB začala znižovať svoje menovo-politické sadzby od augusta 2012 z úrovne 7 % až na súčasných 1,35 %, čo je pokles o 5,65 percentuálneho bodu a zároveň využívala neštandardné opatrenia menovej politiky (poskytovanie úverov SME v rámci Funding for Growth Scheme). NBP začala cyklus uvoľňova-

nia menovej politiky znižovaním menovopolitických sadzieb v novembri 2012, keď znížila hlavnú referenčnú sadzbu z úrovne 4,75 % na súčasných 1,5 % (pokles o 3,25 percentuálneho bodu).

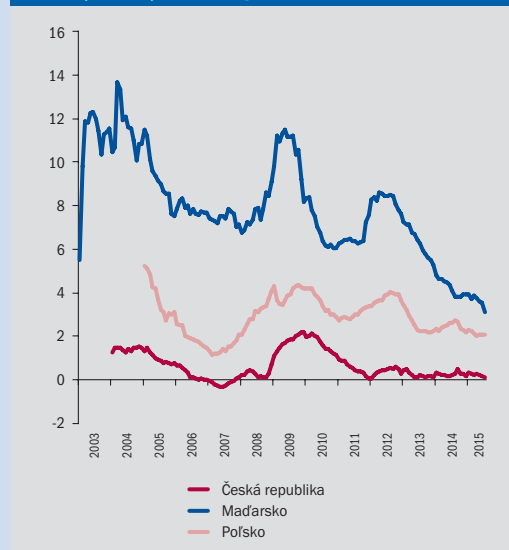
Uvoľnené menové podmienky centrálnych bánk sa preniesli aj do bankového sektora, kde sa prejavili v poklese úrokových sadzieb na úvery pre domácnosti a podniky. Úrokové diferenciály voči eurozóne pri úveroch na bývanie v sektore domácností sa výrazne znížili v Maďarsku, v Poľsku dosiahli predkrízovú úroveň a v Českej republike dosiahli nulu. Pri úveroch pre podniky je tento trend ešte výraznejší, keď úrokové diferenciály sú v Maďarsku a Poľsku nižšie ako 2 percentuálne body, v Českej republike sú dokonca záporné.

Graf A Úrokové sadzby pri úveroch domácnostiam na bývanie (%)



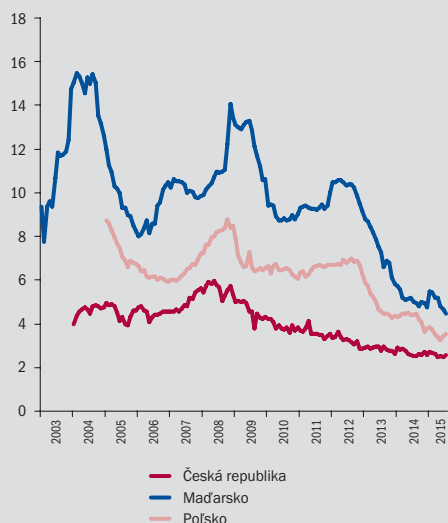
Zdroj: ECB.

Graf B Úrokové diferenciály voči eurozóne (úvery na bývanie) (p. b.)



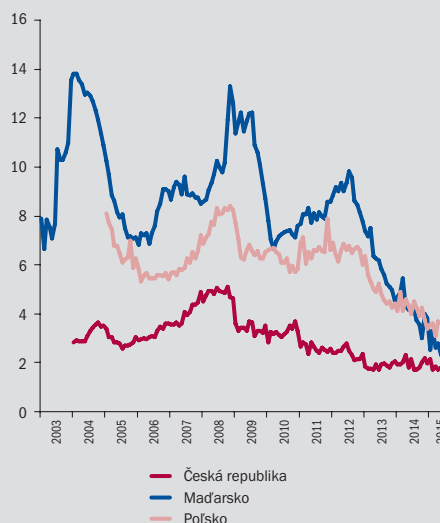
Zdroj: ECB.

Graf C Úrokové sadzby pri úveroch nefinančným spoločnostiam (do 1 roka do 1 mil. EUR)(%)



Zdroj: ECB.

Graf E Úrokové sadzby pri úveroch nefinančným spoločnostiam (do 1 roka nad 1 mil. EUR)(%)



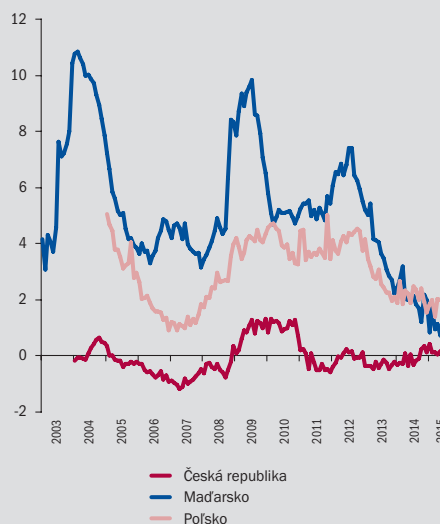
Zdroj: ECB.

Graf D Úrokové diferenciály voči eurozóne pri úveroch nefinančným spoločnostiam (do 1 roka do 1 mil. EUR) (p. b.)



Zdroj: ECB.

Graf F Úrokové diferenciály voči eurozóne pri úveroch nefinančným spoločnostiam (do 1 roka nad 1 mil. EUR) (p. b.)



Zdroj: ECB.

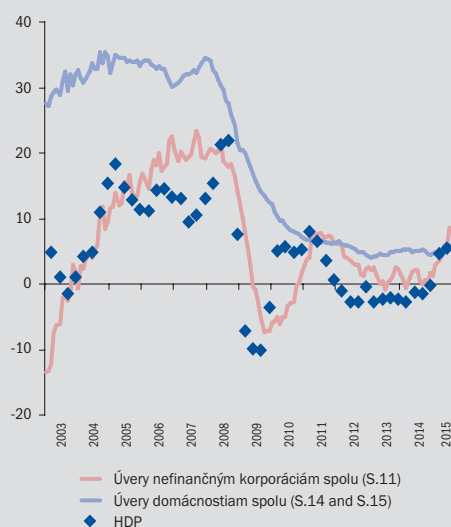
Ekonomická kríza v roku 2008, ktorá sa prejavila prepadom reálnej ekonomiky (spotreby i investícií), sa v Európe následne pretavila do dlhovej krízy v roku 2012. Prepád dopytu a s tým súvisiaca strata dôvery spotrebiteľov, ako aj investorov, postup ozdravovania banko-

vého sektoru a s tým súvisiace zavedenie nových bankových štandardov (sprísnenie regulačného a dozorného rámca) sa odrazilo aj na objemoch poskytovaných úverov bankovým sektorom. V ČR, Maďarsku a Poľsku sa tempá rastu poskytnutých úverov domácnostiam aj

podnikom znížili (v ČR kopírovali krivku rastu nominálneho HDP, aj keď sa viac-menej stále nachádzali nad jeho úrovňou, s výnimkou úverov pre nefinančné korporácie v rámci krátko-keho obdobia roku 2010. V Maďarsku tempá rastu úverov pre podniky aj domácnosti klesli pod úroveň rastu nominálneho HDP a tam sa

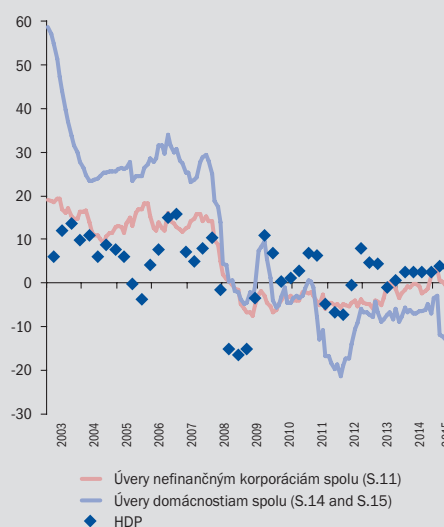
nachádzajú doteraz. V Poľsku takisto kopírovali vývoj nominálneho HDP s výnimkou úverov podnikom v rokoch 2011 a 2012 a v súčasnosti nepresahujú tempá rastu nominálneho HDP). V súčasnosti sa nízke úrokové sadzby a postupné oživovanie hospodárskeho rastu v sledovaných ekonomikách na rastoch poskytnutých

Graf G Rast úverov podnikom a domácnostiam v Českej republike (medziročná zmena v %)



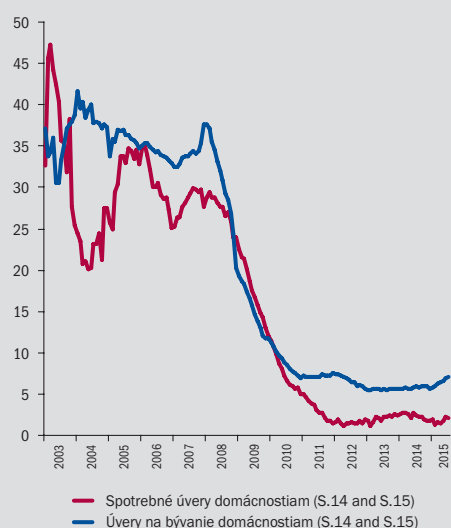
Zdroj: ECB a Eurostat.

Graf I Rast úverov podnikom a domácnostiam v Maďarsku (medziročná zmena v %)



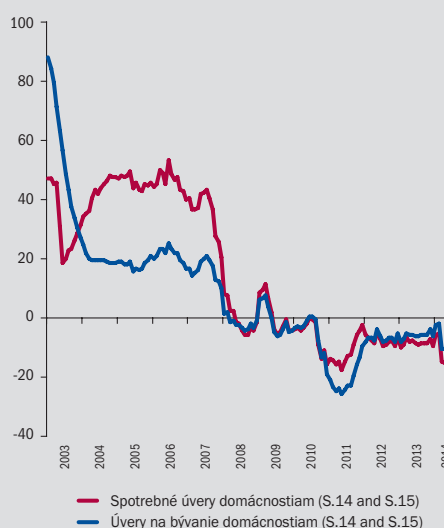
Zdroj: ECB a Eurostat.

Graf H Rast úverov domácnostiam v Českej republike (medziročná zmena v %)



Zdroj: ECB a Eurostat.

Graf J Rast úverov domácnostiam v Maďarsku (medziročná zmena v %)



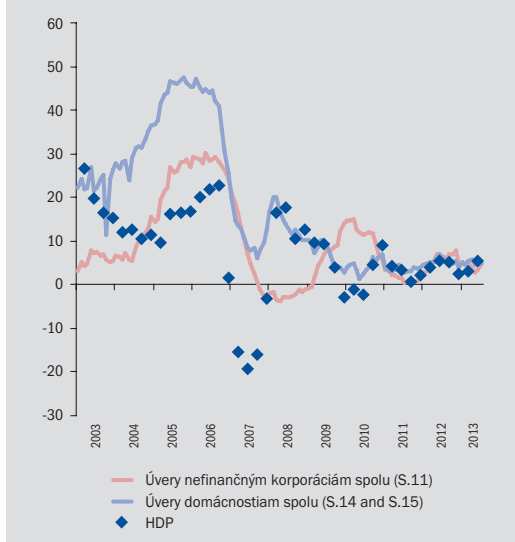
Zdroj: ECB a Eurostat.

úverov výraznejšie neprejavili (s výnimkou ČR pri úveroch pre nefinančné spoločnosti, ktoré zaznamenali od začiatku roka 2015 zrýchlenie rastu).

Realizácia uvoľnenej menovej politiky v kombinácii s postupným hospodárskym oživením by mohla do budúcnosti zvyšovať riziká nadmer-

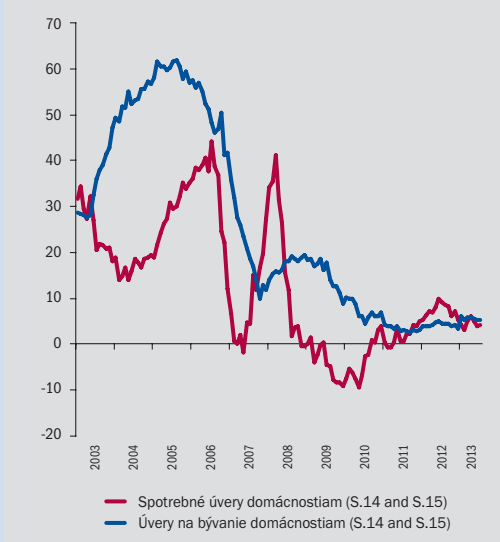
ného úverového rastu a s tým spojené riziká pre makroekonomickú stabilitu. Hoci sú v súčasnosti takéto riziká veľmi nízke, je potrebné sledovať vývoj v bankovom sektore a zároveň dôsledne uplatňovať preventívne obozretné makroekonomické politiky spolu s dôsledným dodržiavaním prísnych regulačných a dozorných rámcov pre bankový sektor.

Graf K Rast úverov podnikom a domácnostiam v Poľsku (medziročná zmena v %)



Zdroj: ECB a Eurostat.

Graf L Rast úverov domácnostiam v Poľsku (medziročná zmena v %)



Zdroj: ECB a Eurostat.



PREHĽAD PREDIKCIÍ RASTU HDP VYBRANÝCH INŠTITÚCIÍ

Tab. 1 Globálna ekonomika

	Zverejnenie	2015		2016	
MMF	júl 2015	3,3	(-0,2)	3,8	(=)
OECD	september 2015	3,0	(-0,1)	3,6	(-0,2)
EK	máj 2015	3,5	(-0,1)	3,9	(-0,1)
ECB ¹⁾	september 2015	3,2	(-0,2)	3,8	(-0,3)

Tab. 2 USA

	Zverejnenie	2015		2016	
MMF	júl 2015	2,5	(-0,6)	3,0	(-0,1)
OECD	september 2015	2,4	(0,4)	2,6	(-0,2)
EK	máj 2015	3,1	(-0,4)	3,0	(-0,2)
Fed	september 2015	2,15	(0,25)	2,4	(-0,15)

Tab. 3 Eurozóna

	Zverejnenie	2015		2016	
MMF	júl 2015	1,5	(=)	1,7	(0,1)
OECD	september 2015	1,6	(0,1)	1,9	(-0,2)
EK	máj 2015	1,5	(0,2)	1,9	(=)
ECB	september 2015	1,4	(-0,1)	1,7	(-0,2)

Tab. 4 Česká republika

	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	august 2015	3,8	(1,2)	2,8	(=)

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	jún 2015	3,3	(0,1)	2,5	(=)

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	júl 2015	3,6	(0,2)	3,4	(0,1)

1) Rast globálnej ekonomiky bez eurozóny.

Poznámka: Údaje v zátvorkách vyjadrujú zmenu v percentuálnych bodoch oproti predchádzajúcej predikcii.
Predikcie MMF z júla 2015 a OECD zo septembra 2015 obsahujú len predikcie veľkých ekonomík.