



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA  
EUROSYSTEM



# SPRÁVA O MEDZINÁRODNEJ EKONOMIKE

SEPTEMBER 2018

Vydavateľ:  
© Národná banka Slovenska

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

Kontakt:  
[info@nbs.sk](mailto:info@nbs.sk)

<http://www.nbs.sk>

Prerokované Bankovou radou NBS  
25. septembra 2018.

Dátum uzávierky pre spracovanie štvrťročnej správy  
bol 13. septembra 2018.

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

ISSN 1339-9624 (elektronická verzia)



# Obsah

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



## POUŽITÉ SKRATKY

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

Použité symboly v tabuľkách:

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

# 1 GLOBÁLNA EKONOMIKA

Globálna ekonomika si v 2. štvrťroku 2018 zachovala solídny ekonomický rast. Niektoré hlavné ekonomiky sveta sa pravdepodobne dostali na vrchol ekonomického cyklu a hospodársky rast sa súčasne stáva menej synchronizovaný. Vývoj v rozvíjajúcich sa ekonomikách je ovplyvnený rastúcimi cenami ropy, vyššími úrokovými sadzbami v USA a rastúcim napätím v globálnom obchode. Práve protekcionizmus USA a zvyšovanie obchodných bariér patria medzi najväčšie riziká spomalenia svetového hospodárstva.

V rámci vyspelých krajín globálnu ekonomiku v 2. štvrťroku 2018 výrazne prorastovo ovplyvnilo hospodárstvo USA. Domáci dopyt podporený robustným nárastom súkromnej spotreby a pokračujúcim pozitívnym vývojom investícií a výrazná akcelerácia exportu pred zavedením odvetných dovozných ciel zo strany Číny prispeli k najrýchlejšiemu tempu ekonomického rastu od 3. štvrťroka 2014. Americká ekonomika tak profitovala zo silného trhu práce, pozitívneho sentimentu, ale hlavne fiškálnych stimulov. Procyklické uvoľnenie fiškálnej politiky však predstavuje výrazné riziko pre ekonomiku a môže v krátkodobom horizonte navýšiť deficit bežného účtu platobnej bilancie, čo môže posilniť protekcionistické tendencie. Japonská ekonomika sa po poklese začiatkom roku vrátila v 2. štvrťroku 2018 k pozitívnemu rastu. Súkromnú spotrebu mohlo podporiť pnutie na trhu práce, súčasne však mohla byť podporená dočasným faktorom vo forme predčasného vyplácania letných bonusov. Oživenie investičného dopytu bolo v súlade so silnými údajmi o objednávkach strojov zaznamenaných v priebehu hodnoteného obdobia a bolo pravdepodobne odrazom nedostatku pracovníkov. To motivovalo podniky investovať do zariadení na úsporu práce. Rast exportov sa opätovne znížil, ale importy akcelerovali, čiastočne aj v dôsledku rastu cien pohonných hmôt. Čistý export tak pôsobil tlmiaco na japonskú ekonomiku, pre ktorú – ako silne exportne orientované hospodárstvo – by najväčšiu hrozbu predstavovali globálne obchodné bariéry, najmä prípadné importné tarify na automobily zo strany USA. Ekonomika Spojeného kráľovstva sa po pomalšom štarte začiatkom roka vrátila k tempám rastu zaznamenaným v 2.

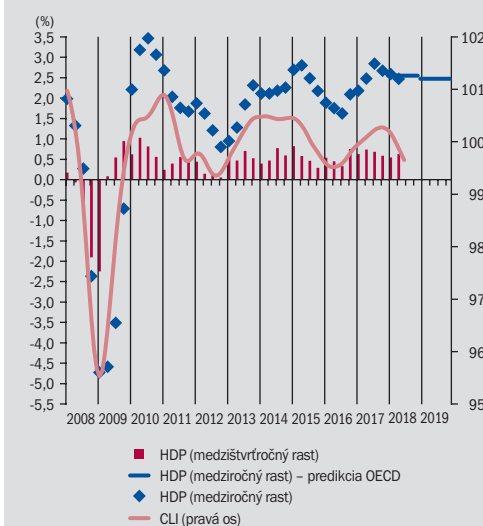
polroku 2017. Teplé počasie bolo jedným z faktorov lepšej výkonnosti hospodárstva, keďže sektor stavebníctva zmazal straty z 1. štvrťroka 2018 kvôli silnej zime, a podporil tak investičný dopyt. Mierne sa zvýšil aj rast spotreby domácností. Na druhej strane sa ekonomická aktivita v krajine posilnila aj napriek poklesu priemyselnej výroby. Exporty sa výrazne prepadli predovšetkým pre pokles vývozu áut a lietadiel. Súčasne, avšak oveľa miernejšie, poklesli importy, čím čistý vývoz silne tlmil ekonomickú výkonnosť. Rast ekonomiky Spojeného kráľovstva by mal zostať mierny v dôsledku vysokej neistoty týkajúcej sa výsledkov rokovaní o Brexite. Eurozóna si zachovala dynamiku rastu z predchádzajúceho štvrťroka, ktorá však zaostala za tempami dosahovanými v roku 2017. Domáci dopyt sa zvýšil rovnakým tempom ako na začiatku roka, keď spomalenie spotreby domácností vykompenzovala rýchlejšia spotreba vládneho sektora a silnejšie fixné investície. Obnovu exportnej výkonnosti sprevádzal silnejší rast importov, čím čistý export znižoval celkový ekonomický rast. Vývoj v prvých dvoch štvrťrokoch aj úroveň predstihových indikátorov naznačujú, že hospodársky rast eurozóny v roku 2018 zaostane za tempom dosiahnutým v predchádzajúcom roku.

V zoskupení rozvíjajúcich sa ekonomík si dynamické tempo rastu zachovala ekonomika Indie. Jej medziročná dynamika dosiahla až 8 %, čím hospodárska aktivita rástla najrýchlejšie za posledné 2 roky a posilnila pozíciu Indie ako najrýchlejšie rastúcej veľkej ekonomiky. Pozitívne ju ovplyvnila hlavne súkromná spotreba. Výrazne akcelerovali aj exporty, ktoré však sprevádzala porovnateľná dynamika rastu dovozov. Spomalila sa spotreba vlády a fixné investície, naďalej však rástli robustným tempom. V ďalšom období by hospodársku aktivitu Indie mohli spomaliť vyššie ceny ropy s negatívnym dopadom na domáci dopyt a sprísňovanie monevnej politiky reagujúcej na vyššiu mieru inflácie. Čínska ekonomika dosiahla v 2. štvrťroku 2018 rýchlejší medzikvartálny rast ako začiatkom roka, avšak v medziročnom porovnaní sa jej tempo rastu znížilo. Uvedený vývoj mohol byť ovplyvnený snahou Číny spomaliť dyna-

mický vývoj úverov v prostredí narastajúceho obchodného napätia s USA, ktoré by sa malo odraziť na jej ekonomickom vývoji v druhej polovici roka. Napätie v obchodných vzťahoch znížilo sentiment, čo vplývalo na utlmenie na trhu s nehnuteľnosťami. Rast čínskej ekonomiky by sa mal ďalej spomaľovať v dôsledku regulačného sprísňovania finančného sektora a zmierňovania zahraničného dopytu. Ruská ekonomika pokračovala v oživení aj v 2. štvrťroku 2018. Jej vývoj mohli podporiť rastúce ceny ropy, nízka nezamestnanosť a vyššie mzdy, keďže údaje za priemyselnú výrobu zostali nevýrazné. Z produkčnej strany ekonomike pomohli MS vo futbale, ktoré zvýšili aktivitu v sektore služieb spojených s ubytovaním, dopravou a reštauráciami. Pozitívny vývoj na trhu práce, rast cien komodít a vyššia produkcia ropy by mali aj naďalej ruskú ekonomiku podporovať. V ďalšom štvrťroku môžu hospodársky vývoj v Rusku ovplyvniť americké sankcie týkajúce sa tovarov zahraničnej pomoci, obrany a bezpečnosti, ktoré vstúpili do platnosti koncom augusta. Vysoká geopolitická neistota a možnosť ďalších ekonomických sankcií zostávajú pre výhľad ruskej ekonomiky kľúčovými rizikami. Rast brazílskej ekonomiky sa výraznejšie nezmenil. I keď sa mierne zvýšil, výkonnosť hospodárstva by bola ešte vyššia, keby nebola negatívne ovplyvnená rozsiahlym štrajkom kamionistov v máji a júni. V dôsledku toho nastal pokles investícií a súčasne aj najvýraznejší prepád exportov od konca roku 2014. Keďže poklesli aj importy, avšak v oveľa menšej miere, čistý export mal tlmiaci efekt na hospodárstvo. Ekonomiku tak ťahalo oživenie vládnych výdavkov a spotreba domácností. Oneskorené efekty spomínaných štrajkov a politická nestabilita môžu v krátkodobom horizonte formovať charakter brazílskej ekonomiky.

Celkovo sa v 2. štvrťroku 2018 rast ekonomickej aktivity v krajinách OECD mierne zrýchlil z 0,5 % dosiahnutého v predchádzajúcom štvrťroku na 0,6 %. V medziročnom porovnaní však nastalo mierne spomalenie hospodárskeho rastu z 2,6 % v 1. štvrťroku 2018 na 2,5 % v 2. štvrťroku 2018. Priemerná hodnota kompozitného indikátora ekonomickej dôvery v krajinách OECD (Composite Leading Indicator)<sup>1</sup> sa v 2. štvrťroku 2018 mierne znížila a klesajúci trend pokračoval aj v júli, čo môže naznačovať spomalenie glo-

Graf 1 Vývoj HDP a CLI v OECD



Zdroj: OECD.

Poznámka: CLI – Composite Leading Indicator.

bálnej ekonomiky v krátkodobom horizonte. Mierne spomalenie globálnej ekonomiky naznačujú aj aktuálne hodnoty globálneho kompozitného PMI, ktorého priemerná hodnota za júl a august sa nachádzala pod priemerom 2. štvrťroka 2018.

Globálny ekonomický vývoj budú v nasledujúcom období ovplyvňovať ďalšie dovozné clá, ktoré zaviedla administratíva USA. Začiatkom júna 2018 vstúpili do platnosti dovozné clá na oceľ a hliník pre Kanadu, Mexiko a EÚ<sup>2</sup>. Nasledujúce dovozné clá uvalila americká administratíva v priebehu júla a augusta na viac ako 1000 čínskych produktov v objeme 50 mld. USD dovozu USA<sup>3</sup>. Uvedený prístup vedie obchodných partnerov USA k prijímaniu odvetných opatrení, podávaniu sťažností na USA vo WTO a zvyšuje riziko obchodnej vojny. Doposiaľ prijaté opatrenia zo strany US administratívy pravdepodobne nemali výraznejší dopad na globálne hospodárstvo. Dopad prípadných ďalších dovozných ciel na čínske produkty (200 mld. USD) a ciel na automobily a automobilové diely (208 mld. USD bez automobilových dielov) by však v dôsledku širšieho rozsahu automobilového trhu a jeho integrácie do globálnych hodnotových reťazcov mohol znamenať výraznejší dopad na svetovú ekonomiku.

1 Indikátory CLI sú pravidelne na mesačnej báze publikované OECD – posledné dostupné údaje publikované v septembri 2018 zahŕňajú obdobie do júla 2018.

2 Pre ostatné krajiny začali uvedené clá platiť už v marci, s výnimkou krajín, ktoré vyriešili obchodný spor s USA revíziou dohody o voľnom obchode (Južná Kórea), resp. opatreniami na zníženie nadmernej produkcie ocele, ktorá by prispievala ku zvýšeným zásobám v USA (Argentína, Brazília a Austrália).

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



V 2. štvrtroku 2018 výrazne akceleroval globálny rast spotrebiteľských cien, keď sa miera inflácie v krajinách OECD zvýšila z 2,3 % v marci až na 2,8 % v júni. Silný nárast miery inflácie bol spôsobený výhradne cenami energií, ktorých dynamika rastu sa takmer zdvojnásobila. Súčasne sa inflácia potravín zvýšila iba nepatr-

ne a jadrová inflácia zostala stabilná na úrovni 2,0 %. Celková miera inflácie v krajinách OECD pokračovala v raste aj v júli až na úroveň 2,9 %, keď ceny energií opäť akcelerovali. V tomto mesiaci však k vyššej miere inflácie prispeli aj ceny bez energií a potravín, ktoré medziročne vzrástli o 2,1 %.





## 2 KOMODITY

Priemerné ceny komodít v 2. štvrťroku 2018 vzrástli oproti úrovni 1. štvrťroka 2018. Tento vývoj bol ovplyvnený hlavne zvýšením cien energetických komodít, keďže ceny neenergetických komodít vzrástli iba nepatrne.

V rámci energetických surovín sa v 2. štvrťroku 2018 dynamicky zvýšila priemerná cena ropy Brent, ktorá oproti predchádzajúcemu štvrťroku vzrástla o cca 7 USD/barel na úroveň 74 USD/barel. Prorastový trend ceny ropy až do druhej májovej dekády súvisel so silným rastom dopytu, pokračujúcou obmedzenou produkciou OPEC-u, klesajúcimi globálnymi zásobami a rastúcim geopolitickým napätím. V máji USA odstúpili od jadrovej dohody svetových mocností s Iránom a obavy z uvalenia sankcií USA na Irán a redukcie exportu ropy z tejto krajiny zvýšili cenu ropy na 3,5-ročné maximum k úrovni 80 USD/barel. Korekciu ceny ropy v poslednej májovej dekáde a v júni ovplyvnilo očakávanie zvýšenia ťažby po júnovom zasadnutí OPEC-u a Ruska. K dohode o navýšení produkcie síce došlo, ale na trhoch sa opätovne objavili obavy z nedostatočnej ponuky spôsobenej očakávaním zníženého vývozu z Iránu a výpadkom ťažby v Kanade. To viedlo k návratu ceny ropy Brent k úrovni 80 USD/barel.

V rámci neenergetických komodít sa v 2. štvrťroku 2018 oproti predchádzajúcemu štvrťroku zvýšili

priemerné ceny potravinových komodít, pričom ich dynamika bola kompenzovaná poklesom priemerných cien kovov. Ceny potravinových komodít boli výrazne ovplyvnené cenami kakaa, ktoré oproti predchádzajúcemu štvrťroku vzrástli v dôsledku suchého počasia v Afrike, ktorá je producentom až 2/3 svetovej ponuky. Suché počasia sa prejavilo aj na cenách pšenice, ktorých nárast spôsobili hlavne veľké výpadky produkcie v Rusku. Na druhej strane na cenový vývoj potravinových komodít tlmiačo pôsobili hlavne ceny kávy, keďže vysoká úroda spôsobila previs ponuky nad dopytom. Dynamicky však poklesli aj ceny cukru, ktoré reagovali na zvýšenie svetových zásob na rekordné úrovne spôsobené spomalením dopytu a prudko rastúcou produkciou. Poklesli aj ceny bravčového mäsa ako dôsledok zníženého objemu exportu USA do krajín, ktoré uvalili odvetné clá na USA (Čína, Mexiko), v Európe pokles cien spôsobila produkcia lacného bravčového mäsa v niektorých krajinách EÚ. Pokles cien kovov do výraznej miery ovplyvnili očakávania, že obchodné napätie medzi USA a Čínou bude mať za následok pokles dopytu. Mohlo ho ovplyvniť aj spomalenie globálneho spracovateľského priemyslu. Znížila sa hlavne cena železnej rudy ako dôsledok vysokých zásob v Číne, poklesli však ceny zinku. Na druhej strane sankcie USA uvalené na ruského výrobcu Rusal zvýšili priemernú cenu hliníka. Obavy z uvalenia sankcií na ďalšieho ruského producenta zvýšili aj cenu niklu.



### 3 SPOJENÉ ŠTÁTY AMERICKÉ

V 2. štvrtroku 2018 sa rast americkej ekonomiky výrazne zrýchlil, keď anualizovaná dynamika hospodárskeho rastu dosiahla 4,2 % v porovnaní s 2,2 % dosiahnutými v predchádzajúcom štvrtroku. Rovnako nastalo zvýšenie medziročného tempa hospodárskeho rastu z 2,6 % zaznamenaných v 1. štvrtroku 2018 na 2,9 %.

Na výraznejšom zrýchlení ekonomickej výkonnosti USA sa v hodnotenom období podieľala hlavne súkromná spotreba, ktorej silné oživenie bolo v kontraste s relatívne tlmeným vývojom na začiatku roku. Dynamicky rástli hlavne výdavky na tovary dlhodobej spotreby, keď pravdepodobne zámer zvýšenia dovozných cien na automobily mohol stimulovať výdavky na tieto produkty. Domácnosti navyše začali vynakladať viac výdavkov aj na tovary krátkodobej spotreby, predovšetkým odevy a obuv. K rastu súkromnej spotreby prispeli aj výdavky na služby, predovšetkým na služby spojené so stravovaním a ubytovaním. Domáci dopyt však podporili aj fixné investície. Rástli síce pre nižšiu dynamiku nerezidenčných investícií pomalším tempom ako v predchádzajúcom štvrtroku, ich rast však naďalej zostal robustný. Rezi denčné investície opätovne poklesli, ale oveľa miernejším tempom. Silná súkromná spotreba a investície potvrdili očakávania efektu daňovej reformy zavedenej administratívou USA začiatkom roka. Fiškálne stimuly sa navyše pozitívne prejavili aj na spotrebe a investíciách vlády, predovšetkým na federálnej úrovni v oblasti národnej obrany. Americká ekonomika v uvedenom období silne profitovala aj z exportnej výkonnosti, i keď vývozy boli ovplyvnené jednorazovým efektom. Ten spočíval vo zvýšenom exporte sóje a kukurice v snahe vyhnúť sa avizovaným dovozným clám zo strany Číny. Keďže importy v hodnotenom období mierne poklesli, príspevok čistého exportu bol silne pozitívny. Na druhej strane na ekonomiku USA v 2. štvrtroku 2018 výrazne tlmiačo pôsobili zásoby. Vďaka fiškálnym stimulom získala americká ekonomika v prvej polovici roka 2018 silnú podporu, avšak po doznení pozitívnych

vplyvov spolu so sprísňovaním menovej politiky môže v budúcom roku nastať výraznejšie príbrzdenie výkonnosti hospodárstva.

Rast spotrebiteľských cien v USA v priebehu 2. štvrtroka 2018 výraznejšie akceleroval a v závere hodnoteného obdobia sa celková inflácia priblížila až k úrovni 3 %. Už v apríli sa v spotrebiteľských cenách prejavil dynamický rast cien energií ovplyvnený cenami benzínu. Výraznejší inflačný skok však nastal v máji, keď medziročný rast cien benzínu presiahol 20 % a vplyvom rovnakého faktora sa inflácia zvýšila aj v júni. Ceny energií v 2. štvrtroku 2018 tak mali rozhodujúci vplyv na vývoj spotrebiteľských cien a prispeli k zvýšeniu inflácie z 2,4 % v marci až na 2,9 % v júni (vyššie 6-ročné maximum). K rastu celkovej inflácie však prispela aj jadrová inflácia, ktorá sa v rovnakom období zvýšila z 2,1 % na 2,3 %. Tento vývoj mohol byť dôsledkom pokračujúceho pnutia na trhu práce a zrýchľujúceho sa mzdového vývoja. V rámci položiek inflácie bez energií a potravín prorastovo pôsobil miernejší pokles cien nových vozidiel a súčasne rýchlejší rast cien tovarov a služieb zdravotnej starostlivosti. Uvalenie dovozných taríf na práčky začiatkom roka sa postupne prejavil v cenách domácich spotrebičov, ktoré po dlhodobejšom – vyše päťročnom – medziročnom poklese začali rásť. To naznačuje, že aj následne prijaté importné tarify na oceľ a hliník by sa cez rast vstupných nákladov producentov mohli postupne odraziť vo vyššej jadrovej inflácii. Ceny potravín zostali v 2. štvrtroku 2018 relatívne stabilné a výraznejšie neovplyvnili trajektóriu inflácie. V júli zostala celková miera inflácie na úrovni 2,9 %, keď nepatrne rýchlejší rast cien energií a zvýšenie jadrovej inflácie na 2,4 % bolo kompenzované miernym spomalením cenového rastu potravín. Výrazný nárast inflácie v posledných mesiacoch potvrdzuje rast cenových tlakov v ekonomike a naznačuje ďalšie sprísňovanie menovej politiky.

Federálny výbor pre operácie na voľnom trhu (FOMC) na svojom zasadnutí v máji ponechal cieľovú sadzbu federálnych fondov na úrovni



1,50 % až 1,75 %. Na svojom zasadnutí v júni však na základe aktuálneho a očakávaného vývoja na trhu práce a inflácie pristúpil ku zvýšeniu sadzby na 1,75 % až 2,00 %. Na tejto úrovni zostala cieľová sadzba federálnych fondov aj

po zasadnutí na prelome júla a augusta. FOMC však naďalej hodnotí nastavenie menovej politiky ako akomodačné, podporujúce priaznivé podmienky na trhu práce a udržateľný návrat k 2 % inflácii.

## 4 EUROZÓNA

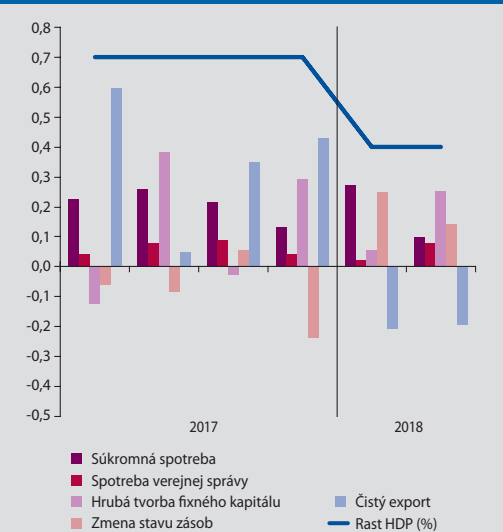
Hospodárstvo eurozóny vzrástlo v 2. štvrťroku rovnako ako v predchádzajúcom o 0,4 %. Spomedzi najväčších ekonomík sa tempo rastu zrýchlilo v Nemecku a Holandsku (zhodne o 0,1 percentuálneho bodu na 0,5 %, resp. 0,7 %), mierne pokleslo v Španielsku a Taliansku (rovnako o 0,1 percentuálneho bodu na 0,6 %, resp. 0,2 %) a nezmenilo sa vo Francúzsku (0,2 %). Medziročný rast HDP eurozóny sa v 2. štvrťroku zmiernil z 2,4 % na 2,1 %.

Ekonomický rast bol v 2. štvrťroku, podobne ako v 1. štvrťroku, ťahaný domácim dopytom. Výrazne ho podporila predovšetkým akcelerácia investičného dopytu. Rast hrubej tvorby fixného kapitálu sa zrýchlil z 0,3 % na 1,2 %, keď sa zvýšili investície predovšetkým do strojov a vybavenia, ale aj investície v stavebníctve. Naďalej pokračoval rast súkromnej spotreby, v porovnaní s predchádzajúcim štvrťkom sa však spomalil (o 0,3 percentuálneho bodu na 0,2 %). Naopak, rast verejnej spotreby sa zrýchlil. Ekonomiku podporil rast zásob, avšak miernejšie ako v 1. štvrťroku. Podobne ako v predchádzajúcom štvrťroku čistý export naďalej

tlmil hospodársky rast. Dynamika exportov síce akcelerovala z negatívneho pásma v 1. štvrťroku (-0,7 %) do kladných úrovní (0,6 %), ešte výraznejšie sa však zrýchlil rast importov (z -0,3 % na 1,1 %).

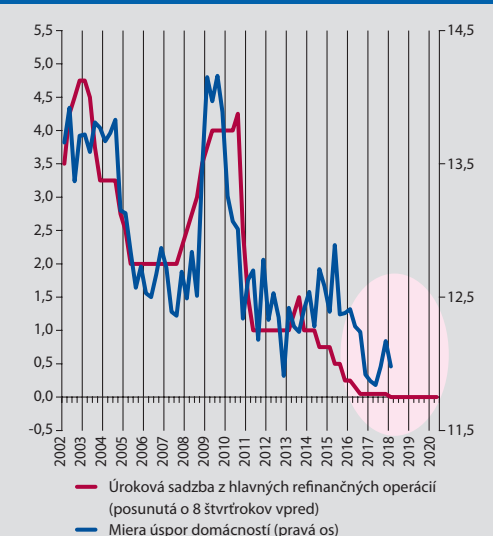
Spotrebiteľský dopyt bol naďalej podporovaný nízkymi úrokovými sadzbami aj priaznivou situáciou na trhu práce. Miera úspor po náraste v roku 2017 v 1. štvrťroku 2018 poklesla a nachádzala sa na relatívne nízkej úrovni. Plány domácností na veľké nákupy sa však výraznejšie nezmenili, po poklese v 1. štvrťroku viac-menej stagnovali. Spomalenie rastu spotrebiteľského dopytu mohlo byť napriek priaznivej situácii na trhu práce do určitej miery ovplyvnené rastom cien palív (ako dôsledok rastu cien ropy). Vývoj spotrebiteľského dopytu by mal byť v najbližšom období aj naďalej podporovaný priaznivou situáciou na trhu práce aj signálmi oživovania mzdového rastu. Naopak, pretrvávanie vysokých cien ropy môže prostredníctvom vyšších cien palív a energií ako celku znižovať disponibilný príjem domácností a čiastočne limitovať spotrebiteľský dopyt.

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

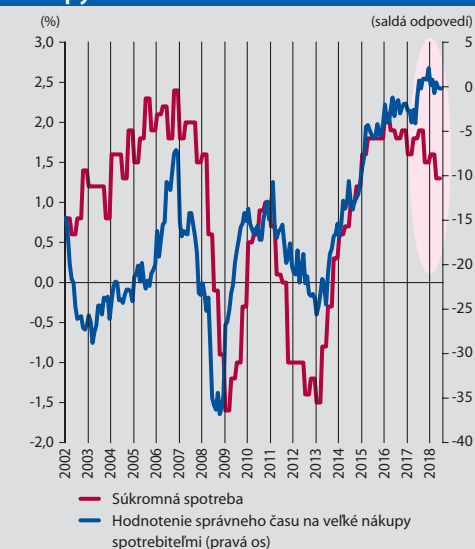


Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

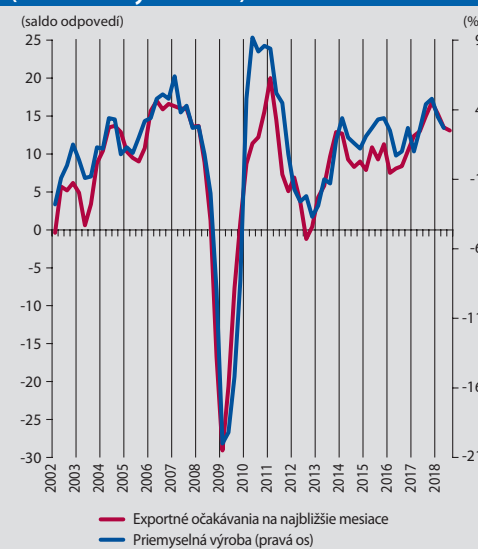
**Graf 3 Menovopolitické sadzby a miera úspor**



Zdroj: Macrobond.

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


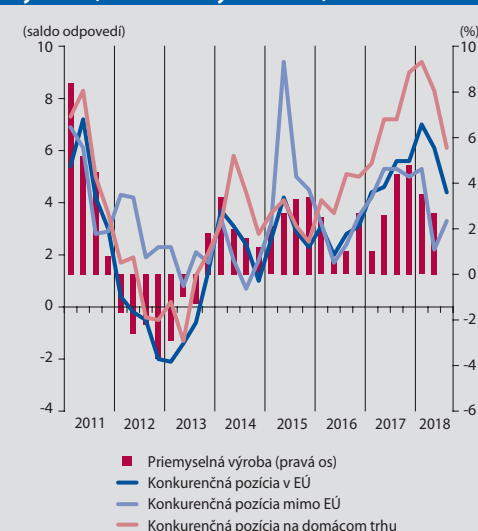
Zdroj: Macrobond.

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


Zdroj: EK, Eurostat a výpočty NBS.

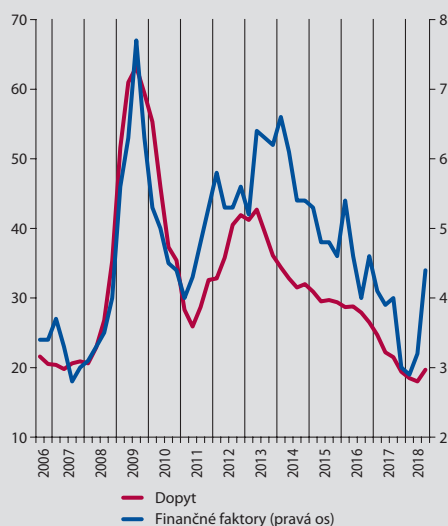
V 3. štvrťroku respondenti z odvetvia priemyslu druhýkrát za sebou vykázali zhoršenie konkurenčnej pozície na domácich trhoch aj trhoch EÚ. Hodnotenie konkurenčnej pozície sa však aj naďalej nachádza na relatívne priaznivých úrovniach a pravdepodobne signalizuje posun k niž-

ším dynamikám ekonomiky v porovnaní s rokom 2017. Po výraznom prepade hodnotenia konkurenčnej pozície na trhoch mimo EÚ v 2. štvrťroku došlo v 3. štvrťroku k jeho miernemu posilneniu, pravdepodobne v dôsledku zníženia napätia v obchodných vzťahoch medzi USA a EÚ koncom júla. Oslabenie konkurenčnej pozície sa premietlo aj do poklesu exportných očakávaní, čo rovnako naznačuje posun k nižším dynamikám priemyslu.

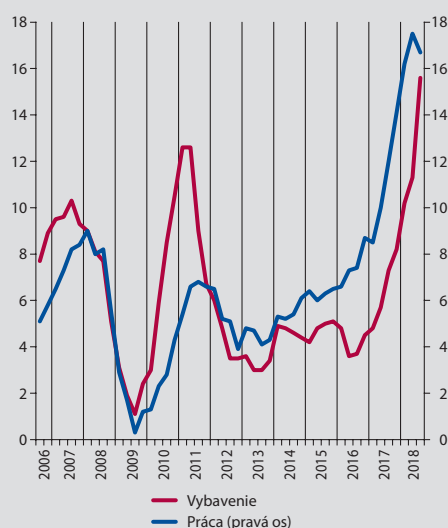
**Graf 5 Hodnotenie konkurencieschopnosti v priemysle (saldo odpovedí) a priemyselná výroba (medziročný rast v %)**


Zdroj: EK, Eurostat a výpočty NBS.

Hodnotenie faktorov obmedzujúcich produkciu v priemysle v 3. štvrťroku, rovnako ako ostatné indikátory, naznačuje zmierňovanie ekonomickej dynamiky. Po šiestich štvrťrokoch sa po prvýkrát mierne zvýšilo hodnotenie dopytu ako faktora obmedzujúceho produkciu a súčasne výraznejšie vzrástlo hodnotenie obmedzení zo strany finančných faktorov. Úroveň obmedzení zo strany dopytu je však aj naďalej mimoriadne nízka a priaznivá pre ekonomickú aktivitu. Mierne pokleslo aj hodnotenie obmedzení zo strany práce. Tie sú však aj naďalej na mimoriadne vysokých úrovniach a dokumentujú pretrvávajúcu priaznivú situáciu pre vývoj zamestnanosti. Naopak, vnímané obmedzenia zo strany vybavenia naďalej rástli a naznačujú potrebu obnovy výrobných zariadení a pokračujúci rast investičného dopytu.

**Graf 7 Faktory limitujúce produkciu v priemysle (%)**


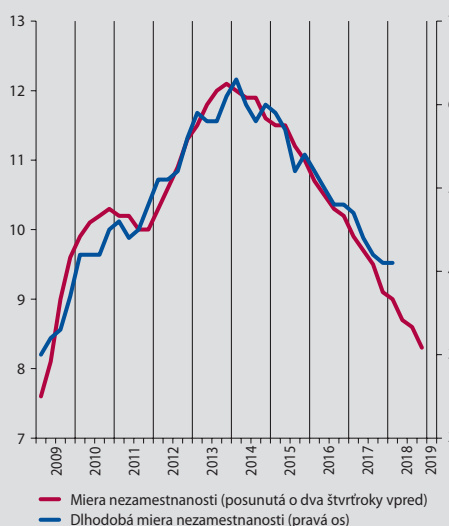
Zdroj: Macrobond.

**Graf 8 Faktory limitujúce produkciu v priemysle (%)**


Zdroj: Macrobond.

Aj v priebehu 2. štvrťroka pretrvávala na trhu práce priaznivá situácia charakterizovaná tendenciou znižovania miery nezamestnanosti. Tá v júni poklesla v porovnaní s marcom o 0,3 percentuálneho bodu na 8,2 % a na tejto úrovni zostala aj v júli. Očakávania rastu budúcej zamestnanosti sa aj naďalej nachádzajú na relatívne vysokých úrovniach, postupne sa však zmierňujú

predovšetkým v priemysle, ale aj maloobchode. Zmiernenie týchto očakávaní môže súvisieť jednak so sťaženou situáciou na trhu práce pri získavaní nových zamestnancov, ale aj neistotou súvisiacou s nárastom protekcionizmu a zhoršeným hodnotením konkurenčnej pozície priemyslu a jeho exportných očakávaní. Naopak, očakávania budúceho vývoja zamestnanosti sú relatívne stabilizované v službách a stavebníctve, keď sa

**Graf 9 Miera nezamestnanosti a dlhodobej nezamestnanosti**


Zdroj: Macrobond.

**Graf 10 Očakávania vývoja zamestnanosti jednotlivými odvetviami (saldá odpovedí)**


Zdroj: Macrobond.

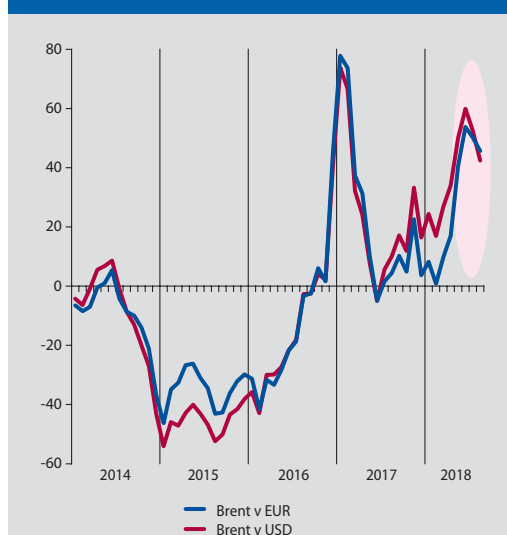
po miernom útlme na prelome štvrtrokov v auguste opäť zvýšili.

Rast spotrebiteľských cien (HICP) sa v priebehu 2. štvrtroka postupne zrýchľoval, ovplyvnený pomerne výrazným zvýšením dynamiky cien energií a v menšej miere aj potravín. Ku koncu 2. štvrtroka sa celková inflácia v porovnaní s koncom 1. štvrtroka zrýchľovala o 0,7 percentuálneho bodu na 2,0 %. Naopak, jadrová inflácia (inflácia bez cien energií a potravín) sa v 2. štvrtroku mierne spomalila o 0,1 percentuálneho bodu na 0,9 %. Spomalenie cenového rastu služieb bolo čiastočne kompenzované zrýchlením inflácie priemyselných tovarov bez energií. V júli sa celková inflácia mierne zvýšila (na 2,1 %), podporená ďalším zrýchlením rastu cien energií, ale aj jadrovej inflácie (na 1,1 %). V auguste sa však cenový vývoj opäť zmiernil a vrátil sa na úroveň 2,0 % predovšetkým ako dôsledok spomalenia jadrovej inflácie (na 1,0 %) a čiastočne aj nepatrného zmiernenia cenového rastu energií.

Dynamika spotrebiteľských cien energií kopírovala vývoj medziročného rastu cien ropy na svetových trhoch. Ten sa začiatkom 2. štvrtroka výraznejšie zrýchľoval a v júni dosahoval v eurovom vyjadrení viac ako 50 %. V nasledujúcich dvoch mesiacoch sa len mierne spomalil. K zrýchleniu rastu cien ropy v eurovom vyjadrení prispelo okrem vývoja ceny komodity aj postupné osla-

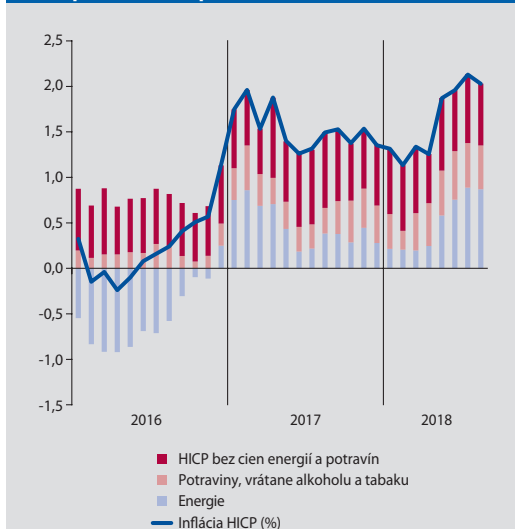
bovanie medziročnej apreciacie eura voči USD. Kým v marci kurz medziročne aprecioval približne o 16 %, v júni to bolo už len 4 % a v auguste sa výmenný kurz medziročne oslabil približne o 2 %. Inflácia cien energií sa tak postupne zrýchľovala z 2,0 % v marci na 8,0 % v júni. Jej zrýchľovanie pokračovalo aj v júli (9,5 %) a v auguste sa len nepatrne spomalila.

**Graf 12 Ceny ropy v EUR a USD (medziročný rast v %)**



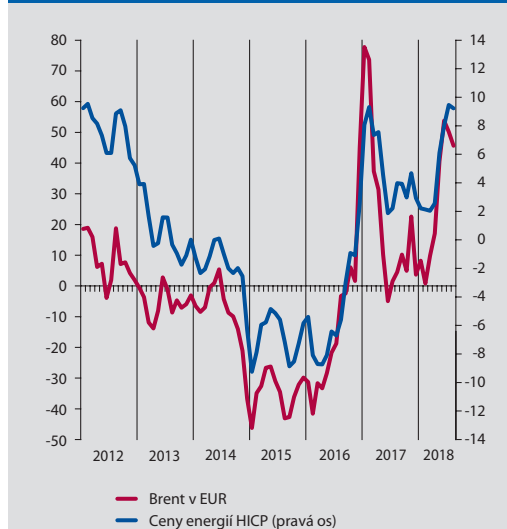
Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

**Graf 11 Medziročná miera celkovej inflácie HICP (%) a príspevky vybraných komponentov (p. b.)**



Zdroj: Macrobond.

**Graf 13 Medziročný rast cien ropy a cien energií v HICP (%)**



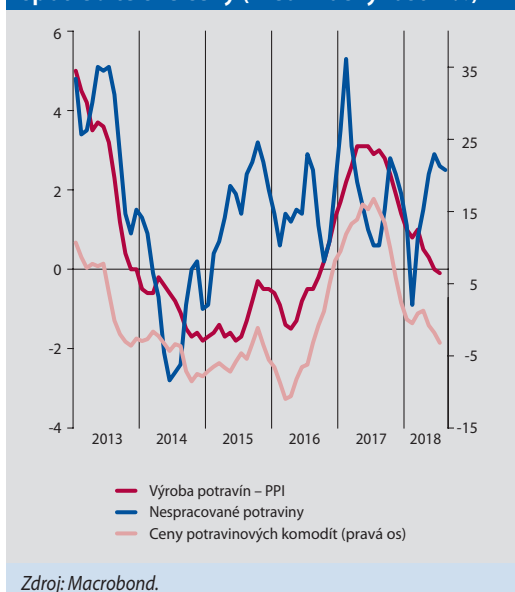
Zdroj: Macrobond a výpočty NBS.

Rast spotrebiteľských cien potravín sa v 2. štvrtroku zrýchlil z 2,1 % v marci na 2,7 % v júni. V nasledujúcich dvoch mesiacoch sa zmiernil na 2,5 %. Dynamika cien potravín bola ovplyvnená protichodným vývojom cien nespracovaných a spracovaných potravín. Na jednej strane sa pomerne výrazne zrýchlil rast cien nespracovaných potravín (z 0,8 % v marci na 2,9 % v júni) najmä

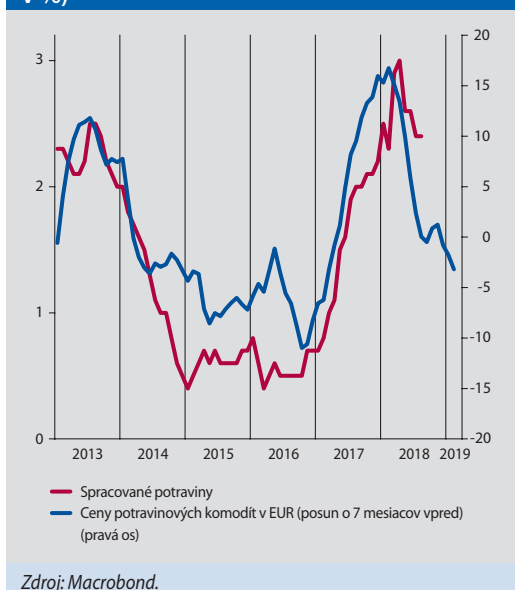
v dôsledku akcelerácie dynamiky cien zeleniny a ovocia. Naopak, inflácia cien spracovaných potravín sa mierne znížila (z 2,9 % v marci na 2,6 % v júni), podporená spomaľovaním medziročného rastu cien potravinových komodít v predchádzajúcom období. V júli a v auguste sa postupne zmiernil rast v oboch potravinových skupinách. Rast cien potravinových komodít sa po prechodnom zrýhlení v apríli v nasledujúcich mesiacoch naďalej zmiernoval a od mája sa zmenil na medziročný pokles. Ceny potravinových komodít by tak aj v nasledujúcom období mali tlmiať pôsobíť na ceny vo výrobe potravín a na ceny spracovaných potravín.

Jadrová inflácia (celková inflácia bez cien energií a potravín) sa v priebehu 2. štvrtroka, napriek zvýšenej volatilite v dôsledku kalendárneho efektu rozdielného načasovania Veľkej noci, výraznejšie nezmenila. Celkovo sa miera jadrovej inflácie v priebehu 2. štvrtroka mierne znížila na 0,9 % (o 0,1 percentuálneho bodu). Rast cien služieb sa ku koncu štvrtroka spomalil v porovnaní s koncom marca o 0,2 percentuálneho bodu na 1,3 %. To bolo čiastočne kompenzované zrýhlením inflácie priemyselných tovarov bez energií na 0,4 % (o 0,2 percentuálneho bodu). V auguste sa jadrová inflácia v porovnaní s koncom 2. štvrtroka nepatrne zvýšila na 1,0 %. Zmierňovanie medziročnej apreciácie nominálneho efektív-

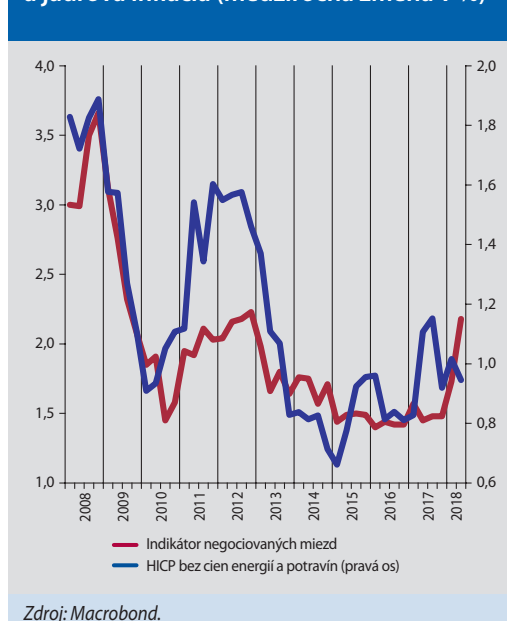
**Graf 14 Ceny potravín: komodity, výroba, spotrebiteľské ceny (medziročný rast v %)**



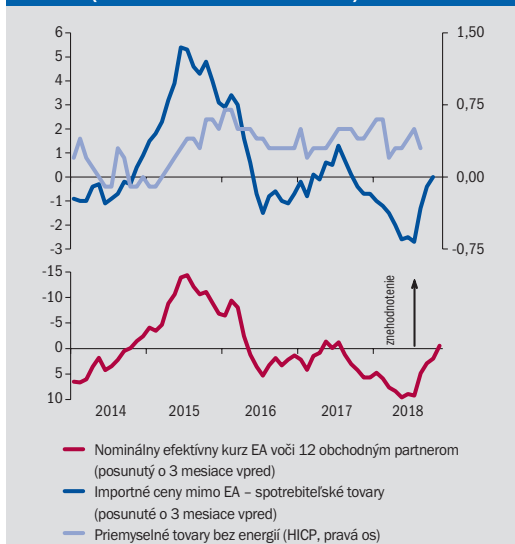
**Graf 15 Ceny potravinových komodít a spracovaných potravín (medziročný rast v %)**



**Graf 16 Indikátor negociovaných miezd a jadrová inflácia (medziročná zmena v %)**

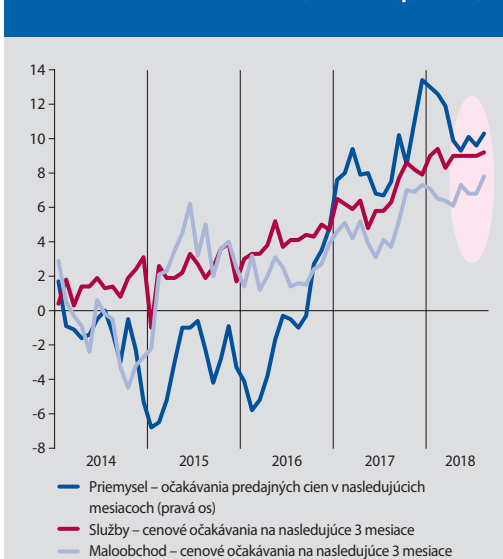




**Graf 17 Ceny priemyselných tovarov bez energií a vývoj nominálneho výmenného kurzu (medziročná zmena v %)**


Zdroj: Macrobond.

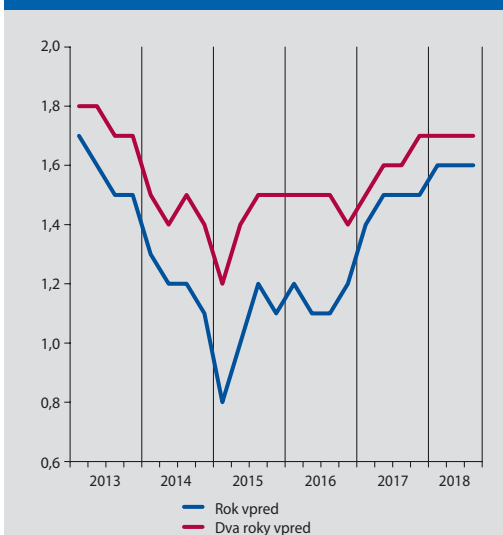
Poznámka: Kladné hodnoty v prípade výmenného kurzu vyjadrujú znehodnotenie eura.

**Graf 18 Cenové očakávania v priemysle, službách a maloobchode (saldá odpovedí)**


Zdroj: Macrobond.

neho výmenného kurzu sa postupne premietalo do spomaľovania medziročného poklesu dovozných cien spotrebiteľských tovarov. Vývoj výmenného kurzu tak môže v nasledujúcich mesiacoch prostredníctvom importných cien podporiť dynamiku cien priemyselných tovarov bez energií. Signály mierneho zrýchľovania mzdového rastu v dôsledku pnutí na trhu práce môžu rovnako podporiť infláciu dopytovo senzitívnych položiek. Medziročná dynamika indikátora negociovaných miezd sa v priebehu prvých dvoch štvrtkov zrýchľila z približne 1,5 % na viac ako 2 %.

Očakávania predajných cien si aj naďalej zachovávajú viac-menej rastový trend. V júli a auguste sa mierne zvyšovali v službách aj maloobchode. Predajné ceny v priemysle sa po výraznejšom poklese očakávaní v priebehu januára až mája v nasledujúcich mesiacoch stabilizovali a dokonca sa nepatrne zvýšili. Očakávania predajných cien tak pravdepodobne reflektujú postupný rast vstupných nákladov súvisiaci s vývojom cien komodít aj situáciou na trhu práce, sprevádzanou náznakmi zrýchľovania mzdového rastu. Inflačné očakávania profesionálnych prognostikov (The ECB Survey of Professional Forecasters) zostali aj v 3. štvrtroku nezmenené.

**Graf 19 Cenové očakávania – ECB Survey of Professional Forecasters – HICP inflácia**


Zdroj: Macrobond.

Rada guvernérov na svojich zasadnutiach od marca do septembra rozhodla, že úroková sadzba hlavných refinančných operácií a úrokové sadzby jednodňových refinančných a sterilizačných operácií zostanú nezmenené na úrovni 0,00 %, 0,25 %, resp. -0,40 %. Rada guvernérov očakáva, že kľúčové úrokové sadzby ECB zоста-



nú na súčasnej úrovni minimálne do leta 2019, v každom prípade tak dlho, ako bude potrebné na zabezpečenie pokračovania trvalého vývoja inflácie smerom k úrovni nižšej, ale blízko 2 % v strednodobom horizonte.

V prípade neštandardných opatrení menovej politiky bude Rada guvernérov až do konca septembra 2018 pokračovať v rámci nákupu aktív v čistom nákupe súčasným tempom 30 mld. €, ktoré bolo stanovené od januára 2018. Následne sa od októbra do decembra 2018 tempo mesač-

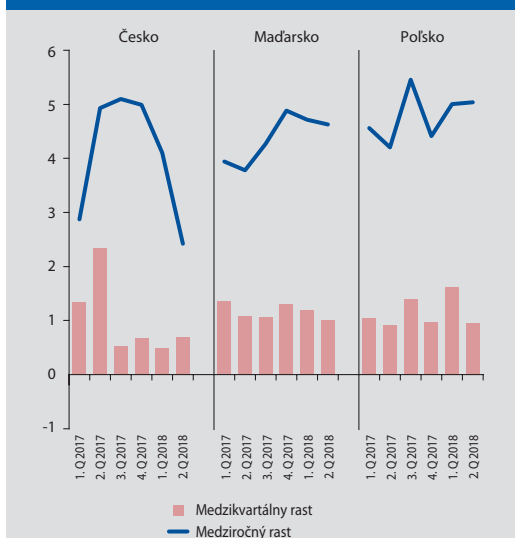
ného čistého nákupu zníži na 15 mld. €. V závislosti od údajov potvrdzujúcich výhľad vývoja inflácie v strednodobom horizonte sa následne predpokladá ukončenie čistých nákupov. Zároveň má Rada guvernérov v úmysle pokračovať v reinvestovaní istiny zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív aj po skončení čistého nákupu aktív, a to počas dlhšieho obdobia, v každom prípade však dovtedy, kým to bude potrebné na zachovanie priaznivého stavu likvidity a výraznej miery menovej akomodácie.

## 5 VÝVOJ V ČESKEJ REPUBLIKE, MAĎARSKU A POĽSKU

V 2. štvrtroku 2018 spomedzi sledovaných ekonomík zaznamenali spomalenie ekonomického rastu na medziročnej báze česká ekonomika

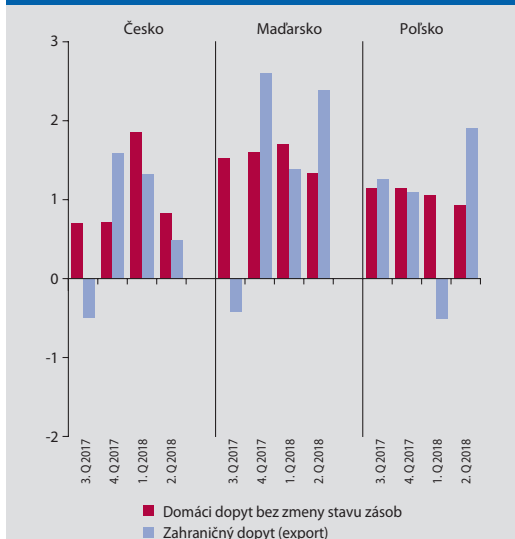
o 1,7 percentuálneho bodu na 2,4 % a maďarská ekonomika o 0,1 percentuálneho bodu na 4,6 %. Tempo rastu poľskej ekonomiky sa oproti 1. štvrtroku nezmenilo.

Graf 20 Rast HDP (%)



Zdroj: Eurostat.

Graf 21 Príspevky k medzištvrtročnému rastu HDP (p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

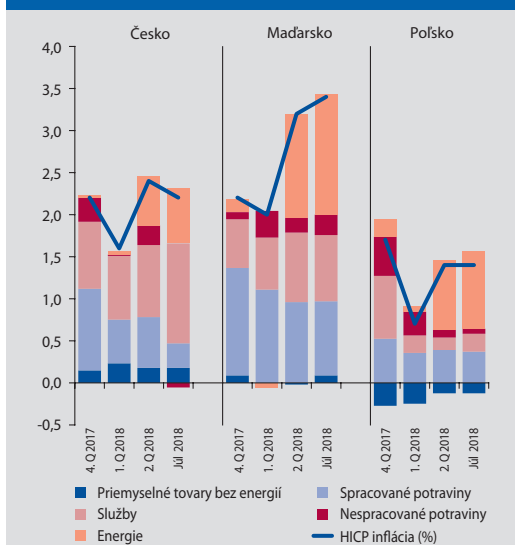
V medzištvrtročnom vyjadrení v 2. štvrtroku 2018 v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom zrýchlila tempo rastu iba česká ekonomika – o 0,2 percentuálneho bodu na 0,7 %. Maďarská aj poľská ekonomika sa spomalili, o 0,2 percentuálneho bodu na 1,0 %, resp. o 0,6 percentuálneho bodu na 1,0 %. K vyššej dynamike českej ekonomiky prispel čistý export, ktorého tlmiaci efekt sa v tomto štvrtroku zmenil na prorastový. Stagnovala konečná spotreba verejnej správy. Ostatné zložky (spotreba domácností, investície a zmena stavu zásob) pôsobili prorastovo, avšak v menšej miere ako v minulom štvrtroku. V Maďarsku sa tempo ekonomického rastu mierne spomalilo najmä v dôsledku slabšieho investičného dopytu a aj výraznejšieho poklesu zásob. Pôsobenie súkromnej spotreby sa nezmenilo, tlmiaci efekt spotreby verejnej správy sa zmenil na neutrálny. Príspevok čistého exportu sa z tlmiaceho zmenil na prorastový. V Poľsku sa ekonomický rast spomalil predovšetkým vplyvom výraznejšieho poklesu stavu zásob a pomalšieho rastu investícií. Výrazne pozitívne na dynamiku ekonomického rastu vplýval čistý export – zaznamenal výraznejšie zrýchlenie v porovnaní s importom. Mierne pozitívnejšie pôsobila súkromná spotreba aj spotreba verejnej správy.

Koncom 2. štvrtroka 2018 sa v porovnaní s koncom predchádzajúceho štvrtroka medziročný rast spotrebiteľských cien zrýchlil vo všetkých sledovaných ekonomikách – v Českej republike o 0,8 percentuálneho bodu na 2,4 %, v Maďarsku takisto o 1,2 percentuálneho bodu na 3,2 % a v Poľsku o 0,7 percentuálneho bodu na 1,4 %. K zrýchleniu tempa rastu spotrebiteľských cien v Českej republike prispeli najmä ceny energií, v menšej miere ceny potravín (spracovaných aj nespracovaných) a ceny služieb. Rast cien priemyselných tovarov bez energií sa viac-menej nezmenil. V júli 2018 sa v porovnaní s koncom

2. štvrťroka celková inflácia v Českej republike mierne spomalila, k čomu prispeli predovšetkým ceny potravín, najmä nespracovaných. V **Maďarsku** sa medziročný rast spotrebiteľských cien v priebehu 2. štvrťroka takisto zrýchlil. Hlavným dôvodom boli ceny energií a v menšej miere ceny služieb. Naopak, spomalil sa rast cien spracovaných aj nespracovaných potravín. Ceny priemyselných tovarov bez energií medziročne naďalej stagnovali. V júli 2018 sa celková inflácia v Maďarsku ešte mierne zrýchlila, k čomu aj naďalej najviac prispievali ceny energií a v menšej miere aj ceny priemyselných tovarov bez energií. V **Poľsku** sa v priebehu 2. štvrťroka rast celkových spotrebiteľských cien zrýchlil. K takémuto vývoju prispeli, podobne ako v ostatných sledovaných ekonomikách, ceny energií. Infláciu naďalej tlmila záporná dynamika cien priemyselných tovarov bez energií, avšak miernejšie oproti koncu 1. štvrťroka 2018. Výraznejšie sa spomalil rast cien nespracovaných potravín a miernejšie cien služieb. V júli 2018 si celkové spotrebiteľské ceny v Poľsku zachovali rovnaké tempo rastu ako na konci 2. štvrťroka.

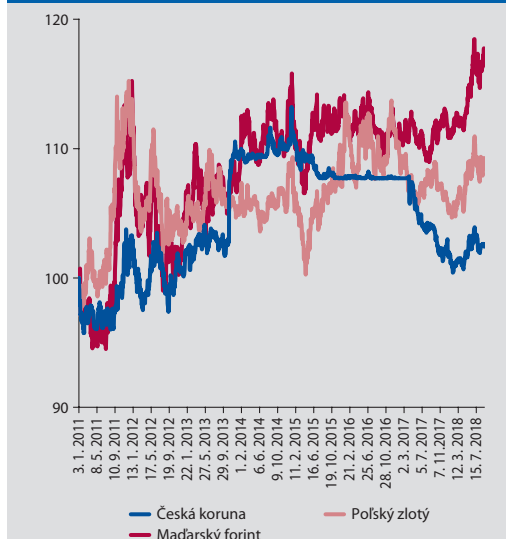
Na konci 2. štvrťroka 2018 sa v porovnaní s koncom predchádzajúceho štvrťroka voči euru oslabili všetky sledované meny – česká koruna o 2,34 %, maďarský forint o 5,65 % a poľský zlotý o 3,86 %.

Graf 22 Príspevky k HICP inflácii (p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

Graf 23 Indexy kurzov mien V4 voči euru (3. 1. 2011 = 100)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

Poznámka: Pokles hodnoty predstavuje apreciaciu.

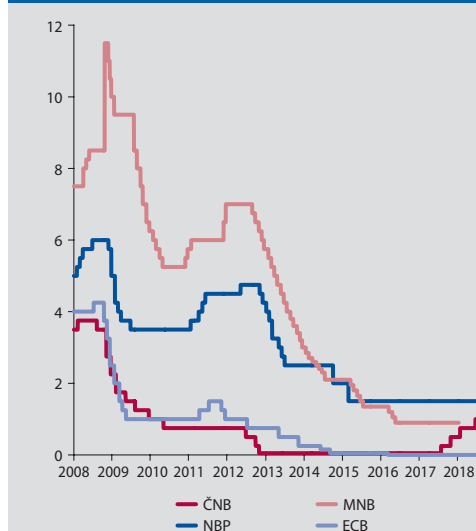
Po volatilnom vývoji výmenných kurzov sledovaných mien v 1. štvrťroku 2018, ktorý nebol charakteristický jednoznačným trendom, zaznamenali meny stredoeurópskeho regiónu v 2. štvrťroku 2018 výrazne depreciačný trend. Tento vývoj ovplyvnila predovšetkým averzia investorov k riziku na finančných trhoch, čo sa prejavilo najmä orientáciou na dolárové aktíva. Investičné riziko ovplyvňovali očakávania trhu v oblasti menovej politiky hlavných svetových centrálnych bánk (divergentný vývoj, keď FED pokračoval v sprísňovaní menovej politiky zvýšením sadzieb na júnovom zasadnutí a ECB zotrvala pri uvoľnenej menovej politike, hoci v znižujúcom sa rozsahu), ale aj hrozby obchodnej vojny v dôsledku zavedenia protekcionistických opatrení vo svetovom obchode či geopolitické dôvody vyplývajúce z výsledkov volieb v Taliansku. Neskôr sa k dôvodom ovplyvňujúcim vývoj kurzov rozvíjajúcich sa ekonomik pridali aj turbulencie na finančných trhoch v Turecku. ČNB dokonca na svojom zasadnutí v júni a následne aj v auguste vyhodnotila slabšie úrovne výmenného kurzu koruny za poskytujúce priestor na sprísnenie menovopolitických podmienok prostredníctvom úrokovej zložky.

V 2. štvrťroku 2018 spomedzi sledovaných krajín iba česká centrálna banka pristúpila k zmene

menovopolitických podmienok prostredníctvom úrokových sadzieb. **Česká národní banka** rozhodla o zvýšení svojej hlavnej úrokovej sadzby (limitnej úrokovej sadzby na dvojtyždňové repo operácie) o 0,25 percentuálneho bodu na 1,00 % s účinnosťou od 28. 6. 2018. Zároveň zvýšila aj lombardnú sadzbu o 0,50 percentuálneho bodu na 2,00 %, diskontnú sadzbu ponechala na nezmenenej úrovni 0,05 %. ČNB sa vo februárovej prognóze vrátila k zverejňovaniu trajektórie výmenného kurzu, čo sa však nedá interpretovať ako záväzok, ale iba ako premenná, podmienená predpokladmi prognózy. V zdôvodnení svojho rozhodnutia v júni tak centrálna banka skonštatovala, že práve slabšie úrovne výmenného kurzu vytvárajú priestor na sprísnenie menových podmienok prostredníctvom úrokovej zložky. To umožňuje realizovať ďalší krok k normalizácii menovej politiky a tiež podporiť dosiahnutie cieľa finančnej stability. K ďalšiemu zvýšeniu úrokových sadzieb došlo aj v auguste po prerokovaní novej prognózy. **Magyar Nemzeti Bank** v 2. štvrtroku 2018 ponechala svoje úrokové sadzby na nezmenenej úrovni – základnú úrokovú sadzbu, jednoduchú kolateralizovanú refinančnú sadzbu aj týždňovú kolateralizovanú refinančnú sadzbu na 0,9 % a jednoduchú depozitnú sadzbu na -0,15 %. Pri svojom rozhodnutí opäť potvrdila, že ponechanie úrokových sadzieb na nezmenenej úrovni a pokračovanie v realizácii uvoľnených menových podmienok (aj prostredníctvom neštandardných menových nástrojov) dlhšie časové obdobie je predpokladom na dosiahnutie inflačného cieľa (od polovice roku 2019) udržateľným spôsobom. MNB aj naďalej limituje objem akceptovaných vkladov bánk z tendrov pre trojmesačné depozity vo výške 75 mld. HUF aj v 2. štvrtroku 2018. Maďarská centrálna banka zároveň stanovila celkový objem vytesnenej likvidity pre 2. štvrt-

rok 2018 vo výške 400-600 mld. HUF. MNB pokračovala v realizácii neštandardných opatrení menovej politiky – i) nepodmienené úrokové swapy so splatnosťou 5 alebo 10 rokov (v objeme 600 mld. HUF na 1. polrok 2018) a ii) cieľný program nákupu hypotekárnych dlhopisov so splatnosťou 3 a viac rokov. **Narodowy Bank Polski** v 2. štvrtroku 2018 takisto ponechal svoje menovopolitické podmienky nezmenené (referenčná úroková sadzba na úrovni 1,5 % s účinnosťou od 5. 3. 2015). Centrálna banka konštatovala, že podľa dostupných informácií by inflácia v horizonte prognózy mala zostať v blízkosti inflačného cieľa. Súčasnú úroveň úrokových sadzieb tak považuje NBP, na základe dostupných dát a prognóz, za podporujúcu udržateľný hospodársky rast a makroekonomickú rovnováhu.

Graf 24 Kľúčové sadzby NCB krajín V4 (%)



Zdroj: Národné centrálné banky a ECB.



## PREHĽAD PREDIKCIÍ RASTU HDP VYBRANÝCH INŠTITÚCIÍ

Tab. 1 Globálna ekonomika

|                   | Zverejnenie    | 2017 |        | 2018 |        | 2019 |        | 2020 |     |
|-------------------|----------------|------|--------|------|--------|------|--------|------|-----|
| MMF               | júl 2018       | 3,7  | (-0,1) | 3,9  | (=)    | 3,9  | (=)    | -    | -   |
| OECD              | máj 2018       | 3,7  | (=)    | 3,8  | (-0,1) | 3,9  | (=)    | -    | -   |
| EK <sup>1)</sup>  | júl 2018       | 3,9  | (=)    | 4,2  | (=)    | 4,1  | (-0,1) | -    | -   |
| ECB <sup>2)</sup> | september 2018 | 3,8  | (=)    | 3,9  | (-0,1) | 3,7  | (-0,2) | 3,7  | (=) |

Tab. 2 USA

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

Tab. 3 Eurozóna

|      | Zverejnenie    | 2017 |       | 2018 |        | 2019 |        | 2020 |     |
|------|----------------|------|-------|------|--------|------|--------|------|-----|
| MMF  | júl 2018       | 2,4  | (0,1) | 2,2  | (-0,2) | 1,9  | (-0,1) | -    | -   |
| OECD | máj 2018       | 2,6  | (0,1) | 2,2  | (-0,1) | 2,1  | (=)    | -    | -   |
| EK   | júl 2018       | 2,4  | (=)   | 2,1  | (-0,2) | 2,0  | (=)    | -    | -   |
| ECB  | september 2018 | 2,5  | (=)   | 2,0  | (-0,1) | 1,8  | (-0,1) | 1,7  | (=) |

Tab. 4 Česká republika

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

Tab. 5 Maďarsko

|      | Zverejnenie | 2017 |       | 2018 |       | 2019 |       | 2020 |       |
|------|-------------|------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|
| MMF  | apríl 2018  | 4,0  | (0,8) | 3,8  | (0,4) | 3,0  | -     | -    | -     |
| OECD | máj 2018    | 4,0  | (0,1) | 4,4  | (0,8) | 3,6  | (0,8) | -    | -     |
| EK   | júl 2018    | 4,0  | (=)   | 4,0  | (=)   | 3,2  | (=)   | -    | -     |
| MNB  | jún 2018    | 4,0  | (=)   | 4,4  | (0,2) | 3,5  | (0,2) | 2,8  | (0,1) |

Tab. 6 Poľsko

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

1) Rast globálnej ekonomiky bez EÚ.

2) Rast globálnej ekonomiky bez eurozóny.

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

Predikcia MMF z júla 2018 obsahuje len predikcie veľkých ekonomík.

Predikcia EK z júla 2018 obsahuje len predikcie krajín EÚ.