



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 4 / 2015



© Európska centrálna banka 2015

Poštová adresa

European Central Bank
60640 Frankfurt am Main
Germany

Telefón

+49 69 1344 0

Internet

www.ecb.europa.eu

Za zostavenie Ekonomického bulletinu zodpovedá Výkonná rada ECB. Preklad zabezpečujú a zverejňujú národné centrálné banky. Záväzným je pôvodné anglické znenie.

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

Redakčná uzávierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 2. júna 2015.

ISSN 2363-3549 (online)

Katalógové číslo EÚ QB-BP-15-002-SK-N (online)

OBSAH

HOSPODÁRSKY A MENOVÝ VÝVOJ

Stručný prehľad	5
1 Vonkajšie prostredie	7
2 Finančný vývoj	11
3 Hospodárska aktivita	15
4 Ceny a náklady	21
5 Peňažné a úverové agregáty	24
6 Fiškálny vývoj	29

BOXY

Box 1 Rastúci význam hospodárstva Indie	31
Box 2 Najnovší vývoj cien akcií v eurozóne a v Spojených štátoch	34
Box 3 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 28. januára 2015 do 21. apríla 2015	39
Box 4 Najnovší vývoj v krajinách eurozóny s veľkým predkrízovým deficitom bežného účtu	43
Box 5 Monitorovanie prenosu výmenných kurzov do inflácie HICP	46
Box 6 Mimobankové financovanie nefinančných korporácií eurozóny počas krízy	49
Box 7 Správa o starnutí obyvateľstva z roku 2015: aké budú náklady na starnutie v Európe?	52
Box 8 Účinnosť strednodobých rozpočtových cieľov v súvislosti s ukotvením fiškálnych politík	57

ČLÁNKY (sú súčasťou anglickej verzie)

The role of The central bank balance sheet in monetary policy	61
IMF surveillance of the euro area and its member countries	78
Forecasting the price of oil	87

ŠTATISTIKA

51



HOSPODÁRSKY A MENOVÝ VÝVOJ

STRUČNÝ PREHĽAD



Rada guvernérov udržuje stály kurz menovej politiky a dôsledne realizuje všetky svoje menovopolitické rozhodnutia. Nákup aktív v rámci rozšíreného programu nákupu aktív v objeme 60 mld. € za mesiac má prebiehať do konca septembra 2016, resp. dovtedy, kým sa podľa Rady guvernérov neprejaví trvalá zmena vývoja inflácie zodpovedajúca jej cieľu dosiahnuť mieru inflácie na úrovni nižšej, ale blízkej 2 % v strednodobom horizonte. Rada guvernérov bude pri svojom hodnotení postupovať v súlade so svojou stratégiou menovej politiky a bude sa zameriavať na trendy vývoja inflácie, pričom nebude venovať pozornosť prípadným výkyvom nameranej miery inflácie, pokiaľ usúdi, že sú len prechodného rázu a na strednodobý výhľad cenovej stability nemajú žiadny vplyv.

Programy nákupu aktív úspešne napredujú a majú viditeľné pozitívne účinky. Opatrenia menovej politiky prispeli k všeobecnému uvoľneniu finančných podmienok, ktoré sa i naďalej vyznačujú vysokou mierou akomodácie. Inflačné očakávania sa spamätali z nízkej úrovne z polovice januára a úverové podmienky pre domácnosti i podniky sa i naďalej vyvíjajú priaznivo. Vplyv týchto opatrení sa postupne premieta do ekonomiky a bude i naďalej prispievať k zlepšovaniu hospodárskeho výhľadu.

Dynamika rastu peňažnej zásoby i úverová dynamika sa v prostredí veľmi nízkych úrokových sadzieb ďalej oživuje. Menové ukazovatele sa čiastočne vďaka rozšírenému programu nákupu aktív ďalej zlepšujú. Pokračuje aj zrýchľovanie úverovej dynamiky, i napriek tomu, že je stále nevýrazná. V apríli bolo zaznamenané ďalšie spomalenie klesania úverov nefinančným spoločnostiam a ďalšie mierne zrýchlenie rastu úverov domácnostiam. Na tomto vývoji sa podieľal výrazný pokles úrokových sadzieb bankových úverov, ku ktorému dochádza v mnohých krajinách eurozóny od leta 2014, ako aj náznaky zvyšovania ponuky i dopytu po bankových úverov. Aktuálny vývoj celkovo dokazuje, že opatrenia menovej politiky ECB pomáhajú obnoviť riadne fungovanie transmisného mechanizmu menovej politiky a uvoľniť podmienky poskytovania bankových úverov. V tejto súvislosti prieskum bankových úverov z apríla 2015 ukazuje, že uvoľňovanie úverových podmienok prispieva k ďalšiemu oživovaniu úverového rastu, najmä v prípade podnikových úverov. K uvoľneniu úverových podmienok v prvom štvrťroku 2015 prispela i zvýšená konkurencia v bankovom sektore, spolu s nárastom dopytu podnikov po úveroch. Okrem toho, ako potvrdzuje prieskum o prístupe podnikov v eurozóne k financovaniu (SAFE), zlepšenie podmienok na úverom trhu sa netýka len veľkých, ale aj malých a stredných podnikov.

K postupnému oživeniu hospodárskej aktivity a trhu práce v eurozóne prispieva celý rad faktorov. Reálny HDP v prvom štvrťroku 2015 medzištvrťročne stúpol o 0,4 %, po 0,3 % v poslednom štvrťroku 2014. Aktuálne údaje poukazujú na rozširovanie hospodárskeho oživenia, ktoré možno pripísať viacerým faktorom. Opatrenia menovej politiky ECB prispievajú k podstatnému uvoľňovaniu základných podmienok financovania a uľahčujú prístup k úverom, malým a stredným i väčším podnikom. Pokrok dosiahnutý v oblasti rozpočtovej konsolidácie a štrukturálnych reforiem priaznivo ovplyvňuje hospodársky rast. Okrem toho nízke ceny ropy podporujú reálny disponibilný príjem a ziskovosť podnikov, a tým aj súkromnú spotrebu a investičnú aktivitu, zatiaľ čo oslabovanie výmenného kurzu eura stimuluje vývoz. Rozširovaniu oživenia zodpovedá aj ďalšie určité zlepšovanie situácie na trhu práce v eurozóne, o ktorom svedčí postupné klesanie miery nezamestnanosti. Nezamestnanosť v eurozóne ako celku i vo viacerých jednotlivých krajinách však zostáva vysoká.

V nasledujúcom období sa očakáva ďalšie rozširovanie oživenia. Hlavným faktorom zvyšovania hospodárskeho rastu je doteraz súkromná spotreba, ktorá by mala i v nasledujúcom období ťažiť z akcelerácie mzdového rastu a kladného vplyvu poklesu cien energií na reálny disponibilný

prijem. V roku 2015 sa okrem toho očakáva, že významnejšiu úlohu v podpore hospodárskeho oživenia zohrajú podnikové investície, ktoré podporuje rastúci domáci i zahraničný dopyt, potreba modernizácie a reprodukcie starnúcich kapitálových statkov, akomodačné nastavenie menovej politiky a vyššie hrubé prevádzkové zisky. Rast vývozu by mal tiež ťažiť z očakávaného zvyšovania tempa oživenia svetovej hospodárskej aktivity. Oživenie hospodárskej aktivity však zároveň môžu tlmieť nevyhnutné bilančné úpravy vo viacerých sektoroch a pomalé tempo realizácie štrukturálnych reforiem.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2015¹ sa v roku 2015 predpokladá nárast ročného reálneho HDP o 1,5 %, v roku 2016 o 1,9 % a v roku 2017 o 2,0 %. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2015 sa projekcie rastu reálneho HDP v rámci projekčného horizontu v podstate nezmenili. Podľa hodnotenia Rady guvernérov síce riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho vývoja stále zostávajú na strane pomalšieho rastu, ale vzhľadom na jej menovopolitické rozhodnutia, vývoj cien ropy a kurzový vývoj sú vyrovnanejšie.

Klesajúci trend celkovej inflácie sa začiatkom tohto roka podľa všetkého zastavil vzhľadom na odznievanie tlmiacich účinkov predchádzajúceho poklesu cien energií. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v máji 2015 dosiahla 0,3 %, čo predstavovalo nárast z 0,0 % v apríli a z januárového minima -0,6 %. Hlavnou príčinou tohto nárastu je menej záporný príspevok energetickej zložky najmä v dôsledku čiastočného oživenia cien ropy v amerických dolároch, ktoré ešte znásobuje ďalšie znehodnocovanie eura.

V ďalšom priebehu tohto roka sa očakáva nárast miery inflácie, ktorý má pokračovať aj v rokoch 2016 a 2017. Koncom tohto roka sa očakáva, že miera zmeny energetickej zložky sa zvýši v dôsledku bazických efektov spojených s poklesom cien ropy koncom roka 2014. Okrem toho bude tlak na rast inflácie vyvíjať aj slabší výmenný kurz eura. Vzhľadom na očakávané zužovanie produkčnej medzery, ktoré povedie k rýchlejšiemu mzdovému rastu a zvyšovaniu ziskových marží, by malo dochádzať aj k zintenzívňovaniu domácich cenových tlakov.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2015 ročná miera inflácie HICP dosiahne 0,3 % v roku 2015, 1,5 % v roku 2016 a 1,8 % v roku 2017. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2015 boli projekcie inflácie na rok 2015 upravené nahor, pričom projekcie na rok 2016 a 2017 zostávajú nezmenené. Projekcie sú podmienené plnou implementáciou menovopolitických opatrení ECB. Rada guvernérov bude aj naďalej pozorne sledovať riziká ohrozujúce výhľad cenového vývoja v strednodobom horizonte. V tejto súvislosti bude venovať pozornosť predovšetkým prenosu jej menovopolitických opatrení, ako aj geopolitickému vývoju a vývoju výmenného kurzu a cien energií.

Na svojom zasadnutí 3. júna 2015 sa Rada guvernérov na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy a v súlade so signalizáciou budúceho nastavenia menovej politiky rozhodla, že kľúčové úrokové sadzby ECB ponechá na nezmenenej úrovni. Na základe hodnotenia Rady guvernérov je potrebné udržiavať stály kurz menovej politiky. Dôsledná realizácia všetkých opatrení menovej politiky poskytne nevyhnutnú podporu hospodárstvu eurozóny a povedie k trvalému návratu miery inflácie na úroveň nižšiu, ale blízku 2 % v strednodobom horizonte.

¹ Viac informácií v článku „Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu – jún 2015“ zverejnenom 3. júna 2015 na internetovej stránke ECB.

1 VONKAJŠIE PROSTREDIE

Svetové hospodárstvo postupne expanduje, jeho oživenie je však nerovnomerné. Očakáva sa, že výrazný pokles cien ropy zaznamenaný od minulého roka (aj napriek ich aktuálnemu zvýšeniu) podporí globálnu hospodársku aktivitu. Podmienky financovania zostávajú pre rozvoj globálneho hospodárstva taktiež priaznivé. Výhľad vyspelých ekonomík sa zlepšuje vďaka zmierňovaniu prekážok súvisiacich s oddlžovaním a fiškálnou konsolidáciou. Naopak situácia v niektorých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov sa zhoršila a svetový obchod sa spomalil. Globálna inflácia sa znížila v dôsledku poklesu cien ropy a rozsiahle nevyužité kapacity na celom svete by mali brániť zvyšovaniu inflačných tlakov.

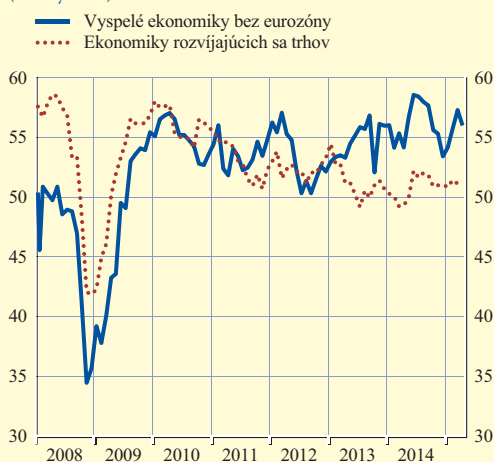
GLOBÁLNA HOSPODÁRSKA AKTIVITA A OBCHOD

Dynamika globálneho rastu sa v prvom štvrťroku 2015 spomalila v dôsledku pretrvávania nerovnomerného tempa expanzie svetového hospodárstva. Priaznivý vplyv pokračujúceho zvyšovania rastu v Japonsku neutralizovalo jeho oslabenie v Spojených štátoch a Spojenom kráľovstve, čo malo za následok zníženie hospodárskeho rastu vyspelých ekonomík. Poľavovanie tempa hospodárskej aktivity v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov bolo ešte výraznejšie. V Číne na rast nepriaznivo vplývalo zníženie investícií najmä v realitnom sektore. V Brazílii a Rusku na hospodársku aktivitu tlmiačo pôsobila veľká miera neistoty, znižujúca sa dôvera a vysoká inflácia. Slabý celosvetový rast na začiatku roka možno čiastočne pripísať na vrub niektorým dočasným faktorom. Konkrétne v Spojených štátoch na hospodársku aktivitu vplývali nepriaznivé poveternostné podmienky a škody spôsobené v prístavoch na západnom pobreží. Ukazovatele z prieskumov však zároveň naznačujú pevné základy vo vývoji globálneho hospodárstva, podľa čoho možno usudzovať, že súčasné oslabenie aktivity je skôr prechodné a nejedná sa o zásadné spomalenie (graf 1).

Napriek určitému zvýšeniu sa ceny ropy pohybujú stále výrazne pod vrcholom dosiahnutým v júni 2014. Z najnižších úrovní zaznamenaných v polovici januára 2015 sa začali mierne zdvíhať najmä v súvislosti so signálmi spomalenia produkcie bridlicovej ropy v Spojených štátoch, ktoré naznačuje nižší počet ropných veží. Zároveň sa začína mierne zvyšovať dopyt po rope. Celosvetová

Graf 1 Globálny kompozitný index PMI pre výrobu

(difúzný index)



Zdroj: Markit.

Poznámka: Posledné údaje sú z apríla 2015. Ekonomiky rozvíjajúce sa trhov zahŕňajú Brazíliu, Čínu, Indiu a Rusko. Medzi vyspelé ekonomiky sú zaradené Japonsko, Spojené štáty a Spojené kráľovstvo.

Graf 2 Spotrebiteľská dôvera v krajinách OECD

(index: dlhodobý priemer = 100; upravený o amplitúdu)



Zdroj: OECD.

Poznámka: Posledné údaje sú z apríla 2015.

ponuka a zásoby ropy však zostávajú veľké, keďže produkcia krajín OPEC naďalej prekračuje cieľové objemy, a na ropnom trhu pretrvávajú vysoká volatilita. Krivka ropných futuritných obchodov naznačuje, že trh v nadchádzajúcich rokoch predpokladá postupný rast cien ropy.

Nižšie ceny ropy by mali podporiť globálny dopyt. Zatiaľ čo klesajúce príjmy z ropy zhoršujú vyhliadky krajín vyvážajúcich ropu, krajiny dovážajúce ropu by z nižších cien mali ťažiť, keďže takýto vývoj vedie k vyššiemu reálnemu príjmu domácností. V konečnom dôsledku by nižšie ceny ropy mali priaznivo podporiť globálny dopyt. Spotrebiteľská dôvera sa vo vyspelých ekonomikách od polovice minulého roka zvyšuje (graf 2).

Podmienky financovania zostávajú pre rozvoj globálneho hospodárstva priaznivé. Podľa očakávaní trhu by v Spojených štátoch a Spojenom kráľovstve malo dôjsť len k veľmi pomalému sprísňovaniu menovej politiky. Naopak Bank of Japan sa zaviazala pokračovať v kvantitatívnom uvoľňovaní. Dezinflačný trend prinútil Čínu, Indiu a niektoré iné krajiny rozvíjajúcich sa trhov uvoľniť menovú politiku. Spomedzi najvýznamnejších ekonomik rozvíjajúcich sa trhov sadzby menovej politiky stúpili len v Brazílii, kde pokles výmenného kurzu viedol k vyšším inflačným tlakom. Vďaka akomodačnej menovej politike boli podmienky globálneho financovania naďalej celkovo priaznivé. Situácia na akciových trhoch je vo všeobecnosti dobrá a ich volatilita je nízka. Po poklese zaznamenanom na začiatku roka sa v posledných týždňoch prudko zvýšili výnosy zo štátnych dlhopisov. Ich úroveň bola vo väčšine vyspelých ekonomik porovnateľná s úrovňami z konca minulého roka. Táto výrazná korekcia však podčiarkuje potenciálne strednodobé riziko ďalšieho značného zvyšovania výnosov dlhopisov z terajších veľmi nízkych úrovní, čo by mohlo mať významný dosah na globálnu ekonomiku.

Výhľad vyspelých ekonomik sa zlepšuje v dôsledku odznievania prekážok, ktoré od finančnej krízy brzdili hospodársku aktivitu. Určitý pokrok sa dosiahol aj v oddlžovaní súkromného sektora, hoci jeho tempo je v jednotlivých krajinách rôzne. Taktiež sa očakáva, že sa vo vyspelých ekonomikách bude tempo fiškálnej konsolidácie v porovnaní s počiatočnými fázami oživovania spomaľovať. Zlepšuje sa tiež situácia na trhu práce, keď zamestnanosť v niektorých krajinách výrazne stúpa, zatiaľ čo miera nezamestnanosti sa znižuje. V neposlednom rade k rozšíreniu a posilneniu investičných aktivít v strednodobom horizonte prispieva lepšia dostupnosť externých finančných zdrojov, zvyšujúci sa rast ziskov a klesajúca neistota.

Výhľad významných vyspelých ekonomik priaznivo pôsobí na celosvetový rast. Očakáva sa, že po určitom spomalení aktivity v prvom štvrťroku sa bude rast v Spojených štátoch počas zvyšku roka zrýchľovať. Vzhľadom na predchádzajúce zhodnotenie efektívneho výmenného kurzu amerického dolára sa spomalí rast vývozu a pokles cien ropy bude tlmiť investície v energetickom sektore. Predpokladá sa však, že hospodársku aktivitu Spojených štátov bude podporovať výraznejšia spotreba domácností vyplývajúca z rastu ich reálnych príjmov v dôsledku nižších cien ropy, ako aj priaznivé finančné podmienky a zlepšujúci sa trh práce a trh nehnuteľností na bývanie. Hospodárska aktivita Japonska sa po prepade spôsobenom zvýšením DPH v apríli minulého roka oživuje, pričom krajina v prvom štvrťroku 2015 zaznamenala prudké zvýšenie rastu. Očakáva sa tiež pozvoľné zvyšovanie aktivity, keďže domácnosti budú profitovať z narastajúcich reálnych príjmov v dôsledku nižších cien ropy a vývoz bude stavať na predchádzajúcom oslabení japonského jenu. V Spojenom kráľovstve sa hospodársky rast v prvom štvrťroku 2015 mierne spomalil. Predpokladá sa však jeho akcelerácia v dôsledku klesajúcich cien energií a rýchlejšieho zvyšovania miezd, čo prispeje k súkromnej spotrebe, zatiaľ čo podnikové investície porastú so silnejúcim dopytom a uvoľňovaním podmienok úverovania.

Naopak výhľad niektorých veľkých ekonomik rozvíjajúcich sa trhov sa zhoršil. V Číne v prvom štvrťroku na rast nepriaznivo vplývalo spomalenie na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie a znižujúca

sa produkcia ťažkého priemyslu. Zatiaľ čo v krátkodobom horizonte k rastu prispieje pokles cien ropy a súčasné menové uvoľňovanie, v dlhodobjšom horizonte sa očakáva spomalenie tempa rastu v súvislosti s plánmi vlády riešiť finančné problémy a makroekonomické nerovnováhy. Výhľad Brazílie sa zhoršil v dôsledku stagnácie rastu, ktorú spôsobili problémy na strane ponuky, domáca nerovnováha, vysoká inflácia, konsolidačné opatrenia a sprísnenie podmienok financovania. Očakáva sa, že Rusko sa v roku 2015 dostane do hlbokej recesie. Napriek tomu, že od marca 2015 došlo k určitému uvoľneniu podmienok financovania, náklady na zabezpečenie finančných prostriedkov zostávajú vysoké. Pretrvávajú značná neistota a slabá podnikateľská dôvera, zatiaľ čo nízke príjmy z predaja ropy pravdepodobne vedú k prudkému poklesu verejných výdavkov.

Výhľad však nie je vo všetkých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov nepriaznivý a najmä krajiny, ktoré sú čistými dovozcami ropy, si podľa prognóz udržia stabilné tempo expanzie.

V krajinách strednej a východnej Európy sa očakáva priaznivý vplyv rastúceho domáceho dopytu a lepších vyhládok eurozóny. Silné tempo rastu by si mali udržať aj niektoré ázijské ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov, keďže nižšie ceny ropy podporujú reálny disponibilný príjem a čiastočne zmierňujú vplyv nižšieho hospodárskeho rastu v Číne. Ako sa uvádza v boxe 1, napredovanie štrukturálnych reforiem v Indii zlepšilo dôveru v krajinu, pričom sa predpokladá, že India sa v tomto roku stane najrýchlejšie rastúcou veľkou ekonomikou na svete.

Pomalšia expanzia v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov spomalila rast svetového obchodu. Údaje o svetovom obchode s tovarmi poukazujú na pokles objemu svetového dovozu tovarov v prvom štvrtroku 2015 medzištvrtročne o 1,6 %. Hoci sa na tomto poklese v značnej miere podieľalo výrazné spomalenie dovozov z Číny, čo môže čiastočne odrážať volatilitu v čase čínskeho nového roku, základný trend podľa všetkého signalizuje pomalšie tempo rastu obchodu. Ukazovatele z prieskumov taktiež naznačujú čiastočne zhoršené krátkodobé vyhládky globálneho obchodu (graf 3). V ďalšom období sa očakáva pomalé tempo oživovania svetového obchodu. V tomto oživení sa odráža predpokladaná expanzia globálnej hospodárskej aktivity a očakávaní, že cyklické oživenie investícií, najmä vo vyspelých ekonomikách, zvýši podiel obchodu na svetovom hospodárskom raste. Zároveň však svetový obchod v posledných rokoch ovplyvňujú štrukturálne faktory, keď firmy obmedzili komplexnosť a dĺžku ponukových reťazcov, takže globálne hodnotové reťazce už nepodporujú expanziu svetového obchodu v takom rozsahu ako v minulosti. Miera expanzie globálneho obchodu preto v nadchádzajúcich rokoch zrejme nebude taká ako v predchádzajúcich dekádach.

Krátkodobé globálne oživenie bude pravdepodobne vo všeobecnosti pomalšie, ako sa pôvodne očakávalo. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z júna 2015 sa ročná miera rastu reálneho HDP sveta (okrem eurozóny) bude postupne zrýchľovať z 3,4 % v roku 2015 na tesne nad 4 % v roku 2016 a 2017. Zahraničný dopyt eurozóny by sa mal zvýšiť z 2,2 % predpokladaných v roku 2015 približne na 5 % do roku 2017. V porovnaní s marcovými projekciami sa očakávaný

Graf 3 Objem svetového obchodu s tovarom

(medzištvrtročná percentuálna zmena; ľavá os: príspevok v p.b.; pravá os: difúzný index)



Zdroj: Markit, CPB a výpočty ECB.

Poznámka: Najnovšie údaje o PMI sú z mája 2015 a o svetovom obchode z marca 2015.

rast a zahraničný dopyt upravili smerom nadol. Tieto úpravy odrážajú horší krátkodobý výhľad niektorých krajín a pomalší rast niektorých ekonomík rozvíjajúcich sa trhov v ďalšom období.

Pretrvávajú riziká pomalšieho tempa rastu svetového obchodu a hospodárskej aktivity.

Na jednej strane by mohol byť vplyv nižších cien ropy na globálny výhľad hospodárskeho rastu väčší, ako sa predpokladalo v projekciách odborníkov Eurosystemu z júna 2015. Na druhej strane trhy naďalej očakávajú, že tempo zvyšovania úrokových sadzieb v Spojených štátoch bude pomalšie, ako sa predpokladá v najnovších prognózach výboru FOMC. Ak by bola normalizácia menovej politiky rýchlejšia, ako očakávajú trhy, mohlo by to viesť k zhoršeniu vo vnímaní rizika. Cyklické a štrukturálne prekážky v krajinách rozvíjajúcich sa trhov, ktoré v posledných mesiacoch obmedzovali hospodársku aktivitu, by mohli mať výraznejší a dlhšie trvajúci vplyv, ako sa v súčasnosti predpokladá.

Značný nárast úverov a miery zadlženia v Číne predstavuje riziko zhoršenia finančnej stability. Na hospodársky výhľad naďalej nepriaznivo pôsobí aj geopolitické riziko, pričom reeskalácia napätia medzi Ruskom a Ukrajinou by mala negatívny dosah na globálny rast.

VÝVOJ GLOBÁLNYCH CIEN

Globálna inflácia zostáva vzhľadom na nízke ceny energií nevýrazná. Od poklesu v polovici minulého roka je vývoj ročnej miery inflácie v krajinách OECD tlmený, pričom v apríli 2015 sa pohybovala na úrovni 0,4 %. Hoci sa zároveň v apríli znížila ročná miera inflácie bez cien potravín a energií, zostáva stabilnejšia, čo naznačuje, že celkové deflačné tlaky sú naďalej miernejšie. Pokiaľ ide o infláciu mimo krajín OECD, jej nízka úroveň sa udržala v Číne a Indii. Naopak v Brazílii a Rusku pretrvávajú zvýšená miera inflácie, keďže znehodnotenie ich mien viedlo k zvýšeniu cien dovozov (graf 4).

V budúcnosti sa očakáva postupné zvyšovanie inflácie. Predpokladá sa, že nedávne zníženie cien komodít v krátkodobom horizonte prispeje k nízkej globálnej inflácii. Po odznení týchto oneskorených vplyvov sa však očakáva rast inflácie. Následne by predpokladané zvýšenie svetovej hospodárskej aktivity malo viesť k zníženiu nevyužitých kapacít. Okrem toho krivka ropných futurít, rovnako ako futurít na neropné komodity, naznačuje postupné zvyšovanie cien v nadchádzajúcich rokoch.

Graf 4 Inflácia v krajinách OECD a vybraných krajinách rozvíjajúcich sa trhov

(medziročná percentuálna zmena)



Zdroj: Národné údaje a OECD.

Poznámka: Najnovšie údaje sú z apríla 2015.

2 FINANČNÝ VÝVOJ

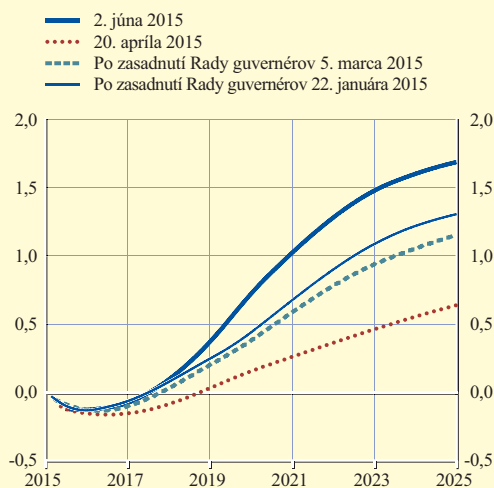
Po dosiahnutí historického minima približne v polovici apríla sa výnosy dlhodobých dlhopisov s ratingom AAA koncom júna vrátili na úrovne, ktoré sa zaznamenali v januári približne v čase oznámenia rozšírenia programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP). Z dlhodobého hľadiska však zostali výnosy väčšiny štátnych dlhopisov na veľmi nízkych úrovniach v celom spektre splatností. Ostatné finančné aktíva boli výrazne ovplyvnené vývojom na trhoch štátnych dlhopisov, keď výnosy podnikových dlhopisov kopírovali výnosy štátnych dlhopisov a výkonnosť akciových trhov eurozóny úzko odrážala pokles a následný nárast výnosov eurozóny. Efektívny výmenný kurz eura zostal počas niekoľkých uplynulých mesiacov vo všeobecnosti stabilný.

Po dosiahnutí historického minima približne v polovici apríla sa výnosy dlhodobých dlhopisov s ratingom AAA koncom júna vrátili na úrovne, ktoré sa zaznamenali v januári približne v čase oznámenia rozšírenia programu APP. V prvej polovici sledovaného obdobia, to znamená od začiatku marca do polovice apríla, došlo k ďalšiemu výraznému zníženiu výnosov v celej eurozóne. Počas tohto obdobia poklesla desaťročná forwardová sadzba EONIA o približne 50 bázických bodov (graf 5) a dosiahla tak nové historické minimum na úrovni 0,65 %. V druhej polovici sledovaného obdobia, od polovice apríla do začiatku júna, sa tento pokles výnosov viac ako kompenzoval, pričom desaťročná forwardová sadzba EONIA sa zvýšila o približne 1,70 %. Keďže krátke splatnosti zostali ukotvené na úrovni úrokovej sadzby ECB pre jednoduché sterilizačné operácie, -0,20 %, sklon výnosovej krivky bol podstatne strmší. Vo všeobecnosti podobný vývoj sa zaznamenal aj pri nemeckých štátnych dlhopisoch, pričom výnosy desaťročných nemeckých štátnych dlhopisov poklesli do polovice apríla takmer na nulu a výnosy tridsaťročných dlhopisov na približne 50 bázických bodov (graf 6). a Do konca júna sa výnosy v oboch prípadoch zotavili a zvýšili sa na podobné úrovne ako v januári, približne v čase oznámenia APP.

Z dlhodobého hľadiska však zostali výnosy väčšiny štátnych dlhopisov v eurozóne na veľmi nízkych úrovniach v celom spektre splatností, odrážajúc tak akomodatívnu menovú politiku ECB (vrátane programu nákupu dlhopisov verejného sektora (public sector purchase program

Graf 5 Forwardová krivka EONIA

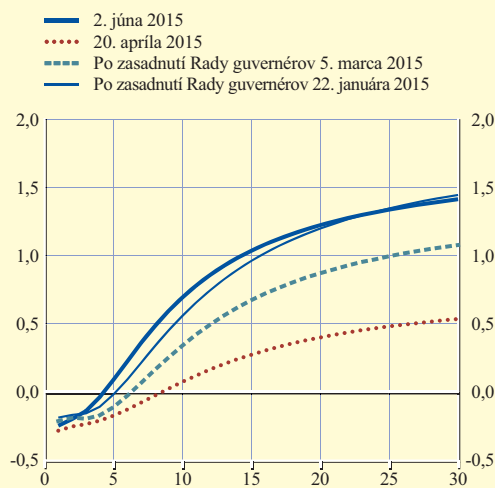
(v % p. a.)



Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Graf 6 Výnosová krivka s nulovým kupónom pre Nemecko

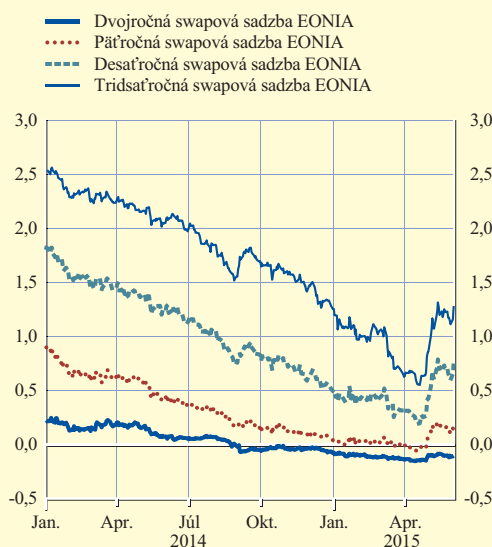
(v % p. a.)



Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Graf 7 Swapové sadzby EONIA

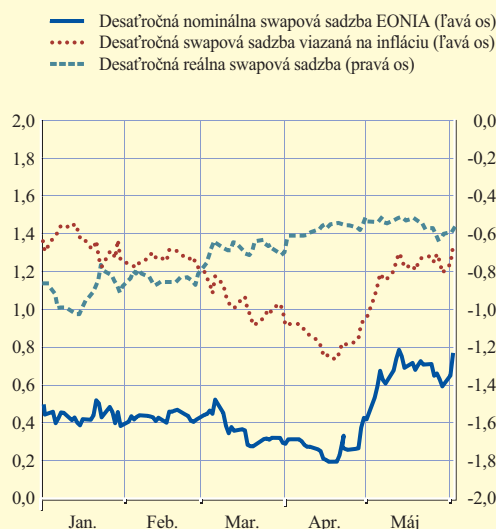
(v % p. a.)



Zdroj: Bloomberg.
Poznámka: Posledné údaje sú z 2. júna 2015.

Graf 8 Desaťročné reálne, nominálne a na infláciu viazané swapové sadzby eurozóny

(v % p. a.)



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.
Poznámka: Desaťročná reálna swapová sadzba je odvodená z desaťročnej swapovej sadzby EONIA a desaťročnej swapovej sadzby viazanej na infláciu. Posledné údaje sú z 2. júna 2015.

– PSPP)). Skutočnosť, že trhy vo všeobecnosti očakávali program PSPP už pred jeho oznámením, znamenala, že k významným zmenám výnosov ešte pred začiatkom nákupu dlhopisov nedošlo a dlhodobšie swapové sadzby EONIA poklesli od konca augusta 2014 do oznámenia programu v januári až na 50 základných bodov (graf 7). Volatilita výnosov v eurozóne po začatí nákupov v rámci programu PSPP pravdepodobne odráža kombináciu viacerých faktorov, vrátane niekoľkých prekvapivo pozitívnych správ v prvej polovici sledovaného obdobia o ekonomike eurozóny, technických faktorov trhu (napríklad tlak na strane ponuky a nízka likvidita trhu) a procesu postupného učenia, keď sa trh prispôboval rozsiahlemu nákupu dlhopisov verejného sektora Eurosystemom. Od začiatku nákupu v rámci programu PSPP dňa 9. marca do konca mája Eurosystem nakúpil dlhopisy verejného sektora vo výške 147 mld. € s priemernou splatnosťou o niečo viac ako osem rokov.

Nedávna volatilita výnosov súvisela najmä s volatilitou reálnych úrokových sadzieb. Dekompozícia zmien desaťročných swapových sadzieb EONIA ukazuje, že volatilita bola spôsobená prevažne zmenami reálnych sadzieb, pričom swapová sadzba viazaná na infláciu bola relatívne stabilná (graf 8). Viac informácií o inflačných očakávaniach je v časti 4 Ceny a náklady.

Krajiny eurozóny s nižšími sadzbami zaznamenali počas sledovaného obdobia rozširovanie spreadov výnosov voči výnosom nemeckých dlhopisov. Toto rozširovanie bolo spôsobené najmä neistotou spojenou s prístupom Grécka k financiám a zvýšenou aktivitou v oblasti vydávania dlhových cenných papierov s dlhšími splatnosťami v niektorých krajinách. Spread výnosov desaťročných dlhopisov sa rozšíril o približne 40 základných bodov v Španielsku a Taliansku a o približne 60 základných bodov v Portugalsku. Z dlhodobého hľadiska však došlo k významnému a relatívne stabilnému zblížovaniu výnosov štátnych dlhopisov v celej eurozóne (s výnimkou Grécka), po vysokých hodnotách, ktoré sa zaznamenali v júli 2012.

Vo väčšine krajín vývoj spreadov aktív ostatných tried nakupovaných v rámci APP – ktorý zahŕňa kryté dlhopisy a cenné papiere kryté aktívami – kopíroval vývoj štátnych dlhopisov s vysokým ratingom. V niektorých krajinách však mala vplyv neistota spojená s prístupom Grécka k financiám vplyv aj na kryté dlhopisy a cenné papiere kryté aktívami, čo viedlo k rozšíreniu spreadov krytých dlhopisov a zvýšeniu diskontných marží cenných papierov krytých aktívami.

Vývoj podnikových dlhopisov a akcií bol ovplyvnený najmä vývojom na trhoch štátnych dlhopisov. Výnosy podnikových dlhopisov (tak finančných, ako aj nefinančných emitentov) v prvej polovici sledovaného obdobia klesali; potom v druhej polovici rástli (graf 9), odrážajúc tak vývoj na trhoch štátnych dlhopisov. Podobne bola aj výkonnosť akciového trhu eurozóny v prvej polovici sledovaného obdobia podstatne vyššia, pričom široký index akciových cien Euro Stoxx sa v polovici apríla zvýšil o 7 %. Táto vysoká výkonnosť prebiehala súčasne s poklesom výnosov štátnych dlhopisov eurozóny, čo viedlo k poklesu očakávaných budúcich nákladov na financovanie a k zvýšeniu diskontovanej hodnoty očakávaných budúcich ziskov podnikov. Po opätovnom zvýšení výnosov štátnych dlhopisov sa väčšina ziskov akciových trhov vrátila na pôvodnú úroveň, pričom index cien akcií Euro Stoxx sa počas sledovaného obdobia zvýšil o menej ako 1 %. Index cien akcií Standard and Poor's 500 v Spojených štátoch sa v tom istom období nezmenil. Výnosy akcií v Spojených štátoch už dlhšiu dobu rástli rýchlejšie ako na akciových trhoch v eurozóne (box 2).

Výkonnosť finančných a nefinančných akcií eurozóny bola v sledovanom období vo všeobecnosti vyrovnaná. Od začiatku roka 2014 bola v eurozóne výkonnosť akcií nefinančných spoločností výrazne lepšia ako v prípade finančných spoločností (graf 10), zatiaľ čo v Spojených štátoch bola výkonnosť akcií finančných a nefinančných spoločností rovnako pozitívna.

Graf 9 Výnosy podnikových dlhopisov v eurozóne

(v % p. a.)

— Finančné spoločnosti
- - - Nefinančné spoločnosti

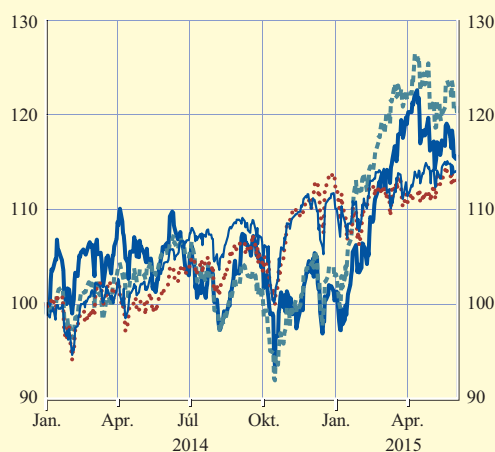


Zdroje: iBoxx a ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z 2. júna 2015.

Graf 10 Indexy cien akcií finančného a nefinančného sektora

(1. január 2014 = 100)

— Finančné spoločnosti eurozóny
- - - Finančné spoločnosti Spojených štátov
- - - Nefinančné spoločnosti eurozóny
— Nefinančné spoločnosti Spojených štátov



Zdroje: Thomson Reuters.
Poznámka: Podľa trhových indexov DataStream. Posledné údaje sú z 2. júna 2015.

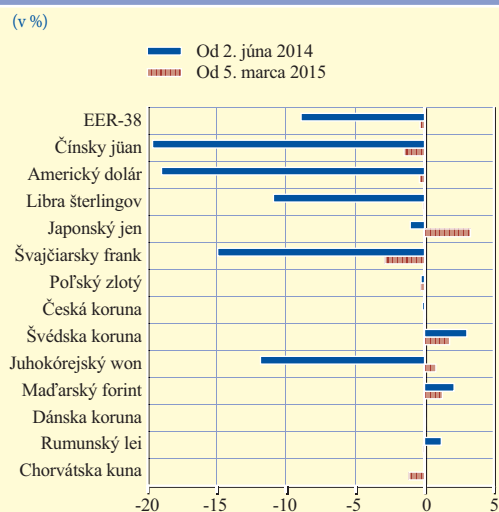
V prostredí vysokých úrovni nadbytočnej likvidity sadzba EONIA postupne klesala.

Vyššie úrovne nadbytočnej likvidity, ktoré sú dôsledkom programu APP a cielenej dlhobehnej refinančnej operácie, v rámci ktorej boli prostriedky pridelené v marci, mali za následok postupný pokles sadzby EONIA, ktorá klesla z -0,06 % dňa 5. marca na -0,12 % dňa 2. júna. Zvýšenie sadzby EONIA, ktoré sa zvyčajne zaznamenáva ku koncu mesiaca, bolo miernejšie ako v minulosti, pričom EONIA bola koncom apríla po prvýkrát záporná. Trojmesačná sadzba EURIBOR bola dňa 21. apríla fixovaná ako záporná a 2. júna mala hodnotu -0,01 %. V boxe 3 sa podrobnejšie analyzujú situácia v oblasti likvidity a operácie menovej politiky.

Efektívny výmenný kurz eura zostal počas niekoľkých uplynulých mesiacov vo všeobecnosti stabilný (graf 11).

Od začiatku marca do polovice apríla euro celkovo voči ostatným významným menám oslabilo a v porovnaní s predchádzajúcimi mesiacmi zaznamenalo relatívne výraznejšiu volatilitu, v súlade s meniacim sa vnímaním vývoja úrokových sadzieb v eurozóne v porovnaní s ostatnými významnými ekonomikami. Neskôr, do polovice mája, euro výrazne posilnilo tak v efektívnom vyjadrení, ako aj voči americkému doláru, čím vykompenzovalo časť svojich strát, v prostredí zužujúcich sa spreadov výnosov dlhodobých dlhopisov medzi Spojenými štátmi a eurozónou. V druhej polovici mája euro opäť oslabilo a vrátilo sa na úrovne podobné ako na začiatku marca a ustálilo sa na úrovni o 8,9 % nižšej ako rok predtým. V období od začiatku marca do 2. júna euro voči americkému doláru oslabilo o 0,4 %. Euro oslabilo aj voči libe šterlingov, švajčiarskemu franku, ruskému rublu a čínskemu jüanu. Naopak, voči japonskému jenu a voči menám krajín vyvážajúcich komodity, ako aj voči menám väčšiny rozvíjajúcich sa trhov ekonomík opäť posilnilo. S dánskou korunou sa naďalej obchodovalo na úrovni blízko centrálnej parity ERM II.

Graf 11 Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám



Zdroj: ECB.

Poznámka: Percentuálne zmeny sa týkajú 2. júna 2015. EER-38 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 38 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny.

3 HOSPODÁRSKA AKTIVITA

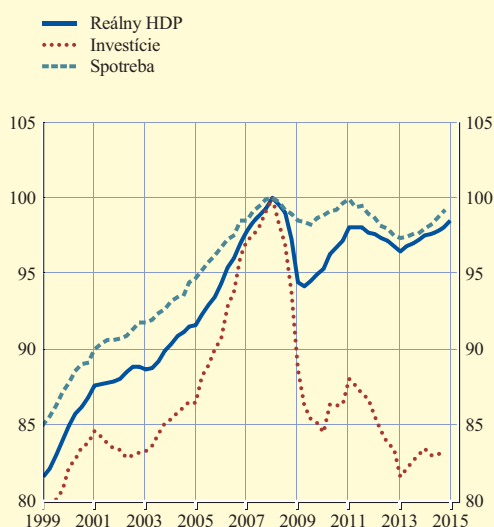
Hospodárske oživenie v eurozóne sa postupne upevňuje a zlepšenie badať aj na trhu práce. Na hospodársku aktivitu eurozóny navyše v poslednom čase priaznivo pôsobí viacero faktorov. Nízke ceny ropy zvyšujú reálny disponibilný príjem a podporujú súkromnú spotrebu. Nedávne oslabenie výmenného kurzu eura priaznivo ovplyvnilo vývoz. Rozšírený program nákupu aktív ECB by mal prispieť k celkovému zlepšeniu podmienok financovania a uľahčiť prístup malých a stredných podnikov k úverom. Cyklické oživenie by podľa očakávaní malo byť v nadchádzajúcich štvrťrokoch udržateľné, pričom by ho mal podporovať domáci aj zahraničný dopyt. Nezamestnanosť by mala naďalej klesať. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z júna 2015 sa v eurozóne v roku 2015 predpokladá 1,5-percentný ročný rast reálneho HDP, v roku 2016 by mal dosiahnuť 1,9 % a následne 2,0 % v roku 2017.

V prvom štvrťroku 2015 sa zvýšil domáci dopyt. Reálny HDP stúpol medzištvrťročne v prvom štvrťroku 2015 o 0,4 % oproti 0,3 % zaznamenaným v poslednom štvrťroku 2014 (graf 12). Hoci v čase uzávierky tohto Ekonomického bulletinu ešte nebolo k dispozícii členenie údajov, ekonomické ukazovatele a údaje za jednotlivé krajiny naznačujú, že hlavnou hybnou silou rastu v prvom štvrťroku 2015 bol opäť domáci dopyt. Taktiež sa zdá, že príspevok čistého vývozu k rastu bol mierne negatívny, a to vplyvom relatívne nízkeho svetového dopytu, predovšetkým z krajín rozvíjajúcich sa trhov.

Ukazovatele z prieskumov naznačujú pokračujúce cyklické oživenie aj v druhom štvrťroku 2015. Od prvého štvrťroka 2015 došlo počas prvých dvoch mesiacov druhého štvrťroka k zlepšeniu indexu nákupných manažérov (PMI) pre kompozitnú produkciu aj ukazovateľa ekonomického sentimentu (ESI). Obidva ukazovatele navyše v apríli a máji presiahli svoj dlhodobý priemer.

Graf 12 Reálny HDP, investície a spotreba eurozóny

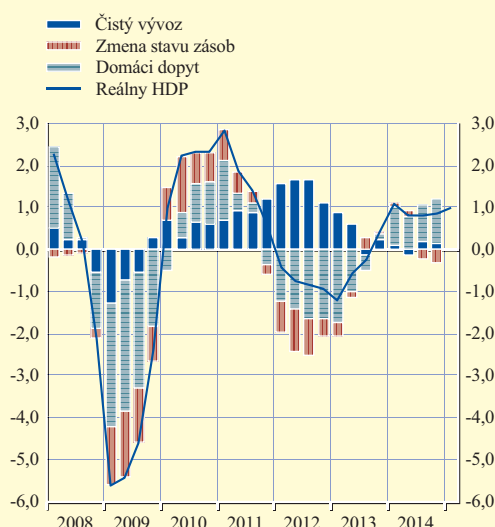
(index 1Q 2008 = 100)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Graf 13 Rast reálneho HDP eurozóny a jeho štruktúra

(medziročná percentuálna zmena a medziročné príspevky v p.b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje do posledného štvrťroka 2014 nie sú očistené od sezónnych vplyvov ani od rozdielného počtu pracovných dní. Rast HDP za prvý štvrťrok 2015 je vyjadrený pomocou rýchleho odhadu, ktorý je očistený od sezónnych vplyvov a rozdielného počtu pracovných dní.

Hospodárske oživenie si od začiatku roka 2015 udržalo dynamiku a rozšírilo sa do všetkých krajín.

Po prvé, k podstatnému nárastu reálneho disponibilného príjmu domácností prispieva relatívne nízka cena ropy. Po druhé, domáci dopyt bude ďalej ťažiť z pokračujúceho zlepšovania finančnej situácie, ku ktorej prispieva akomodačné nastavenie menovej politiky, ako aj zo zlepšovania situácie na strane ponuky úverov, ako to dokazuje čisté uvoľnenie úverových štandardov a podmienok poskytovania úverov v najnovšom prieskume úverovej aktivity bánk v eurozóne. Po tretie, aktivitu eurozóny by vo zvýšenej miere malo podporovať postupné zintenzívňovanie zahraničného dopytu a oslabovanie eura. Okrem toho postupne odznievajú faktory ako úprava bilancií vo verejnom aj súkromnom sektore, ktorá mala podiel na niekoľkoročnom pretrvávajúcom veľmi nízkeho rastu reálneho HDP. Ich vplyv na hospodársku aktivitu v eurozóne teda prestáva byť taký negatívny. V mnohých krajinách sa tiež očakáva ukončenie procesu konsolidácie na trhoch s nehnuteľnosťami na bývanie, čo naznačuje obrat v cenách nehnuteľností na bývanie. Predpokladá sa, že k zrýchleniu rastu HDP tak došlo v prvom štvrťroku tohto roka v celej eurozóne.

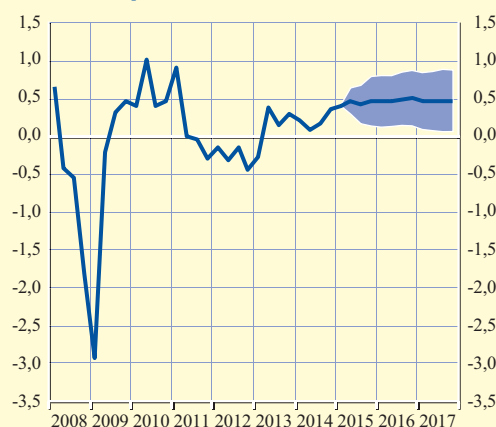
Pokračujúce hospodárske oživenie v eurozóne sa odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2015.¹

Počas nasledujúcich troch rokov by sa hospodárske oživenie eurozóny malo postupne prehĺbovať. K rastu by mal pozitívne prispievať domáci aj zahraničný dopyt. Menovopolitické opatrenia ECB by mali v krátkodobom aj strednodobom horizonte viacerými spôsobmi podporiť hospodársku aktivitu. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z júna 2015 sa v eurozóne predpokladá v roku 2015 ročný rast reálneho HDP 1,5 %, v roku 2016 na úrovni 1,9 % a v roku 2017 vo výške 2 % (graf 14).

Významnou hnacou silou rastu zostáva spotreba, ktorá sa na začiatku roka 2015 zrýchľovala. Nárast súkromnej spotreby ako hlavného zdroja hospodárskeho oživenia počas posledných štvrťrokov sa pravdepodobne v prvom štvrťroku 2015 zrýchľil, k čomu v značnej miere prispel výraznejší rast reálneho disponibilného príjmu v dôsledku nižších cien energií, zvýšenia zamestnanosti a zmiernenia fiškálnej konsolidácie. Po medzištvrtročnom raste spotreby v poslednom štvrťroku 2014 na úrovni 0,4 % poukazujú krátkodobé ukazovatele na jej ďalšie pomerne výrazné zvýšenie aj v prvom štvrťroku tohto roka. Napríklad, kombinovaný ukazovateľ maloobchodného predaja a registrácie nových automobilov v eurozóne v prvom štvrťroku 2015 medzištvrtročne stúpol o 1,1 % a podobným tempom rástol aj v apríli. Údaje z prieskumov poukazujú na priaznivý vývoj spotrebiteľských výdavkov v druhom štvrťro-

Graf 14 Reálny HDP eurozóny (vrátane projekcií)

(medzištvrtročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok „June 2015 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area“ uverejnený na internetovej stránke ECB 3. júna 2015.

Poznámka: Údaje sú očistené od rozdielneho počtu pracovných dní. Intervaly vyznačené okolo stredu projekcie sa určujú ako rozdiel medzi skutočnými výsledkami a predchádzajúcimi projekciami za niekoľko rokov. Šírka intervalu je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty týchto rozdielov. Tento postup výpočtu intervalov, ktorý zahŕňa tiež korekcie pre prípad výnimočných udalostí, je bližšie vysvetlený v dokumente „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges“, ECB, december 2009.

¹ Viac v článku „June 2015 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area“ uverejnenom na internetovej stránke ECB 3. júna 2015.

ku. Napríklad ukazovateľ Európskej komisie pre spotrebiteľskú dôveru v eurozóne, ktorý je dobrým indikátorom pri určovaní vývojových trendov súkromnej spotreby, sa v prvom štvrťroku výrazne zlepšil. Napriek tomu, že v apríli a máji čiastočne klesol, stále zostáva na predkrízovej úrovni a vysoko nad svojím dlhodobým priemerom (graf 15).

Hlavným motorom hospodárskej aktivity by mal aj v budúcnosti zostať rast výdavkov súkromnej spotreby. Súkromná spotreba by mala byť v blízkej budúcnosti podporená priaznivým výhľadom rastu reálneho disponibilného príjmu. Jeho dynamika by sa však mala čiastočne spomaliť v dôsledku zastavenia poklesu cien energií. Následne sa v dôsledku stabilného zvyšovania zamestnanosti a rýchlejšieho rastu nominálnej odmeny na zamestnanca očakáva aj rast mzdových príjmov.

Graf 15 Súkromná spotreba a spotrebiteľská dôvera v eurozóne

(medziročná percentuálna zmena, upravené podľa strednej hodnoty)



Zdroj: Eurostat, Európska komisia a výpočty ECB.

Investičné výdavky v posledných štvrťrokoch mierne rástli. Po kontrakcii investícií v polovici roka 2014 – ktoré súviselo s nízkym dopytom, oddlžovaním podnikov a s politickou a hospodárskou neistotou – stúpala tvorba hrubého fixného kapitálu v poslednom štvrťroku 2014 len minimálne, a to vzhľadom na rastúce stavebné investície, zatiaľ čo nestavebné investície stagnovali. V prvom štvrťroku 2015 sa celkové investície eurozóny pravdepodobne medzištvrťročne mierne zvýšili v dôsledku nárastu priemyselnej produkcie investičných tovarov, výrazného zväčšenia miery využitia kapacít vo výrobnom sektore a pokračujúceho zlepšovania dôvery v investičnom sektore. Čo sa týka investícií v sektore stavebníctva, na ich čiastočné zvýšenie v prvom štvrťroku poukazuje rast stavebnej produkcie – aj keď je v porovnaní s posledným štvrťrokom 2014 len marginálny – ako aj ďalšie zlepšenie ukazovateľov dôvery.

Očakáva sa postupné zvyšovanie podnikateľských investícií. Hoci sa index nákupných manažérov (PMI) v sektore investičného tovaru v apríli a máji čiastočne zhoršil, podnikateľské investície by sa vzhľadom na historický vývoj mali postupne stať dôležitým faktorom pri oživení rastu eurozóny. K postupnému zvýšeniu podnikateľských investícií prispeje aj výraznejší domáci a zahraničný dopyt, potreba modernizovať a obnoviť starý investičný majetok, ako aj akomodačné nastavenie menovej politiky s neštandardnými menovopolitickými opatreniami, najmä rozšíreným programom nákupu aktív.

Mierne oživenie investícií v stavebníctve by sa podľa očakávaní malo začať v roku 2015. Investície v sektore stavebníctva sa po dlhšej stagnácii začnú oživovať v roku 2015, pričom ich podpora veľmi nízke sadzby z hypotekárnych úverov vo väčšine krajín, uvoľňovanie podmienok financovania a zvyšujúce sa disponibilné príjmy. Pokračujúce zmeny na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie v niektorých krajinách, signalizované úpravou cien domov (graf 16), časom povedú k zvýšeniu rezidenčných investícií.

Vývoz rástol na začiatku roka 2015 podľa odhadov len pomaly, keďže globálny dopyt bol slabší, ako sa pôvodne očakávalo.

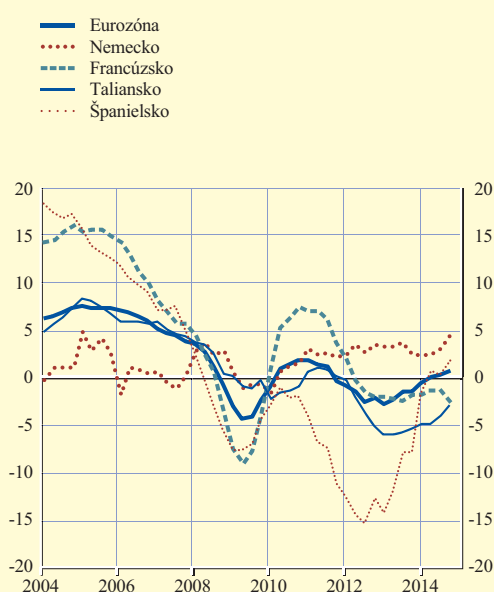
Hoci sa vývoz tovarov a služieb eurozóny v poslednom štvrtroku 2014 medzištvrtročne zvýšil o 0,8 %, na začiatku roka 2015 sa zaznamenalo jeho spomalenie. Vývoz do Spojených štátov a Latinskej Ameriky sa v prvých mesiacoch 2015 ďalej zvyšoval, kým vývoz do Číny a ostatných ázijských ekonomík stagnoval (graf 17). Dostupné ukazovatele z prieskumov naznačujú, že vývoz eurozóny sa v druhom štvrtroku 2015 zlepšil. Očakáva sa, že vývoz eurozóny bude v druhom polroku 2015 a v nasledujúcom období rásť, pričom ho podporí postupne silnejúci globálny dopyt a oneskorený vplyv znehodnotenia efektívneho výmenného kurzu eura. Vzhľadom na v priemere nižšiu globálnu aktivitu a horšiu elasticitu globálneho obchodu vo vzťahu k rastu je pravdepodobné, že dynamika vývozu výrazne zaostane za svojou predkrízovou úrovňou. Dovoz do eurozóny by mal rásť aj v druhom štvrtroku 2015 a s oživením domáceho dopytu by sa mal v strednodobom horizonte ďalej posilňovať. V dôsledku toho by mal čistý vývoz v horizonte prognózy zaznamenať len marginálny kladný príspevok k rastu reálneho HDP. V boxe 4 sa skúma vývoj bežného účtu v krajinách eurozóny s veľkým predkrízovým deficitom.

Hospodárske oživenie eurozóny bude v rokoch 2015 až 2017 vo všeobecnosti sprevádzané neutrálnou fiškálnou politikou.

Očakáva sa, že fiškálna pozícia meraná ako zmena primárneho rozpočtového salda očisteného od cyklických vplyvov, bez štátnej pomoci finančnému sektoru, by mala počas horizontu prognózy zostať v podstate neutrálna. Reštriktívne nastavenie fiškálnej politiky v predchádzajúcich rokoch vyplývalo najmä z pokračujúceho mierneho zvyšovania verejných výdavkov v porovnaní s trendom rastu nominálneho HDP. Hoci tento trend pokračuje, v rokoch 2015 až 2017 bude vo všeobecnosti kompenzovaný znížením priamych daní a sociálnych výdav-

Graf 16 Ceny rezidenčných nehnuteľností

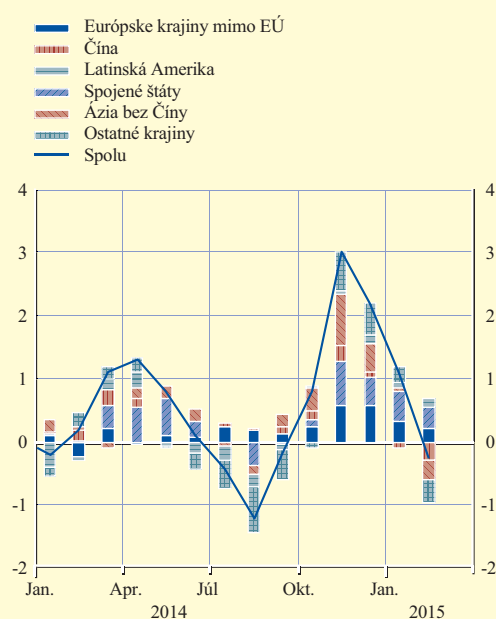
(medziročná percentuálna zmena)



Zdroj: Národné údaje a výpočty ECB.

Graf 17 Objem vývozu tovarov do Európy mimo EÚ a do krajín hlavných obchodných partnerov

(medzištvrtročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



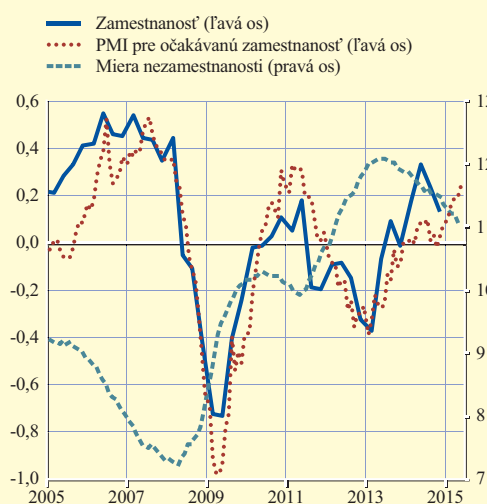
Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Údaje za prvý štvrtrok 2015 zahŕňajú len január a február.

kov. Pozitívny vplyv fiškálnych automatických stabilizátorov na domáci dopyt sa bude s hospodárskym oživovaním znižovať.

Situácia na trhu práce v eurozóne sa postupne zlepšuje. Počet zamestnaných osôb (graf 18) sa v poslednom štvrtroku 2014 (posledné obdobie, za ktoré sú dostupné údaje) medzištvrtročne mierne zvýšil o 0,1 %. Z hľadiska sektorov bol rast zamestnanosti najvyšší v sektore služieb (išlo najmä o profesionálne služby a netrhové služby). Zároveň už jedenásty štvrtrok po sebe klesala zamestnanosť vo finančných a poisťovacích službách. Zamestnanosť v priemysle bez stavebníctva sa zvýšila len mierne, kým počet zamestnancov v stavebníctve značne klesol po tom, ako v treťom štvrtroku 2014 zaznamenal prechodný nárast. Celkový počet odpracovaných hodín sa v poslednom štvrtroku 2014 ďalej zvyšoval, pričom miera jeho rastu oproti predchádzajúcim štvrtrokom akcelerovala. Výsledky prieskumov naznačujú ďalší rast zamestnanosti

Graf 18 Zamestnanosť, index PMI pre očakávanú zamestnanosť a nezamestnanosť v eurozóne

(medzištvrtročný rast; index; percentuálny podiel na pracovnej sile)



Zdroj: Eurostat, Markit a výpočty ECB.
Poznámka: Index PMI je vyjadrený ako odchýlky od 50 delené 10.

aj v prvom polroku 2015. Na určité pokračujúce zlepšovanie situácie na trhu práce poukazujú tiež predstihové ukazovatele.

Nezamestnanosť na začiatku roka 2015 postupne klesala zo svojich vysokých úrovní. Miera nezamestnanosti v eurozóne sa v prvom štvrtroku 2015 znížila na 11,2 % oproti 11,4 % zaznamenaným v poslednom štvrtroku 2014. V apríli 2015 ďalej klesala na 11,1 %, čo bola najnižšia úroveň od marca 2012. Je však stále takmer o štyri percentuálne body nad dolnou úrovňou vykázanou pred krízou. Pokračujúci pokles miery nezamestnanosti možno pozorovať vo všetkých skupinách obyvateľstva (muži aj ženy) a vo väčšine ekonomík eurozóny, hoci pretrvávajú podstatné rozdiely na úrovni vekových skupín aj jednotlivých krajín.

V krátkodobom aj strednodobom horizonte sa očakáva ďalšie zlepšovanie situácie na trhu práce v eurozóne. Rast zamestnanosti by sa mal v nadchádzajúcich štvrtrokoch mierne zrýchliť vďaka intenzívnejšiemu hospodárskemu oživeniu. V dôsledku toho sa očakáva, že sa miera nezamestnanosti bude s rozširujúcim oživením ďalej znižovať.

Rast celkovej aktivity však naďalej brzdia niektoré faktory. Hoci pomalším tempom, zadlženosť verejnej správy stále narastá a očakáva sa, že v niektorých krajinách zostane vysoká. Vývoj na trhu práce bude napriek celkovému zlepšovaniu opäť zaťažovať vysoká štrukturálna nezamestnanosť, a to najmä v niektorých krajinách najviac zasiahnutých krízou. Obidva spomenuté faktory by mali prispieť k udržaniu tlaku na zvyšovanie preventívnych úspor domácností. Na rast vo viacerých krajinách tiež naďalej nepriaznivo pôsobí pomalé tempo realizácie štrukturálnych reforiem. Navyše, investičné výdavky môžu byť stále negatívne ovplyvňované relatívne nevýraznými vyhliadkami potenciálneho rastu, pretrvávajúcou neistotou v súvislosti s vývojom v Grécku, ako aj geopolitickým napätím mimo eurozóny.

Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho vývoja eurozóny sú vďaka menovopolitickým rozhodnutiam ECB a vývoju cien ropy a výmenných kurzov vyvázenejšie, sú však stále prítomné.

K rizikám ohrozujúcim výhľad hospodárskej aktivity patrí ďalší rast geopolitického napätia, výraznejšie spomalenie ekonomík rozvíjajúcich sa trhov a oproti očakávaniam menej priaznivý vplyv operácií TLTRO a rozšíreného programu nákupu aktív. Ďalšie riziká spomalenia rastu reálneho HDP vyplývajú z neočakávaného rýchlejšieho sprísňovania menovej politiky v Spojených štátoch, ktoré nepriaznivo ovplyvňuje niektoré ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov, a z opätovného zvyšovania cien ropy, ktoré je výraznejšie, ako sa očakávalo. Tieto riziká sú len čiastočne vyvážené pozitívnym rizikom, ktoré súvisí s možnosťou, že vplyv štrukturálnych reforiem a investičných plánov EÚ na hospodársku aktivitu bude výraznejší, ako sa predpokladalo.

4 CENY A NÁKLADY

Pod vplyvom zmiernenia tlakov na znižovanie inflácie vyplývajúcich z cien energií sa klesanie celkovej inflácie začiatkom roka 2015 zastavilo. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2015 dosiahne miera inflácie v roku 2015 v priemere 0,3 %, zatiaľ čo v roku 2016 výrazne vzrastie na 1,5 % a v roku 2017 na 1,8 %. Inflácia HICP bez energií a potravín by sa mala podľa očakávaní zvýšiť z 0,8 % v roku 2015 na 1,4 % v roku 2016 a na 1,7 % v roku 2017. Rada guvernérov ECB bude riziká ohrozujúce výhľad cenového vývoja v strednodobom horizonte pozorne sledovať, pričom sa bude zameriavať najmä na prenos opatrení menovej politiky, ako aj na geopolitický vývoj, kurzový vývoj a vývoj cien energií.

V posledných mesiacoch pokračoval trend rastu celkovej inflácie v eurozóne. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu zaznamenala ročná miera inflácie HICP v máji 2015 kladnú hodnotu a dosiahla 0,3 %, čo predstavuje nárast z aprílových 0,0 % a z januárového minima -0,6 % (grafy 19 a 22). Hoci za oživením pozorovaným od januára stojí predovšetkým menej záporná ročná miera zmeny energetickej zložky, ktorá odráža nárast cien ropy v eurách, rast inflácie HICP od apríla do mája je odrazom zvýšenia ročnej miery rastu všetkých jej hlavných zložiek.

Inflácia HICP bez energií a potravín za eurozónu sa z aprílových 0,6 % v máji zvýšila na 0,9 %.

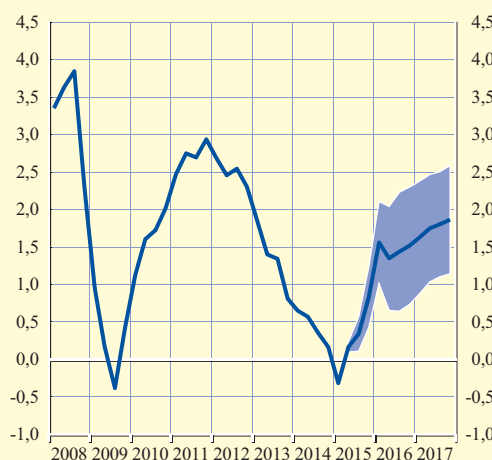
Májové zvýšenie je odrazom vyššej inflácie cien služieb i neenergetických priemyselných tovarov, pričom ceny neenergetických priemyselných tovarov rastú už tretí mesiac za sebou. Tento ukazovateľ základnej inflácie sa od konca roka 2013 pohybuje v rozpätí od 0,6 % do 1,0 %. Globálne faktory vrátane účinkov zhodnocovania výmenného kurzu eura do mája 2014 a nepriamych účinkov poklesu cien ropy a ostatných komodít do začiatku roka 2015 aj naďalej vyvíjajú tlak na pokles základnej inflácie HICP. Po zaniknutí týchto oneskorených účinkov sa stane zreteľnejším vplyv oslabovania výmenného kurzu eura na spotrebiteľské ceny (bez energií). Pokiaľ ide o domáci vývoj, za nízkou úrovňou základnej inflácie stojí aj stále slabý spotrebiteľský dopyt a slabý vplyv firiem na cenotvorbu, ako aj proces úprav v niektorých krajinách eurozóny.

V nasledujúcich štvrtrokoch by mal byť vplyv oslabovania eura na infláciu zreteľnejší.

V súčasnosti sa dá pozorovať najmä v prípade dovozných cien, no na domácich výrobných cenách sa zatiaľ neprejavuje (graf 20). Ročná miera zmeny dovozných cien nepotravinových spotrebiteľských tovarov i dovážaných polotovarov sa prudko zvýšila. Podiel dovážaných tovarov konečnej spotreby na tovarovej zložke HICP je však pomerne malý. Dovážané polotovary sa nachádzajú len v skorých fázach cenového reťazca a ceny výrobcov nepotravinových spotrebiteľských tovarov v neskorších fázach tohto reťazca zatiaľ výraznejší rast nezaznamenávajú. Tento vývoj potvrdzujú aj ukazovatele tlakov v cenovom reťazci odvodené z prieskumov. Z údajov PMI za máj vyplýva, že vstupné ceny rastú, zatiaľ čo účtované ceny zostali prevažne stabilné. Oneskorená reakcia inflácie HICP na oslabovanie eura je normálna, a to nielen vzhľadom na jeho postupné premietanie sa do vyšších vstupných nákladov, ale aj vzhľadom

Graf 19 Inflácia HICP eurozóny (vrátane projekcií)

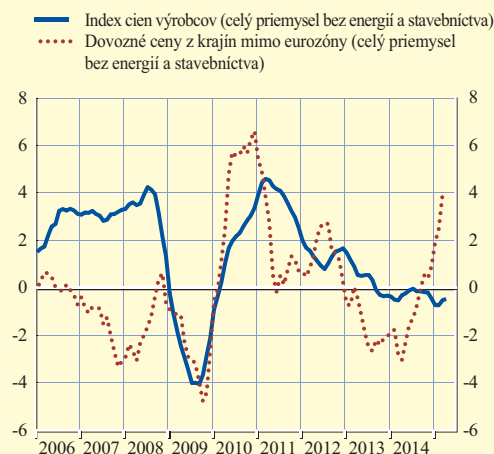
(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu – jún 2015 zverejnený 3. júna 2015 na internetovej stránke ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z mája 2015 (rýchly odhad).

Graf 20 Výrobné a dovozné ceny v priemysle v eurozóne bez energií a stavebníctva

(ročná percentuálna zmena)

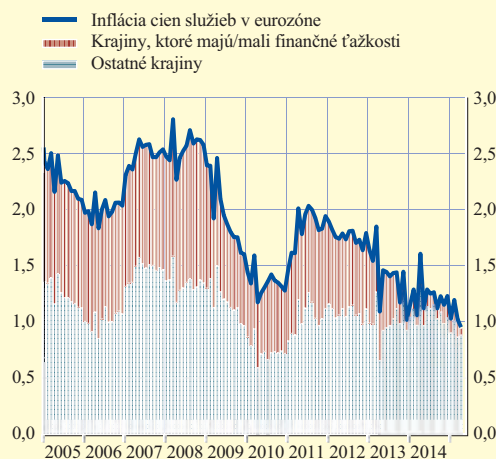


Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z marca 2015 v prípade dovozných cien a z apríla 2015 v prípade cien výrobcov.

Graf 21 Inflácia cien služieb v krajinách, ktoré majú/mali finančné ťažkosti a v ostatných krajinách v eurozóne

(ročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z apríla 2015. Krajiny, ktoré majú/mali finančné ťažkosti, zahŕňajú Írsko, Grécko, Španielsko, Taliansko, Cyprus, Portugalsko a Slovinsko.

dom na to, že jeho vplyv sa do určitej miery prejaví prostredníctvom vyššieho dopytu po tovaroch a službách v súvislosti s vplyvom nižšieho výmenného kurzu na hospodársku aktivitu a príjmy. Celkovo sa očakáva postupné premietanie oslabovania výmenného kurzu. Podrobnejšie sa účinkom kurzového vývoja venuje box 5.

Domáce cenové tlaky sú zatiaľ stále mierne, najmä vplyvom slabého dopytu. Inflácia cien služieb klesla z 1,9 % začiatkom roka 2012 na 1,2 % v decembri 2014 a 1,0 % v apríli 2015, zatiaľ čo v máji stúpila na 1,3 %. Trend poklesu inflácie cien služieb v posledných rokoch bol odrazom slabého vývoja rastu miezd a ziskových marží, ktorý bol len čiastočne kompenzovaný rastom nepriamych daní a regulovaných cien. Z pohľadu jednotlivých krajín bol pokles inflácie cien služieb mimoriadne výrazný v krajinách, ktoré majú alebo mali finančné ťažkosti (graf 21). Príčinou môže byť na jednej strane vyššia mzdová a cenová pružnosť v dôsledku štrukturálnych reforiem a na druhej strane hĺbka krízy.

Pokiaľ ide o ďalší vývoj, inflácia HICP v eurozóne by sa mala v roku 2015 podľa projekcií zvýšiť a v rokoch 2016 a 2017 by mala ďalej rásť. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Euro systému pre eurozónu z júna 2015 (na základe informácií dostupných v polovici mája) by mala inflácia HICP dosiahnuť v priemere 0,3 % v roku 2015, pričom v roku 2016 by sa mala zvýšiť na 1,5 % a v roku 2017 na 1,8 %. V porovnaní s projekciami z marca 2015 bol výhľad vývoja inflácie HICP na rok 2015 upravený nahor a na roky 2016 a 2017 zostal zhruba nezmenený. Očakáva sa, že inflácia HICP zostane v nasledujúcich mesiacoch na nízkej úrovni, až kým jej rast koncom roka 2015 nepodporia kladné bazické efekty a očakávané zvyšovanie cien ropy vyplývajúce z trhov s futures. V rokoch 2016 a 2017 sa očakáva ďalší rast celkovej inflácie pod vplyvom rastúcich domácich cenových tlakov v podobe rastu miezd a ziskových marží v dôsledku ďalšieho poklesu miery nevyužitých kapacít v hospodárstve a pokračujúcich vonkajších cenových tlakov, ktoré odrážajú oneskorené účinky kurzového vývoja a stúpajúcu krivku cien ropných futures.

Graf 22 Ukazovatele inflačných očakávaní odvodené z prieskumov

(ročná percentuálna zmena)

- Realizovaná inflácia HICP
- Consensus Economics Forecast
- SPF

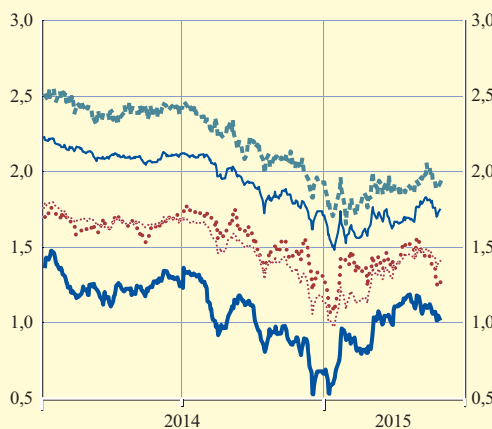


Zdroj: Eurostat, Reuters, ECB Survey of Professional Forecasters, výpočty ECB, Consensus Economics.
Poznámka: Údaje o realizovanej HICP do mája 2015 (rýchle odhady); údaje SPF vychádzajú z výsledkov prieskumov za Q2 2015. Údaje Consensus Economics vychádzajú z prognózy z mája 2015 na roky 2015 a 2016 a z prognózy z apríla 2015 na ďalšie roky.

Graf 23 Trhové ukazovatele inflačných očakávaní

(ročná percentuálna zmena)

- Jednoročná miera o dva roky
- Jednoročná miera o štyri roky
- Jednoročná miera o deväť rokov
- Päťročná forwardová sadzba inflačne indexovaných swapov o päť rokov
- Desaťročná spotová sadzba inflačných swapov



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z 1. júna 2015.

Výhľad vývoja inflácie je v súlade s rastom ukazovateľov inflačných očakávaní v eurozóne vyplývajúcich z prieskumov i trhov z nízkych úrovní zaznamenaných v januári. Krátkodobejšie inflačné očakávania vyplývajúce z prieskumov a trhov merané sadzbami inflačných swapov sa v poslednej dobe mierne zvýšili, predovšetkým na roky 2016 a 2017. Oživenie dlhodobějších inflačných očakávaní v eurozóne vyplývajúcich z prieskumov na úroveň približne 1,8 % signalizuje, že profesionálni prognostici majú väčšiu dôveru v návrat inflácie na úroveň nižšiu, ale blízku 2 % v strednodobom horizonte (graf 22). Päťročná sadzba inflačných swapov o päť rokov sa navyše začiatkom júna zvýšila na približne 1,8 % (z približne 1,5 % v januári), zatiaľ čo desaťročná spotová sadzba inflačných swapov za rovnaké obdobie sa zvýšila z úrovne pod 1 % na približne 1,4 % (graf 23). Podobné oživenie zaznamenali aj ďalšie trhové ukazovatele inflačných očakávaní vrátane rovnovážnych mier inflácie odvodených z inflačne indexovaných štátnych dlhopisov rôznych krajín. Rast trhových inflačných očakávaní bol výraznejší v eurozóne ako v Spojených štátoch či Spojenom kráľovstve, z čoho vyplýva, že účastníci trhu do určitej miery znižujú riziko poklesu inflácie, ktoré sa po určitý čas na inflačných očakávaniach prejavovalo. Z tohto vývoja celkovo vyplýva, že riziká deflačných tlakov alebo riziká súvisiace so sekundárnymi účinkami nedávneho poklesu cien ropy sa v posledných mesiacoch výrazne znížili.

Pokiaľ ide o ďalší vývoj, Rada guvernérov ECB oznámila, že bude pozorne sledovať riziká ohrozujúce výhľad cenového vývoja v strednodobom horizonte, pričom sa bude zameriavať najmä na prenos menovopolitických opatrení, ako aj na geopolitický vývoj a vývoj výmenného kurzu a cien energií.

5 PEŇAŽNÉ A ÚVEROVÉ AGREGÁTY

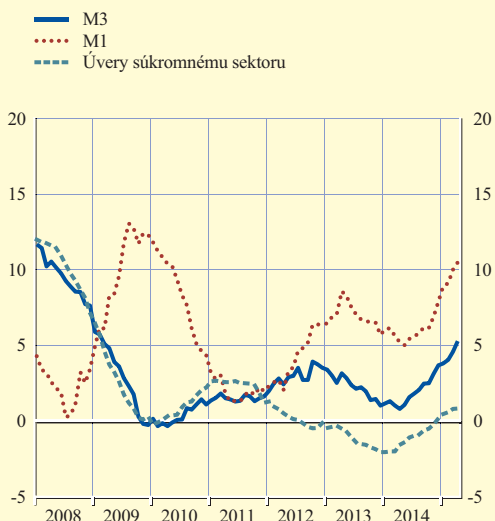
Rast peňažnej zásoby a poskytovanie úverov sa v prostredí veľmi nízkych úrokových sadzieb ďalej zvyšovali. V dôsledku rozšírenia programu nákupu aktív (APP) sa menové ukazovatele ďalej zlepšovali. Zatiaľ čo dynamika celkového úveru zostala tlmená, rast úverov súkromnému sektoru sa naďalej zrýchľoval. V prvom štvrťroku 2015 sa zaznamenal ďalší pokles nákladov na financovanie bánk. Zlepšovanie podmienok poskytovania úverov naďalej prispievalo k ďalšiemu oživeniu rastu úverov, najmä podnikových. Okrem toho sa rozdiely medzi úrokovými sadzbami bánk v jednotlivých krajinách ďalej znižovali. Nedávny vývoj celkovo potvrdzuje, že opatrenia menovej politiky ECB pomáhajú obnoviť riadne fungovanie transmisného mechanizmu menovej politiky a zmierniť podmienky poskytovania úverov bankami.

Ďalšie oživenie rastu agregátu M3. V apríl sa ročná miera rastu agregátu M3 zvýšila na 5,3 %, v porovnaní so 4,0 % v prvom štvrťroku 2015 a so svojou minimálnou hodnotou 0,8 % v apríli 2014 (graf 24). K zvýšeniu miery rastu agregátu M3 najviac prispel úzky menový agregát M1, a to v dôsledku nízkych oportunitných nákladov spojených s držbou najlikvidnejších komponentov agregátu M3. Určitou mierou prispel aj predaj dlhopisov verejného sektora, krytých dlhopisov a cenných papierov krytých dlhopismi sektorom držiacim peniaze v dôsledku rozšíreného programu APP. Preto sa ročná miera rastu agregátu M1 ďalej zvýšila a v apríli 2015 dosiahla 10,5 %, v porovnaní s 9,0 % v prvom štvrťroku 2015. Aktuálny vývoj úzkeho menového agregátu, ktorý sa považuje za hlavný ukazovateľ hospodárskeho rastu eurozóny, podporuje vyhliadky na ďalšie oživenie hospodárskej aktivity.

Držiteľia peňazí sa zameriavajú na jednoduché vklady. Prostredie veľmi nízkych úrokových mier a plochá výnosová krivka stále motivujú držiteľov peňazí, aby investovali do jednoduchých vkladov zahrnutých do agregátu M3. Agregát M1 v apríli značnou mierou prispel k rastu agregátu M3, pričom profitoval z rýchlejšieho rastu jednoduchých vkladov tak v držbe domácností, ako aj nefinančných korporácií (graf 25). Uprednostňovanie najlikvidnejších aktív sektorom držiacim peniaze, najmä jednoduchých vkladov, poukazuje na pretrvávajúce vytváranie rezerv hotovosti.

Graf 24 Agregáty M3 a M1 a úvery súkromnému sektoru

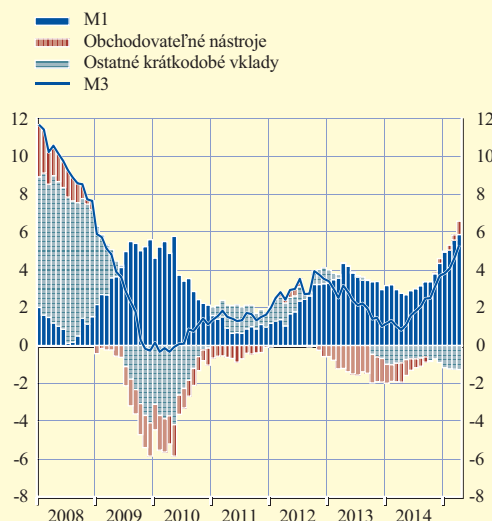
(ročná percentuálna zmena, očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



Zdroj: ECB.

Graf 25 Agregát M3 a jeho zložky

(ročná percentuálna zmena, príspevky v podobe ročných percentuálnych zmien; očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



Zdroj: ECB.

Nízke (a klesajúce) úrovne úročenia menej likvidných menových aktív prispeli v apríli k pokračujúcemu znižovaniu objemu krátkodobých vkladov iných ako jednoduchých. Okrem toho, miera rastu obchodovateľných nástrojov (M3 mínus M2), ktorá má v agregáte M3 relatívne malú váhu, bola menej záporná, a na konci štvrtého štvrťroka 2014 sa vrátila do kladných hodnôt. Tento nárast sa týkal všetkých komponentov.

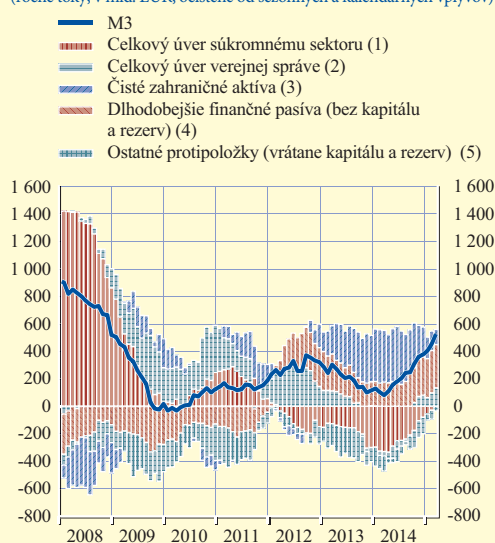
Portfóliové substitúcie prispievajú k rastu peňažnej zásoby. Hodnotenie protipoložiek agregátu M3 (graf 26) ukazuje, že na jeho dynamiku vplývali najmä presuny z dlhodobějších finančných pasív a v menšej miere klesajúci, ale stále kladný tok do čistých zahraničných aktív PFI. K tejto dynamike prispel aj obrat v dynamike poskytovania úverov. Ročné znižovanie dlhodobějších finančných pasív PFI (okrem kapitálu a rezerv) v držbe sektora držiaceho peniaze sa zrýchľovalo, v prvom štvrťroku 2015 dosiahlo -5,7% a v apríli 2015 -6,4 % (v porovnaní s -4,8 % v štvrtom štvrťroku 2014). Jeho výrazný podiel na raste agregátu M3 je najmä odrazom plochej výnosovej krivky. V porovnaní s maximom v polovici roka 2014 sa príspevok čistej pozície zahraničných aktív PFI v prvom štvrťroku 2015 výrazne znížil, ale aj napriek tomu zostal kladný, k čomu prispel značný prebytok na bežnom účte. Toto zníženie je odrazom rastúceho čistého odlevu z portfólií eurozóny v podobe dlhových nástrojov, ktorý presiahol rast čistého prílevu do portfólií eurozóny v podobe kapitálových investícií, čo je odrazom pretrvávajúceho záujmu zahraničných investorov o akcie eurozóny.

Čo sa týka solventnosti a likvidnosti je pozícia bánk eurozóny celkovo silná. Banky zlepšili svoje koeficienty kapitálovej primeranosti čiastočne väčším objemom vydávaných akcií, ale aj znižovaním miery zadlženosti a prísnejšími podmienkami poskytovania úverov (tvrdšie úverové štandardy, väčšie úverové spready). Tento dôraz na úpravu bilancií a nedávny výrazný pokrok dosiahnutý pri koeficientoch kapitálovej primeranosti bánk pomohli nastaviť podmienky pre udržateľné zlepšovanie kanála bankových úverov menovej politiky.

Náklady na financovanie bánk v prvom štvrťroku 2015 ďalej klesali. Zníženie nákladov na financovanie bánk vo veľkej miere súvisí s rozšíreným programom nákupu aktív. Priaznivé podmienky financovania bánk sa odrazili vo výnosoch nezabezpečených bankových dlhopisov, ktoré počas prvého štvrťroka 2015 poklesli na historicky najnižšie úrovne, v marci 2015 v priemere na 0,8 % ročne. Náklady bánk na vklady ďalej klesali, ale zatiaľ nie sú viditeľné žiadne znaky všeobecného posunu do záporných hodnôt z dôvodu zápornej úrokovej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií ECB. Zložené náklady na financovanie bánk celkovo ďalej postupne klesajú (graf 27) na pozadí čistého splácania dlhodobějších finančných záväzkov PFI. V tejto súvislosti výsledky prieskumu úverovej aktivity bánk v eurozóne z apríla 2015¹ naznačujú, že v prvom štvrťroku 2015 sa prístup bánk k financovaniu zlepšil pri

Graf 26 Protipoložky menového agregátu M3

(ročné toky; v mld. EUR; očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



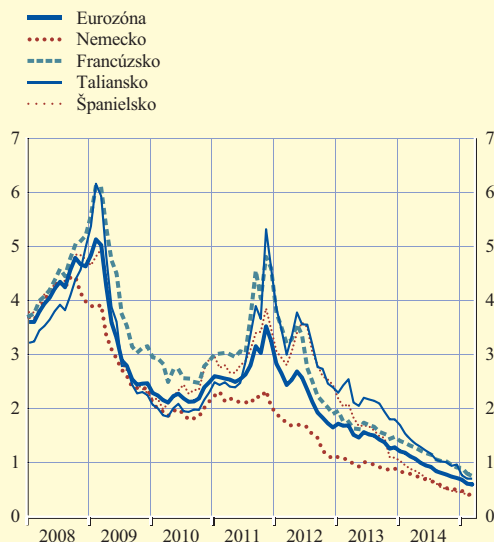
Zdroj: ECB.

Poznámky: Agregát M3 sa uvádza len na informáciu (M3 = 1+2+3-4+5). Dlhodobější finančné záväzky PFI (bez kapitálu a rezerv) sú uvedené s opačným znamienkom.

1 Bližšie informácie sú na stránke <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>

Graf 27 Zložené náklady bánk na dlhové financovanie

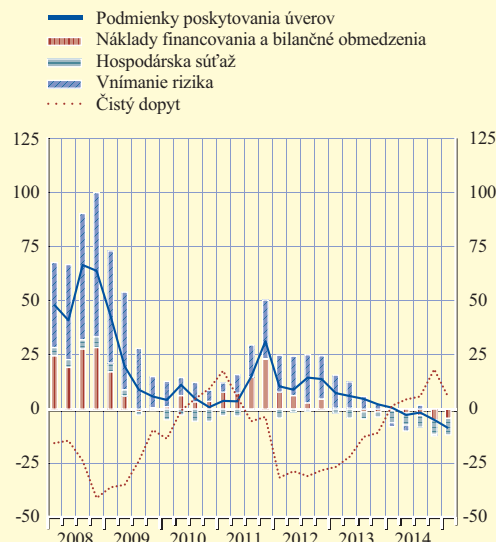
(Zložené náklady na vklady a nezabezpečené financovanie dlhu prostredníctvom trhu; v % p. a.)



Zdroj: ECB, Merrill Lynch, Thomson Reuters a výpočty ECB.
Poznámka: Priemer úrokových sadzieb nových vkladov a náklady na financovanie dlhu prostredníctvom trhu vážené ich nesplatenými objemami.

Graf 28 Faktory prispievajúce k sprísnovaniu podmienok poskytovania úverov nefinančným korporáciám a čistý dopyt

(priemerný čistý percentuálny podiel podľa kategórie)



Zdroj: ECB.
Poznámka: Náklady na finančné prostriedky a bilančné obmedzenia sú neváženými priemerami nákladov súvisiacich s kapitálovou pozíciou, prístupom k trhovému financovaniu a so stavom likvidity; vnímanie rizika je neváženým priemerom celkovej hospodárskej situácie a výhľadok, situácie a výhľadu odvetvia alebo korporácie / úverovej schopnosti dlžníka a rizika požadovaného kolaterálu; a hospodárska súťaž je neváženým priemerom konkurencie iných bánk, konkurencie nebankových inštitúcií a konkurencie nebankového financovania.

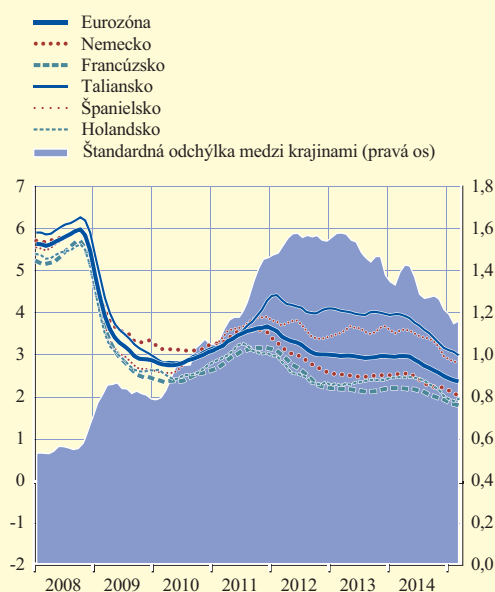
všetkých hlavných trhových nástrojoch, ako aj pri retailových vkladoch. V porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom bolo toto zlepšenie výraznejšie vo všetkých hlavných kategóriách, ale najmä v prístupe bánk na trhy dlhových cenných papierov a k sekuritizácii.

Zlepšovanie podmienok poskytovania úverov naďalej prispieva k ďalšiemu oživeniu ich rastu, najmä podnikových úverov. Výsledky úverovej aktivity bánk eurozóny z apríla 2015 ukazujú, že zvýšená konkurencia medzi bankami prispela v prvom štvrťroku 2015 k uvoľňovaniu podmienok poskytovania úverov, čo zodpovedalo pokračujúcemu rastu dopytu korporácií po úveroch (graf 28). V prvom štvrťroku 2015 banky naďalej uvoľňovali svoje podmienky pri všetkých kategóriách nových úverov, čo bolo spôsobené najmä ďalším znižovaním marže pri priemerných úveroch. Zatiaľ čo v prvom štvrťroku 2015 banky uvoľňovali podmienky poskytovania úverov nefinančným korporáciám, v prípade úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľnosti na bývanie došlo k mierne- mu čistému sprísneniu úverových podmienok. Okrem toho, ako potvrdil prieskum prístupu podnikov k finančným prostriedkom (SAFE), zlepšené podmienky na úverových trhoch sa netýkajú len veľkých korporácií, ale aj malých a stredných podnikov (MSP). Tento pozitívny vývoj prebieha v prostredí, v ktorom nefinančné korporácie, a najmä MSP, stále využívajú trhové zdroje financovania menej často, ako financovanie prostredníctvom bánk (box 6, Mimobankové financovanie nefinančných korporácií eurozóny počas krízy).

Nižšie úrokové sadzby bankových úverov odrážajú vplyv neštandardných opatrení ECB. Od zavedenia opatrení Európskej centrálnej banky na uľahčenie prístupu k úverom v polovici roka

Graf 29 Zložený ukazovateľ nákladov na úvery nefinančným korporáciám

(% p. a.; trojmesačný kľzavý priemer)

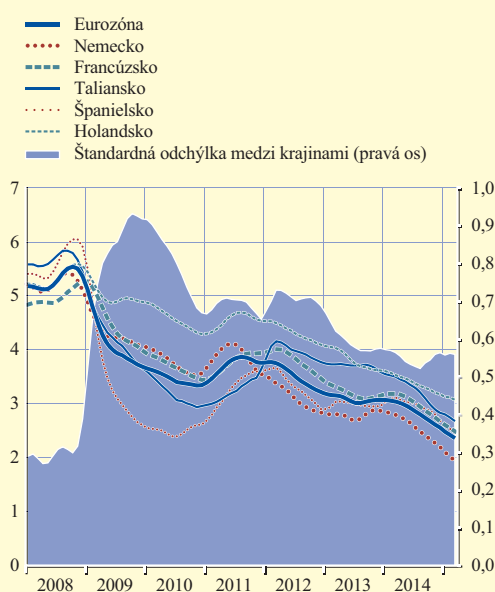


Zdroj: ECB.

Poznámka: Ukazovateľ nákladov na úvery sa určí agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb s použitím 24-mesačného kľzavého priemeru objemov nových obchodov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa určí na základe stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny.

Graf 30 Zložený ukazovateľ nákladov na úvery domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie

(% p. a.; trojmesačný kľzavý priemer)



Zdroj: ECB.

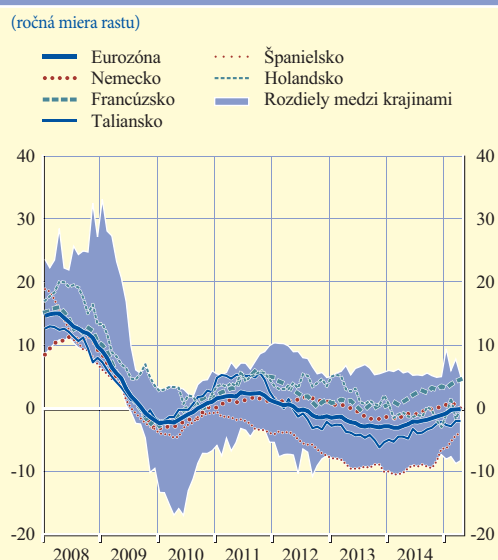
Poznámka: Ukazovateľ nákladov na úvery sa určí agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb s použitím 24-mesačného kľzavého priemeru objemov nových obchodov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa určí na základe stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny.

2014 a od oznámenia rozšíreného programu APP sa zaznamenal významný pokles nominálnych nákladov na bankové úvery pre nefinančné korporácie a domácnosti. Najmä od tretieho štvrťroka 2014, keď ECB zintenzívnila svoje úsilie v súvislosti so zvýšením akomodatívnej politiky, banky postupne prenášali zníženie nákladov na financovanie do nižších úrokových sadzieb bankových úverov. Zložené náklady na úvery domácnostiam na kúpu nehnuteľností poklesli približne o 50 bázických bodov a nefinančným korporáciám o 40 bázických bodov (grafy 29 a 30).

Okrem toho sa rozdiely medzi úrokovými sadzbami bánk v jednotlivých krajinách ďalej zmenšovali. Treba poznamenať, že napriek veľmi povzbudivému vývoju úverových podmienok v eurozóne ako celku sa podmienky poskytovania úverov v jednotlivých krajinách a sektoroch naďalej líšili. Zdá sa, že balíček na uľahčenie prístupu k úverom prijatý v júni 2014 a rozšírený program APP prispeli k zmenšovaniu rozdielov nákladov na poskytovanie úverov medzi jednotlivými krajinami. Tie krajiny eurozóny, ktoré v súčasnosti vykazujú nižšie ročné miery rastu úverov nefinančným korporáciám zaznamenali obzvlášť výrazný pokles úrokových sadzieb týchto úverov.

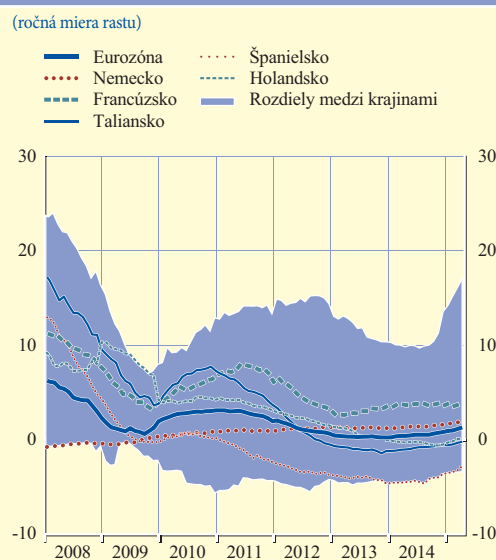
Dynamika celkového úveru zostala tlmená, ale rast úverov súkromnému sektoru sa naďalej zvyšoval. Ročná miera rastu úverov PFI súkromnému sektoru, upravená o predaj a sekuritizáciu, sa ďalej zotavovala a v apríli 2015 sa zvýšila na 0,8 %, z 0,5 % v prvom štvrťroku 2015 a z minima -2,1 % v januári 2014. Konkrétne, pokles úverov nefinančným korporáciám sa ďalej spomaľoval

Graf 31 Úvery PFI nefinančným korporáciám vo vybraných krajinách eurozóny



Zdroj: ECB.
 Poznámka: Očistené od predaja úverov a sekuritizácie. Rozdiel medzi krajinami je vypočítaný ako minimum/maximum z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Toky za január 2009 očistené od predaja úverov a sekuritizácie.

Graf 32 Úvery PFI domácnostiam vo vybraných krajinách eurozóny



Zdroj: ECB.
 Poznámky: Očistené od predaja úverov a sekuritizácie. Rozdiel medzi krajinami je vypočítaný ako minimum/maximum z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Toky za január 2009 očistené od predaja úverov a sekuritizácie.

(graf 31), zatiaľ čo rast úverov domácnostiam sa mierne zvýšil (graf 32). Na tomto vývoji sa výraznou mierou podieľal výrazný pokles úrokových sadzieb bankových úverov, ktorý sa zaznamenal v niektorých častiach eurozóny od leta 2014, ako aj náznaky zlepšenia ponuky a dopytu po bankových úveroch. Hoci má na ponuku úverov v niektorých častiach eurozóny stále vplyv tlmená ekonomická klíma a historicky prísne podmienky poskytovania úverov, najnovšie údaje z prieskumu úverovej aktivity bánk potvrdzujú záver o postupnom uvoľňovaní napätia na strane ponuky úverov a poukazujú na rastúci dopyt po úveroch.

Po zotavení v roku 2014 sa celkový ročný tok financovania nefinančných korporácií z vonkajších zdrojov v prvom štvrtroku 2015 stabilizoval. Nedávna stabilizácia odráža najmä pokles čistého vydávania dlhových cenných papierov nefinančnými korporáciami zaznamenaný koncom leta a začiatkom jesene minulého roka. Najnovšie mesačné údaje ukazujú, že aktivita v oblasti vydávania dlhových cenných papierov sa začiatkom roka 2015 opäť zvýšila po oznámení a implementácii programu nákupu aktív verejného sektora (public sector purchase programme – PSPP). Celkové nominálne náklady na financovanie nefinančných korporácií eurozóny z vonkajších zdrojov v prvom štvrtroku 2014 ďalej klesali a v marci sa stabilizovali na nízkych úrovniach, keď zvýšenie nákladov na financovanie prostredníctvom akcií bolo kompenzované poklesom nákladov na dlhodobé bankové úvery. V apríli a máji 2015 zostali náklady na financovanie prostredníctvom akcií celkovo stabilné na úrovni pred krízy. Náklady na financovanie dlhu prostredníctvom trhu sa po dosiahnutí historicky nízkych úrovni v marci a apríli 2015 v máji zvýšili, ale v oveľa menšej miere ako výnosy štátnych dlhopisov.

6 FIŠKÁLNY VÝVOJ

Hoci sa nominálne saldo v dôsledku cyklického oživenia a nižších úrokových sadzieb zlepšuje, očakáva sa, že v nasledujúcich rokoch sa fiškálna konsolidácia v štrukturálnom vyjadrení celkovo zastaví. Je to sčasti spôsobené skutočnosťou, že v prostredí, v ktorom sa fiškálne pravidlá uplatňujú flexibilnejšie, dochádza k oslabeniu predchádzajúcich obozretných fiškálnych politík. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, na udržateľné zníženie vysokej miery verejného dlhu bude potrebné vynaložiť ďalšie konsolidačné úsilie.

Saldo verejnej správy za eurozónu ako celok by sa malo podľa očakávaní ďalej zlepšovať. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z júna 2015 sa počíta s poklesom pomeru deficitu verejných financií z 2,4 % HDP v roku 2014 na 1,5 % HDP v roku 2017 (tabuľka 1). Toto zlepšenie by malo byť založené na cyklickom vplyve vyplývať z cyklického vplyvu súčasného hospodárskeho oživenia a z klesajúcich nákladov na prijaté úvery. Štrukturálne saldo by však malo zostať do roku 2017 nezmenené, pretože zlepšenie na strane výdavkov by malo zhruba vykompenzovať zníženie priamych daní a sociálnych príspevkov na strane príjmov. V porovnaní s projekciami z marca 2015 sa výhľad pre celkový deficit mierne zlepšil z dôvodu revízie úrokových platieb smerom nadol.

Predpokladá sa, že verejný dlh sa bude v sledovanom období postupne znižovať, zostane však na vysokej úrovni. Pomer dlhu k HDP eurozóny by mal podľa očakávaní začať klesať z najvyššej úrovne 92,0 % HDP v roku 2014 a do konca roka 2017 by mal dosiahnuť 88,4 % HDP. Lepší výhľad v oblasti dlhu, ktorý však predpokladá pomalšie tempo ako v marci, vychádza hlavne z priaznivého vývoja diferenciálu medzi úrokovou sadzbou platenou z obsluhy štátneho dlhu a hospodárskym rastom, ako aj zo zlepšeného primárneho salda. Predpokladaná úroveň dlhu zostáva napriek tomu vysoká, čo poukazuje na potrebu ďalšieho konsolidačného úsilia zameraného na nezvratné znížovanie miery zadlženia. Je to veľmi dôležité aj vzhľadom na zásadné dlhodobé výzvy spôsobené starnutím obyvateľstva. Podľa najnovšej správy o starnutí obyvateľstva z roku 2015, ktorú vypracovali Výbor pre hospodársku politiku a Európska komisia, by mali celkové náklady na starnutie vzrásť v eurozóne do roku 2060 o 1,5 percentuálneho bodu HDP na 28,3 %, pričom v niekoľkých krajinách eurozóny sa očakáva ich výrazný nárast (viac informácií v boxe 7).

Po období uplatňovania rozsiahlych konsolidačných opatrení do roku 2013 sa do roku 2017 očakáva celkovo neutrálna fiškálna politika. Vzhľadom na predpokladané obmedzené konsolidačné úsilie v eurozóne sa očakáva, že rozdiely v štrukturálnom úsilí, s ktorým sa počíta v Pakte

Tabuľka 1 Fiškálny vývoj v eurozóne

(v % HDP)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
a. Príjmy spolu	45,9	46,6	46,7	46,4	46,0	45,8
b. Výdavky spolu	49,5	49,4	49,1	48,5	47,9	47,3
z toho						
c. Úrokové náklady	3,0	2,8	2,6	2,4	2,3	2,2
d. Primárne výdavky (b – c)	46,5	46,6	46,5	46,0	45,5	45,1
Saldo rozpočtu (a – b)	-3,6	-2,9	-2,4	-2,1	-1,8	-1,5
Primárne saldo rozpočtu (a – d)	-0,6	-0,1	0,2	0,4	0,5	0,7
Cyklicky upravené saldo rozpočtu	-3,5	-2,2	-1,9	-1,7	-1,7	-1,4
Štrukturálne saldo	-3,2	-2,2	-1,8	-1,7	-1,7	-1,4
Hrubý dlh	89,1	90,9	92,0	91,5	90,2	88,4
Informatívna položka: reálny HDP (percentuálna zmena)	-0,8	-0,3	0,9	1,5	1,9	2,0

Zdroj: Eurostat a makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému z júna 2015.

Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy za eurozónu vrátane Litvy (aj za obdobie pred rokom 2015) a sú v súlade s údajmi z makroekonomických projekcií ESCB pre eurozónu z júna 2015. Z dôvodu zaokrúhľovania súčty nemusia súhlasiť.

stability a rastu, sa zväčšia. Napriek možnému nedostatočnému štrukturálnemu úsiliu sa v jarnej prognóze Európskej komisie z roku 2015 predpokladá, že vo všetkých krajinách eurozóny, na ktoré sa v súčasnosti vzťahuje postup pri nadmernom deficite (okrem Španielska), sa dodrží termín zrušenia postupu pri nadmernom deficite, hlavne v dôsledku súčasného cyklického vplyvu na znižovanie deficitu. Keďže sa však štrukturálne rozpočtové pozície takmer nezlepšujú, existuje riziko, že by sa mohli zopakovať chyby z predkrízového obdobia, keď sa ukázalo, že zlepšenie celkového salda nebolo trvalé. S narastajúcou dynamikou cyklického oživenia bude potrebné klásť väčší dôraz na udržateľnosť dlhu a na obnovenie konsolidácie s cieľom dosiahnuť pokrok pri dosahovaní strednodobých rozpočtových cieľov vo všetkých krajinách, ktoré potrebujú ďalšiu konsolidáciu (viac v boxe 8).



BOXY

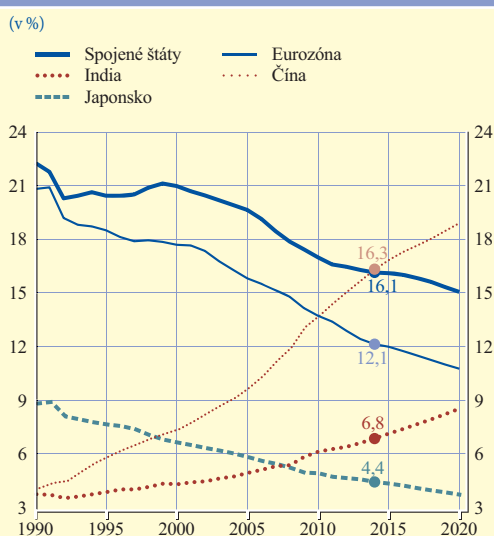
Box 1

RASTÚCI VÝZNAM HOSPODÁRSTVA INDIE

V priebehu poslednej dekády sa celosvetový význam hospodárstva Indie postupne zvyšoval. Z hľadiska parity kúpnej sily bola India už v roku 2014 tretou najväčšou krajinou po Číne a Spojených štátoch. Vzhľadom na hospodársky rast, ktorý by mal podľa mnohých pozorovateľov zostať výrazný aj v budúcnosti, sa však môže príspevok Indie ku globálnemu rastu, a teda jej význam pre výhľad eurozóny, naďalej zvyšovať. V tomto boxe sa pokúsime preskúmať aktuálny vývoj politik, ako aj zhodnotiť hospodársky výhľad krajiny a jeho možné prekážky.

India už teraz zohráva v globálnej ekonomike významnú úlohu. V roku 2014 sa na svetovom HDP meranom paritou kúpnej sily podieľala 6,8 % (graf A), čo predstavovalo druhý najväčší príspevok k rastu po Číne (graf B). Naopak z hľadiska globálneho obchodu a finančných trhov India doposiaľ zohráva relatívne menšiu úlohu. Na vývoze eurozóny v roku 2013 participovala 2 % a na svetovom dovoze len 2,5 %, čo zodpovedá skôr podielu krajiny na svetovom HDP na základe trhových výmenných kurzov. Ku koncu roka 2013 bola India príjemcom menej ako 1 % globálnych priamych zahraničných investícií a pokiaľ ide o jej podiel na investovaných priamych zahraničných investíciách, jeho výška bola v rámci celosvetového objemu ešte menšia (graf C). Vplyv Indie na komoditné trhy a ich dopytovú stranu bol v pomere k obrovskej populácii krajiny taktiež nevýrazný. Napríklad jej podiel na svetovej spotrebe energie bol doposiaľ nižší ako 5 %, čo je omnoho menej ako podiel Číny (viac ako 20 %).

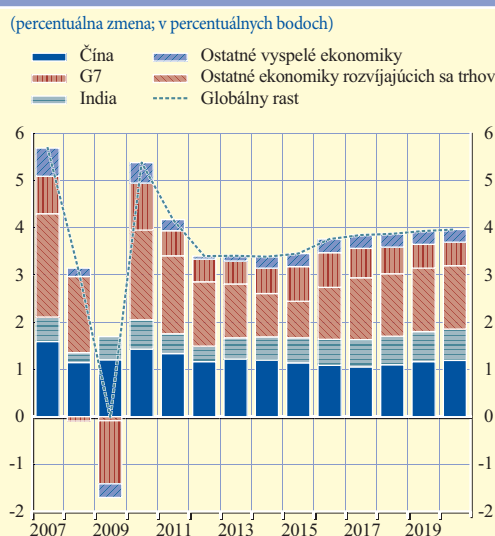
Graf A Podiel na svetovom HDP



Zdroj: IMF World Economic Outlook z apríla 2015 a výpočty ECB.

Poznámka: Podiel na HDP je založený na prepočítaní HDP jednotlivých krajín paritou kúpnej sily. Na grafe sú vyznačené údaje za rok 2014; údaje za nasledujúce roky vychádzajú z predikcie MMF.

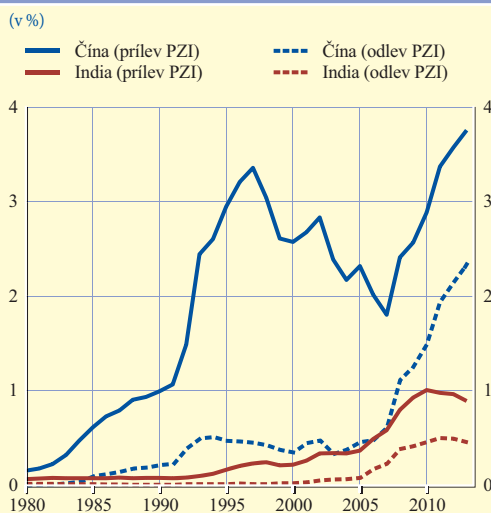
Graf B Príspevky ku globálnemu rastu



Zdroj: IMF World Economic Outlook z apríla 2015 a výpočty ECB.

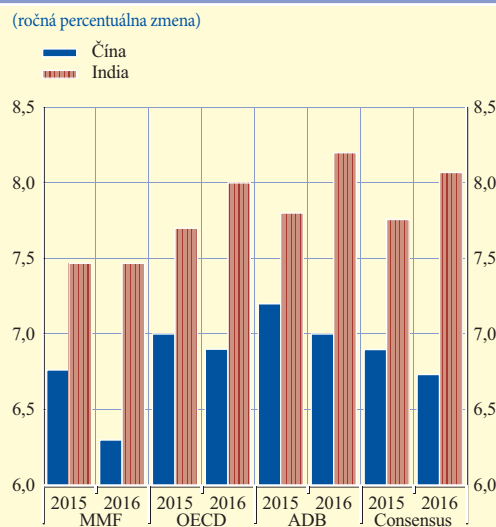
Poznámka: „Ostatné vyspelé ekonomiky“ predstavujú všetky vyspelé ekonomiky okrem krajín G7. „Ostatné ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov“ zahŕňajú všetky ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov okrem Indie a Číny. Údaje za rok 2015 a nasledujúce roky vychádzajú z prognóz MMF.

Graf C Podiel na globálnych PZI



Zdroj: UNCTAD.

Graf D Prognózy rastu Indie a Číny



Zdroj: IMF World Economic Outlook z apríla 2015, OECD Interim Economic Assessment z marca 2015, Asian Development Bank's Asian Development Outlook z marca 2015 a Consensus Economics z mája 2015.
Poznámka: Prognózy rastu Indie podľa MMF, Ázijskej rozvojovej banky (ADB) a Consensus Economics vychádzajú z vývoja vo fiškálnom roku (teda rok 2015 sa vzťahuje na fiškálny rok začínajúci v apríli 2015).

Vo všeobecnosti sa predpokladá, že India v tomto roku predbehne Čínu a bude najrýchlejšie rastúcou veľkou ekonomikou na svete. Krátkodobý výhľad Indie sa zlepšil, k čomu prispeli najmä súčasné reformy politík a nižšie ceny ropy, ktoré pomohli krajine prekonať niektoré dlhodobé makroekonomické problémy vrátane vysokej inflácie a značného deficitu bežného účtu a fiškálneho deficitu. Inflácia spotrebiteľských cien sa v posledných štvrtrokoch významne znížila a očakáva sa, že do konca aktuálneho fiškálneho roka (od apríla 2015 do marca 2016) sa bude pohybovať pod 6 %. Vzhľadom na klesajúcu infláciu mohla Reserve Bank of India na začiatku tohto roka dvakrát znížiť svoju úrokovú sadzbu až na 7,5 %, pričom sa očakáva, že zachová akomodačné nastavenie svojej politiky s cieľom podporiť hospodársky rast. Novoprijatý režim inflačného cielenia by v budúcnosti mohol posilniť dôveryhodnosť menovej politiky Indie. Počas niekoľkých uplynulých rokov sa fiškálny deficit znižoval, pričom rozpočtový deficit ústrednej štátnej správy v minulom fiškálnom roku poklesol na 4,1 % HDP. Tento vývoj bol výsledkom rozhodnutia vlády využiť nižšie svetové ceny ropy a ukončiť niektoré ropné dotácie. Deficit bežného účtu Indie sa v poslednom fiškálnom roku taktiež znížil, keď klesol zo 4,8 % HDP zaznamenaných v roku 2012 približne na 1,4 %. Súčasný reformy vrátane plánov na zvýšenie investícií do verejnej infraštruktúry podľa všetkého priaznivo ovplyvnili podnikateľskú a spotrebiteľskú dôveru, pokiaľ ide o hospodársky výhľad krajiny. Vzhľadom na uvedené, ako aj na posledné údaje, ktoré naznačujú rýchlejšie tempo základného rastu¹, väčšina prognostikov očakáva v niekoľkých budúcich rokoch zrýchľovanie hospodárskeho rastu Indie približne na 8 %; bude teda rýchlejší ako rast Číny (graf D).

1 Aktualizované údaje o HDP uverejnené Ústredným štatistickým úradom Indie 30. januára a 9. februára tohto roku poukazujú na výrazne vyššie tempo rastu za posledné roky. Po tom, ako sa hospodárska aktivita Indie v roku 2012 prepadla na 5,3 % z úrovne 11 % dosiahnutej v roku 2010, sa odhaduje, že v roku 2013 stúpila na 6,4 % a v roku 2014 na 7,2 %, čo predstavuje úpravu nahor o 1,7 respektíve 1,1 percentuálneho bodu.

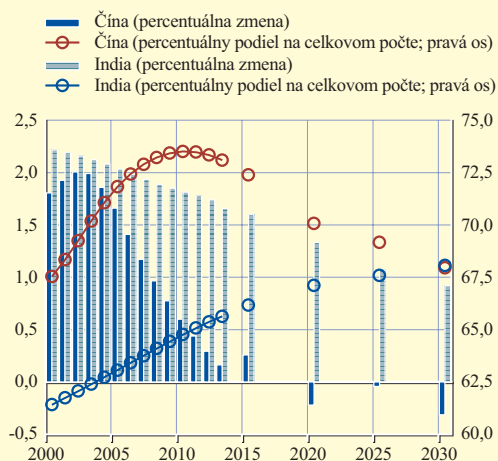
Vzhľadom na silný demografický vývoj krajiny sa očakáva, že si India udrží značný potenciál rastu aj vo vzdialenejšej budúcnosti. Demografické trendy naznačujú, že do roku 2030 India predstihne Čínu a stane sa najľudnatejšou krajinou s najpočetnejšou pracovnou silou na svete. Obyvateľstvo Indie v aktívnom veku bude zrejmé s počtom viac ako jedna miliarda ľudí presahovať súhrnný objem aktívneho obyvateľstva eurozóny, Spojených štátov a Indonézie (teda ekonomík s tretím, štvrtým a piatym najväčším objemom populácie). Okrem toho sa očakáva, že objem obyvateľstva Indie v aktívnom veku v pomere k celkovej populácii krajiny bude na rozdiel od Číny narastať (graf E). V dôsledku toho by mal v priebehu nasledujúcej dekády postupne rásť príspevok práce k potenciálnemu hospodárskemu rastu Indie. Napríklad prognózy MMF a Consensus Economics predpokladajú priemerný rast HDP Indie v rokoch 2015 až 2020 na úrovni 7,6 %.

Výhľad Indie však závisí od schopnosti krajiny riešiť množstvo vážnych problémov. Zdá sa, že najnovšie iniciatívy vlády prispeli k väčšej dôvere na trhu a predstavujú pevnejší základ pre stabilnú makroekonomickú politiku a uvažlivú fiškálnu politiku, pričom umožňujú centrálnej banke sústrediť sa na cenovú stabilitu. Vláda Indie prijala tiež niekoľko opatrení na zlepšenie podnikateľského prostredia. Ďalšie štrukturálne reformy, ktoré budú riešiť staršie prekážky brániace rastu, ako aj opatrenia na zníženie byrokracie a zvýšenie investícií do infraštruktúry, môžu v nadchádzajúcich rokoch podporiť výrazné tempo rastu.

Ak India v plnej miere využije svoj potenciál, jej pozícia vo svetovom hospodárstve sa pravdepodobne zlepší. Vzhľadom na rýchly hospodársky rast krajiny a zvyšovanie jej podielu na svetovom HDP je možné predpokladať aj nárast jej príspevku ku globálnemu rastu. Podľa najnovších prognóz MMF sa očakáva, že príspevok Indie ku globálnemu rastu bude do roku 2018 väčší ako spoločný príspevok krajín G7, zostane však stále na druhom mieste za podielom Číny (graf B).

Graf E Obyvateľstvo v aktívnom veku

(percentuálna zmena; % celkovej populácie)



Zdroj: OSN a Svetová banka.

Poznámka: Údaje za rok 2015 a nasledujúce roky vychádzajú z prognóz.

NAJNOVŠÍ VÝVOJ CIEN AKCIÍ V EUROZÓNE A V SPOJENÝCH ŠTÁTOCH

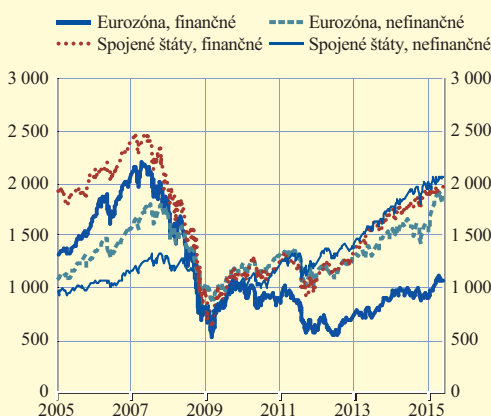
Napriek nedávnemu nárastu zostali ceny akcií v eurozóne tesne pod maximálnymi hodnotami zaznamenanými pred finančnou krízou. Ceny akcií v eurozóne začali opäť narastať od polovice roka 2012, hoci sa prostredie vyznačovalo len tlmenými výhľadmi rastu. Tento vzostupný trend sa v druhom polroku 2014 dočasne zastavil, keď rast cien v eurozóne potlačili obavy z možného návratu recesie (graf A). Na rozdiel od situácie v eurozóne, celkový index cien akcií v Spojených štátoch svoju predkrízovú hodnotu presiahol (graf B).

Tak v eurozóne, ako aj v Spojených štátoch mali ceny akcií finančného sektora v porovnaní s cenami akcií nefinančného sektora slabšie výsledky. Podrobnejšie sektorové členenie ukazuje, že zvýšenie cien akcií nefinančného sektora bolo v Spojených štátoch výraznejšie a bolo rovnomernejšie rozložené naprieč jednotlivými sektormi ako v eurozóne (graf B). Možno to vysvetliť najmä skutočnosťou, že realizované výnosy z akcií, ktoré sú ukazovateľom ziskovosti, boli počas uplynulých piatich rokov vyššie v Spojených štátoch ako v eurozóne. Okrem toho zverejnené informácie o dosiahnutých výnosoch v Spojených štátoch v predchádzajúcom období boli prekvapujúco pozitívne, zatiaľ čo v eurozóne boli horšie, ako trh očakával.

V januári 2015, po oznámení rozšírenia programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP) Európskou centrálnou bankou, sa ceny akcií v eurozóne výrazne zvýšili. Od začiatku roka stúpili o viac ako 17 %, pričom k zvýšeniu dochádzalo naprieč finančným i nefinančným

Graf A Ceny akcií v Spojených štátoch a v eurozóne

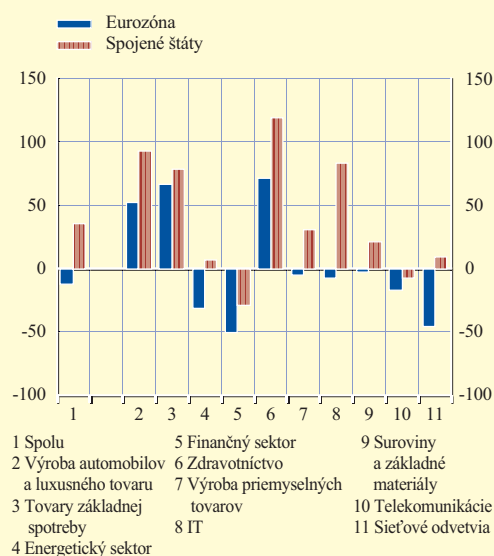
(v bodoch)



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.
Poznámka: Údaje o cenách akcií v sektorovom členení podľa Morgan Stanley Capital International. Posledné údaje sú z 29. mája 2015.

Graf B Porovnanie cien akcií s ich najvyššou predkrízovou úrovňou v júli 2007

(%)

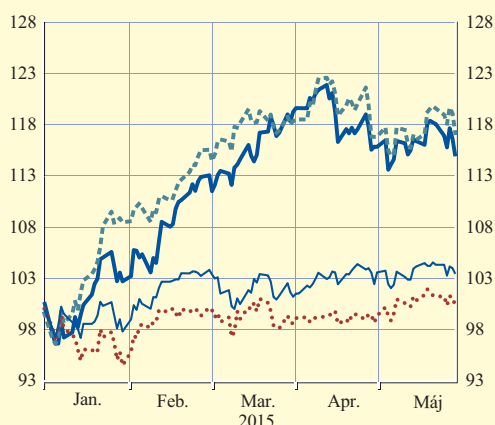


Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.
Poznámka: Údaje o cenách akcií v sektorovom členení podľa Morgan Stanley Capital International. Ceny akcií v Spojených štátoch dosiahli vrchol v októbri 2007, boli však len o niečo vyššie ako v júli 2007. Kvôli zjednodušeniu sa pre obe špičky uvažovalo s jedným časom, zobrala sa špička eurozóny z júla 2007. Posledné údaje sú z 29. mája 2015.

Graf C Cenový vývoj po ohlásení rozšíreného programu APP

(prepočítané, január 2015 = 100)

— Eurozóna, finančné - - - Eurozóna, nefinančné
 Spojené štáty, finančné — US Spojené štáty, nefinančné

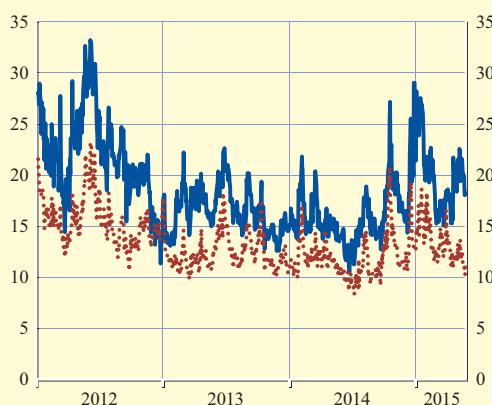


Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.
 Poznámka: Posledné údaje sú z 29. mája 2015.

Graf D Burzová volatilita

(%)

— Eurozóna
 Spojené štáty



Zdroj: Thomson Reuters.
 Poznámka: Posledné údaje sú z 29. mája 2015.

sektorom a jednotlivými jurisdikciami. Uvedená situácia je v kontraste s vývojom v Spojených štátoch, kde akciové indexy zostali od začiatku roka takmer nezmenené (graf C).

Po oznámení rozšírenia programu nákupu aktív sa znížila aj volatilita akciových trhov eurozóny. Pred oznámením rozšírenia APP bola neistota na akciových trhoch eurozóny meraná implikovanou volatilitou do veľkej miery spôsobená zvýšenou neochotou podstupovať riziko v súvislosti s politickou neistotou v Grécku. Neistota na akciových trhoch v eurozóne prudko vzrástla v polovici októbra, keď sa zvýšilo politické napätie v Grécku, a neskôr opäť uprostred decembra, keď bolo zrejmé, že diskusie v gréckom parlamente nepomôžu vyjsť zo slepej uličky (graf D). Po oznámení rozšírenia programu APP volatilita poklesla.

Od polovice apríla sa volatilita na akciových trhoch eurozóny zvyšuje, v prostredí zvýšenej volatility na trhoch štátnych dlhopisov eurozóny. Zvýšená volatilita na dlhopisových trhoch eurozóny v polovici apríla odrážala predovšetkým prudký nárast výnosov na dlhšom konci výnosovej krivky štátnych dlhopisov. Toto zvýšenie odráža najmä technickú korekciu výrazného poklesu, ktorý sa zaznamenal po počiatkovej fáze realizácie rozšíreného programu APP. K odpredaju dlhopisov mohlo výraznou mierou prispieť stádovité správanie investorov v prostredí zhoršujúcej sa situácie v oblasti likvidity.

Na identifikáciu faktorov, ktoré majú vplyv na ceny akcií, sa môže použiť model diskontovaných dividend. V tomto modeli sa cena akcií rovná diskontovanej sume všetkých budúcich dividend (D_t), pričom diskontný faktor je súčtom bezrizikovej úrokovej miery (r) a rizikovej prémie pri akciách (ERP), ktorou sa kompenzujú riziká preberané investormi:

$$P = E \left\{ \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + r + ERP)^t} \right\}.$$

Aby sa dal tento model aplikovať, treba odhadnúť budúci vývoj dividend. Podľa modelu, ktorý navrhli Fuller a Hsia¹, možno predpokladať, že rast dividend bude prebiehať v troch etapách. V prvej etape, o ktorej sa predpokladá, že bude trvať štyri roky, sa očakáva, že dividendy sa budú zvyšovať s mierou rastu g_s . Druhá etapa je prechodným obdobím (s predpokladaným trvaním osem rokov), pre ktoré sa očakáva, že rast dividend sa bude lineárne približovať k dlhodobej ustálenej miere rastu g_L , ktorá bude prevládať v tretej, časovo neohraničenej etape. Podľa Fullera a Hsiaua sa za týchto predpokladov cena akcií vypočíta podľa vzorca

$$P = D \frac{(1 + g_L) + 8(g_s - g_L)}{r + ERP - g_L}.$$

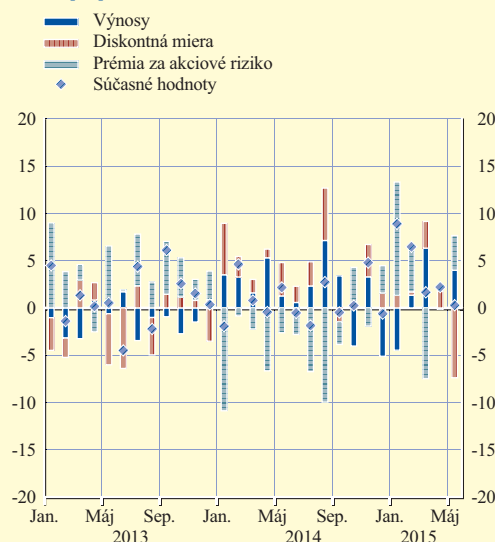
Predpokladá sa, že g_s sa rovná prognóze rastu výnosov na akciu podľa odhadu analytikov, zatiaľ čo g_L sa bude lineárne približovať k budúcej dlhodobej miere rastu HDP podľa prieskumov Consensus Economics.²

Nárast cien akcií, ktorý sa zaznamenal počas prvých mesiacov roka 2015, bol spôsobený najmä zvýšenou ochotou investorov podstupovať riziko a nižšími diskontnými mierami.

Analýza podľa modelu diskontovaných dividend znázornená v grafoch E a F ukazuje, že takmer počas celého roka 2014 bol pozitívny vplyv zlepšenia očakávaných výnosov a zníženia diskontného faktora na ceny akcií kompenzovaný zvýšenou neochotou riskovať (meranou nárastom rizikovej prémie pre akcie), v dôsledku čoho zostali ceny akcií v podstate nezmenené. Tento

Graf E Dekompozícia zmien cien akcií nefinančných korporácií eurozóny pomocou modelu diskontovaných dividend

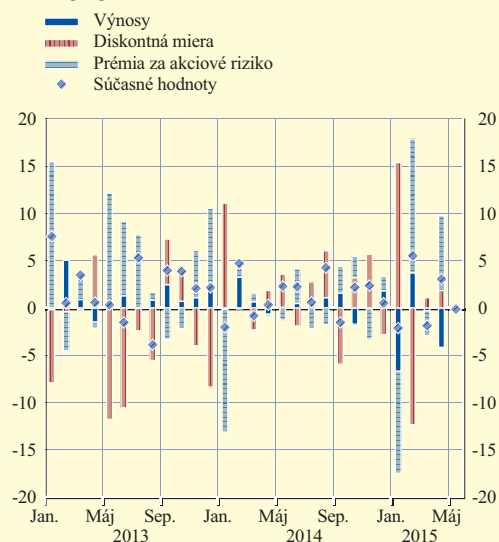
(v %, resp. v p. b., medzimesačná zmena)



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Graf F Dekompozícia zmien cien akcií nefinančných korporácií Spojených štátov pomocou modelu diskontovaných dividend

(v %, resp. v p. b., medzimesačná zmena)



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.

1 Fuller, R. J. a Hsia, C, A Simplified Common Stock Valuation Model (Zjednodušený bežný model oceňovania akcií), *Financial Analysts Journal*, Vol. 40, september – október 1984, ss. 49-56.

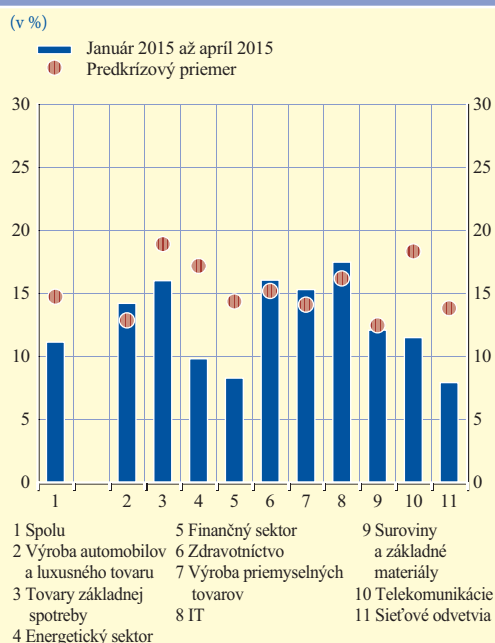
2 V tomto boxe sa za g_s vzali prognózy analytikov I/B/E/S (Institutional Brokers Estimate System (Systém odhadov inštitucionálnych maklérov)) (dlhodobého rastu) výnosov na akciu o tri až päť rokov. Za bezrizikovú mieru r sa považuje desaťročná úroková miera jednodňových indexových swapov. Riziková prémie akcií ERP sa určí dosadením súčasnej úrovne cien akcií P a dividend D do vzorca.

scenár sa zvrátil v januári a februári 2015, po oznámení rozšírenia programu APP, čo viedlo k zmierneniu neochoty investorov podstupovať riziko. Okrem toho modelové odhady naznačujú, že aspoň časť zvýšenia cien akcií zo začiatku roka súvisela s oslabovaním eura a s nízkymi cenami ropy.

V Spojených štátoch bola situácia úplne odlišná, keď sa horšie ekonomické údaje v januári 2015 odrazili aj v očakávaniach nižších výnosov a len v miernom zvýšení cien akcií (graf F). Vplyv na ceny akcií bol relatívne nízky len preto, lebo zverejnenie horších údajov viedlo k zníženiu diskontnej miery v dôsledku pravdepodobného odloženia sprísňovania menovej politiky. Nedávna vlna volatility na dlhopisových trhoch eurozóny, ktorá mala za následok zvýšenie diskontnej miery, sa odrazila v slabšej výkonnosti cien akcií v eurozóne v máji 2015.

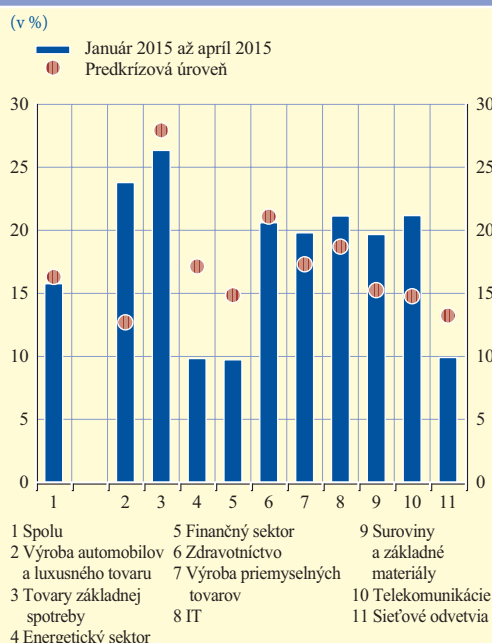
Pokiaľ ide o ďalší vývoj, dlhodobé vyhliadky rastu zostali v eurozóne relatívne tlmené a naďalej limitovali výkonnosť cien akcií eurozóny v porovnaní s akciami v Spojených štátoch. Hoci zverejnené aktuálne makroekonomické údaje boli lepšie ako sa očakávalo, vyhliadky na zvýšenie potenciálneho rastu celkovej produkcie zostali slabé. To malo vplyv na očakávania dlhodobého rastu výnosov odhadované analytikmi, pričom dlhodobé očakávania návratnosti akciového kapitálu zostali v eurozóne na omnoho nižšej úrovni ako v Spojených štátoch (grafy G a H). Ich úroveň bola tiež nižšia ako priemerná hodnota pred krízou.

**Graf G Očakávané výnosy akcií eurozóny
v o dva roky a viac**



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.
Poznámka: Návratnosť kapitálu vypočítaná podľa cenových výnosov a časového radu pomeru ceny k účtovnej hodnote, z indexov Morgan Stanley Capital International. Priemer pred krízy je za obdobie od januára 1999 do júna 2007.

Graf H Očakávané výnosy akcií Spojených štátov v o dva roky a viac



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.
Poznámka: Návratnosť kapitálu vypočítaná podľa cenových výnosov a časového radu pomeru ceny k účtovnej hodnote, z indexov Morgan Stanley Capital International. Priemer pred krízy je za obdobie od januára 1999 do júna 2007.

Napriek postupnému zvyšovaniu cien akcií v eurozóne od polovice roka 2012 a najnovšiemu prudkému nárastu cien akcií po oznámení rozšíreného programu APP, zostali celkovo ceny akcií v eurozóne pod svojimi najvyššími hodnotami pred krízou. Pomery zisku k cene zostali tesne pod svojimi dlhodobými priemerami vo väčšine sektorov. V porovnaní so Spojenými štátmi vykazujú ceny akcií v eurozóne naďalej horšie výsledky, pretože obavy z horšej perspektívy potenciálneho rastu v eurozóne majú naďalej nepriaznivý vplyv na očakávané výnosy.

Box 3

STAV LIKVIDITY A OPERÁCIE MENOVEJ POLITIKY V OBDOBÍ OD 28. JANUÁRA 2015 DO 21. APRÍLA 2015

V boxe sa opisujú operácie menovej politiky ECB počas prvej a druhej periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2015, a to od 28. januára do 10. marca 2015 a od 11. marca do 21. apríla 2015.¹ Úrokové sadzby pre hlavné refinančné operácie, jednoduchové refinančné operácie a jednoduchové sterilizačné operácie zostali v sledovanom období na nezmenenej úrovni, 0,05 %, 0,30 % a -0,20 %.² Tretia cielená refinančná operácia bola uzavretá 25. marca 2015 s pridelenou sumou 97,8 mld. €, keď sa v prvej takejto operácii pridelo 82,6 mld. € a v druhej 129,8 mld. €. ³ Okrem toho 9. marca 2015 začal Eurosystem nakupovať cenné papiere verejného sektora v rámci svojho rozšíreného programu nákupu aktív (Asset Purchase Programme – APP). Do tohto rozšíreného programu patrí programu nákupu aktív verejného sektora (PSPP), tretí program nákupu cenných papierov (CBPP3) a program nákupu cenných papierov krytých dlhopismi (ABSPP).⁴

Potreba likvidity

V porovnaní s priemerom z predchádzajúceho obdobia (12. novembra 2014 až 27. januára 2015) klesla celková denná potreba likvidity bankového systému definovaná ako suma autonómnych faktorov a povinných minimálnych rezerv o 23,5 mld. €, a jej priemerná hodnota v sledovanom období bola 582,2 mld. €. O tento pokles sa pričínili nižšie autonómne faktory, ktorých priemerná úroveň bola 473,1 mld. €.

Dôvodom zníženia autonómnych faktorov bol hlavne nárast faktorov zvyšujúcich likviditu.

Okrem iného išlo o čisté zahraničné aktíva, ktoré sa zvýšili z priemernej hodnoty 35,6 mld. € na 607,6 mld. €, najmä v dôsledku značného štvrtročného precenenia portfólií, najmä kvôli znehodnocovania eura. Tieto zmeny čistých zahraničných aktív čiastočne kompenzovali iné autonómne faktory.

Pokiaľ ide o faktory absorbujúce likviditu, pokles vkladov verejnej správy sa spomalil a ich objem dosiahol priemernú hodnotu 66,1 mld. €, oproti 68,3 mld. € v predchádzajúcom období. Od zníženia sadzieb jednoduchových sterilizačných obchodov v septembri 2014 na -0,20% mali vklady verejnej správy trvalo klesajúcu tendenciu, nakoľko prijatie usmernenia o úročení vkladov verejného sektora⁵ a zavedenie zápornej úrokovej sadzby jednoduchových sterilizačných operácií ECB podnecovalo k znižovaniu hotovostných držieb. Tento trend sa však v druhom udržiavacom období roka 2015 obrátil a vklady verejnej správy sa zvýšili, nakoľko pokračujúci pokles trhových úrokových mier zredukoval možné alternatívy uloženia hotovosti.

1 Udržiavacie periódy sa od januára 2015 predĺžili na šesť týždňov, čím sa zosúladi s harmonogramom zasadnutí Rady guvernérov. Podrobnejšie na internetovej stránke http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140703_1.en.html

2 Uskutočňovanie hlavných refinančných operácií pokračovalo vo forme tendrov s fixnou úrokovou sadzbou a s neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov. Rovnaký postup sa uplatňoval pri trojmesačných dlhodobých refinančných operáciách (LTRO). Ako úroková sadzba týchto operácií sa stanovila priemerná sadzba v hlavných refinančných operáciách v čase trvania príslušnej dlhodobejšej refinančnej operácie.

3 Pokiaľ ide o prvé dve TLTRO, podrobnejšie informácie sú v boxe Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 13. augusta do 11. novembra 2014, *Mesačný bulletin*, ECB, december 2014, s. 33, (<http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-ecb>) a v boxe Liquidity conditions and monetary policy operations in the period from 12 November to 27 January 2015, *Ekonomický bulletin*, ECB, číslo 2, 2015, s.38 (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201502.en.pdf>).

4 Podrobné informácie o rozšírenom programe nákupu aktív sú na internetovej stránke ECB (<http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/html/index.en.html>).

5 Dostupné na: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_168_r_0015_en_txt.pdf

Objem bankoviek v obehu sa zvýšil v priemere o 14,5 mld. € v dôsledku väčšieho dopytu počas veľkonočného obdobia, ale úlohu pritom zohrali aj niektoré faktory špecifické pre jednotlivé krajiny.

V sledovanom období naďalej rástla tiež volatilita autonómnych faktorov. Vyššia volatilita súvisela predovšetkým so zmenami v čistých zahraničných aktívach vzhľadom na štvrtročné preceňovanie aktív v cudzej mene, ale aj so zmenami čistých aktív v eurách, kvôli volatilnejším zahraničným vkladom v Eurosysteme. V porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím zároveň klesla volatilita dopytu po bankovkách; jej vyššia úroveň v predchádzajúcom období bola dôsledkom dočasného vplyvu zmien v dopyte po bankovkách vo vianočnom období.

Priemerná absolútna chyba týždenných prognóz autonómnych faktorov sa v sledovanom období znížila z 8,7 mld. € na 5,4 mld. €, hlavne v dôsledku lepších prognóz vkladov verejnej správy. Napriek tomu však bolo ťažké predvídať investičné aktivity štátnych pokladníc, pretože úrokové miery krátkodobých nástrojov sa v prostredí zvýšenej nadbytočnej likvidity stávali stále zápornejšie.

Poskytovanie likvidity

V sledovanom období vzrástol priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom operácií na voľnom trhu – tendrov a priamych nákupov – o 13,3 mld. € a dosiahol hodnotu 771,9 mld. €. Nárast spôsobilo zvýšenie objemu priamych portfólií (o 48,6 mld. €), ktoré prevážilo priemerný pokles čerpania tendrov (vo výške 35,3 mld. €).

V porovnaní s predchádzajúcim obdobím klesol objem likvidity poskytnutej prostredníctvom tendrov z 546,5 mld. € na priemernú hodnotu 511,2 mld. €. V prvej udržiavacej perióde to bolo ovplyvnené predovšetkým predčasným splatením a skončením doby splatnosti dvoch trojročných dlhodobějších operácií, čo vyústilo do stiahnutia prebytočnej likvidity v objeme 182,0 mld. €. Menšiu časť tejto sumy sa však predsa podarilo vykompenzovať v rámci pravidelných operácií na poskytnutie likvidity, teda hlavných refinančných operácií a trojmesačných dlhodobějších operácií. Za povšimnutie stojí, v marci sa cieľovými dlhodobějšími operáciami podarilo dodať do bankového systému 97,8 mld. €.

Vzrástla aj likvidita poskytnutá prostredníctvom portfólií priamych nákupov, a to v priemere o 48,6 mld. €, čo súviselo so zavedením programu APP. Nárast priemerného objemu likvidity poskytnutej v rámci programov PSPP, CBPP3 a ABSPP (o 22,0 mld. €, 30,4 mld. € a 2,7 mld. €) prevážilo zníženie tohto objemu z dôvodu splatnosti niektorých dlhopisov z portfólia programu pre trh s cennými papiermi a z dvoch predchádzajúcich programov nákupu krytých dlhopisov.

Nadbytočná likvidita

Nadbytočná likvidita vzrástla v sledovanom období o 28,7 mld. € na priemernú hodnotu 181,6 mld. €, pričom medzi dvomi udržiavacími periódami boli výrazné rozdiely. V prvej udržiavacej perióde klesla nadbytočná likvidita na priemernú úroveň 159,8 mld. €, najmä kvôli splatnosti dvoch trojročných dlhodobějších refinančných operácií. V tejto udržiavacej perióde kolísala v rozmedzí od 139,2 mld. € do 198,4 mld. €. V druhej udržiavacej perióde značne

vzrástla, na priemernú hodnotu 209,4 mld. €, najmä v dôsledku vyrovnenia tretej cielenej dlhodobejšej operácie a nákupu dlhopisov v rámci rozšíreného programu APP. V tejto udržiavacej perióde kolísala v rozmedzí od 150,6 mld. € do 273,2 mld. €.

Stav likvidity v Eurosystéme

	od 28. januára 2014 do 21. apríla 2015		od 12. novembra do 27. januára		2. udržiavacia perióda		1. udržiavacia perióda	
Pasíva – potreba likvidity (priemer; mld. €)								
Autonómne faktory likvidity	1 601,6	(+4,5)	1 597,1	1 627,1	(+51,1)	1 576,0	(-27,6)	
Bankovky v obeh	1 010,7	(+14,5)	996,2	1 015,9	(+10,6)	1 005,4	(-0,2)	
Vklady ústrednej štátnej správy	66,1	(-2,1)	68,3	70,2	(+8,0)	62,1	(-4,2)	
Ostatné autonómne faktory	524,8	(-7,9)	532,6	541,0	(+32,5)	508,5	(-23,2)	
Nástroje menovej politiky								
Bežné účty	243,6	(+25,8)	217,8	261,8	(+36,5)	225,3	(-10,9)	
Povinné minimálne rezervy	109,1	(+0,9)	106,3	110,6	(+3,0)	107,5	(+1,3)	
Jednodňové sterilizačné operácie	55,5	(+13,6)	41,9	68,6	(+26,2)	42,4	(-7,9)	
Jemné doladovacie operácie na stiahnutie likvidity	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Aktíva – ponuka likvidity (priemer; v mld. €)								
Autonómne faktory likvidity	1 128,7	(+30,7)	1 098,0	1 162,2	(+66,9)	1 095,3	(-3,4)	
Čisté zahraničné aktíva	607,6	(+35,6)	572,0	625,9	(+36,7)	589,2	(+12,8)	
Čisté aktíva v eurách	521,1	(-4,8)	526,0	536,3	(+30,2)	506,0	(-16,1)	
Nástroje menovej politiky								
Operácie na voľnom trhu	771,9	(+13,3)	758,6	795,6	(+47,3)	748,3	(-43,0)	
Uskutočnené operácie vo forme tendrov	511,2	(-35,3)	546,5	505,0	(-12,6)	517,5	(-55,9)	
Hlavné refinančné operácie	130,7	(+17,4)	113,3	118,9	(-23,7)	142,6	(+23,6)	
Refinančné operácie so špeciálnou dĺžkou trvania	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Dlhodobejšie refinančné operácie so splatnosťou tri mesiace	96,9	(+53,5)	43,4	108,4	(+23,1)	85,3	(+36,3)	
Dlhodobejšie refinančné operácie so splatnosťou tri roky	38,6	(-197,8)	236,4	0,0	(-77,2)	77,2	(-134,3)	
Cielené dlhodobejšie refinančné operácie	245,1	(+91,6)	153,4	277,7	(+65,2)	212,4	(+18,5)	
Portfólia priamych obchodov	260,7	(+48,6)	212,1	290,6	(+59,8)	230,8	(+12,9)	
Prvý program nákupu krytých dlhopisov	26,5	(-2,6)	29,0	26,0	(-1,0)	27,0	(-1,8)	
Druhý program nákupu krytých dlhopisov	11,9	(-0,9)	12,8	11,5	(-0,8)	12,3	(-0,5)	
Tretí program nákupu krytých dlhopisov	55,4	(+30,4)	25,0	63,6	(+16,3)	47,2	(+16,7)	
Program pre trhy s cennými papiermi	141,1	(-3,0)	144,1	140,8	(-0,5)	141,3	(-2,8)	
Program nákupu cenných papierov krytých aktívami	3,8	(+2,7)	1,2	4,7	(+1,7)	3,0	(+1,3)	
Program nákupu aktív verejného sektora	22,0	(+22,0)	0,0	44,0	(+44,0)	0,0	(+0,0)	
Jednodňové refinančné operácie	0,3	(-0,1)	0,4	0,2	(-0,2)	0,4	(-0,1)	
Ostatná likvidita – základné informácie (priemer; v mld. €)								
Celková potreba likvidity	582,2	(-23,5)	605,7	575,8	(-12,8)	588,6	(-23,0)	
Autonómne faktory	473,1	(-26,3)	499,4	465,2	(-15,7)	481,0	(-24,3)	
Nadbytočná likvidita	181,6	(+28,7)	153,0	209,4	(+49,7)	159,8	(-20,0)	
Vývoj úrokových mier (%)								
Hlavné refinančné operácie	0,05	(+0,00)	0,05	0,05	(+0,00)	0,05	(+0,00)	
Jednodňové refinančné operácie	0,30	(+0,00)	0,30	0,30	(+0,00)	0,30	(+0,00)	
Jednodňové sterilizačné operácie	-0,20	(+0,00)	-0,20	-0,20	(+0,00)	-0,20	(+0,00)	
Priemer sadzby EONIA	-0,045	(-0,014)	-0,031	-0,061	(-0,033)	-0,029	(+0,019)	

Zdroj: ECB.

Poznámka: V dôsledku zaokrúhlenia údaj uvedený ako zmena voči predchádzajúcemu obdobiu nemusí zodpovedať aritmetickému rozdielu (môže sa líšiť o 0,1 mld. €).

Vzhľadom na vyššiu úroveň nadbytočnej likvidity výrazne vzrástli denné zostatky na bežných účtoch, keď sa v porovnaní s predchádzajúcim obdobím v priemere zvýšili o 25,8 mld. € na 243,6 mld. €. Podobne sa ďalej zvyšovalo aj využívanie jednodňových sterilizačných operácií, z priemernej úrovne 41,9 mld. € na 55,5 mld. €. V pomere voči nadbytočným rezervám sa v sledovanom období ich využívanie zvýšilo na 29 %, ⁶ v porovnaní s 27 % v predchádzajúcom sledovanom období.⁶

Vývoj úrokových sadzieb

Priemerná hodnota EONIA bola v prvej udržiavacej perióde -2,9 bazického bodu a v druhej -6,1 bazického bodu. Jej pokles naďalej súvisel s premietaním zníženia úrokovej sadzby zo septembra 2014 do krátkodobých sadzieb, s postupným nárastom prebytočnej likvidity a s rastúcim akceptovaním skutočnosti, že záporná sadzba jednodňových sterilizačných obchodov sa premieta do vkladov.

⁶ Priemerná držba nadbytočných rezerv bánk na bežných účtoch.

Box 4

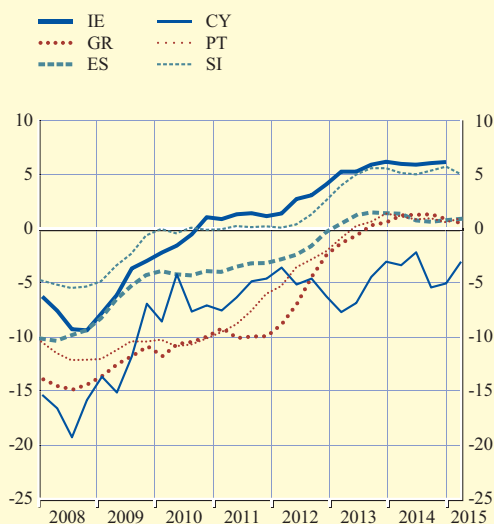
NAJNOVŠÍ VÝVOJ V KRAJINÁCH EUROZÓNY S VEĽKÝM PREDKRÍZOVÝM DEFICITOM BEŽNÉHO ÚČTU

Vo viacerých krajinách eurozóny prebieha reštrukturalizácia externých pozícií. V rokoch, ktoré predchádzali globálnej finančnej kríze, sa v Írsku, Grécku, Španielsku, na Cypre, v Portugalsku a Slovinsku vytvorili obzvlášť veľké deficity bežného účtu.¹ V období rokov 2008 a 2013 došlo k výraznej korekcii bilancie bežných účtov týchto ekonomík a vo väčšine prípadov vznikol prebytok. Tento box prináša bližší pohľad na najnovší vývoj bežného účtu v tejto skupine krajín.²

V roku 2014 sa korekcie bežného účtu v ekonomikách eurozóny s veľkým predkrízovým deficitom zastavili a v niektorých krajinách sa dokonca mierne zvrátili (graf A). V Írsku, Grécku a Slovinsku ostal bežný účet v roku 2014 v porovnaní s predchádzajúcim rokom nezmenený. Mierne sa zhoršil v Španielsku o 0,6 a v Portugalsku o 0,8 percentuálneho bodu HDP. Výraznejšie zhoršenie o 2 percentuálne body bolo zaznamenané na Cypre, hoci tento vývoj v prvom štvrťroku 2015 čiastočne poľavil. Vo všetkých hodnotených krajinách s výnimkou Cypru boli aj naďalej zaznamenané prebytky bežného účtu. Zlepšenie bežného účtu v krajinách s veľkým predkrízovým deficitom zaznamenaným v období medzi rokmi 2008 a 2013 sa vo väčšine prípadov teda udržalo.

Graf A Bilancia bežného účtu

(v percentách HDP, priemer za štyri štvrťroky)

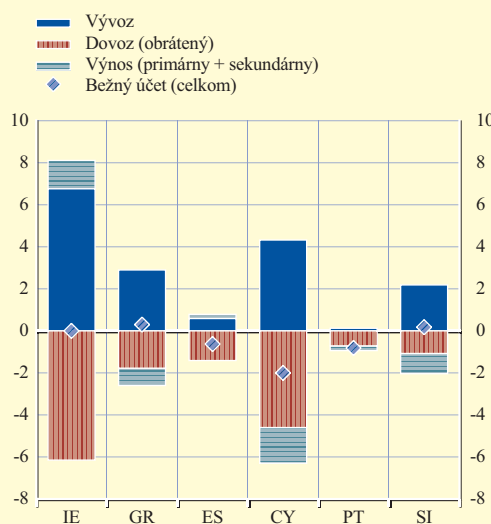


Zdroj: ECB a Eurostat.

Poznámka: Posledné zaznamenané údaje sa vzťahujú na 1. štvrťrok 2015, s výnimkou Írska (4. štvrťrok 2014).

Graf B Rozloženie zmeny bilancie bežného účtu vo vzťahu k HDP v rokoch 2013 až 2014

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: ECB a Eurostat.

Poznámka: Záporný príspevok dovozu naznačuje nárast dovozu vo vzťahu k HDP.

1 Tento box sa zameriava na krajiny, ktoré mali v roku 2008 deficit bežného účtu nad 4 % HDP a prijali euro pred rokom 2008. Cyprus bol pridaný do tejto skupiny, keďže dostal finančnú pomoc EÚ a MMF.

2 Na skoršie pokrizové obdobie sa zameriavajú boxy s názvom „Progress in the current account adjustment in the euro area in 2012“ Mesačný bulletin, ECB júl 2013, a „To what extent has the current account adjustment in the stressed euro area countries been cyclical or structural?“, Mesačný bulletin ECB, január 2014.

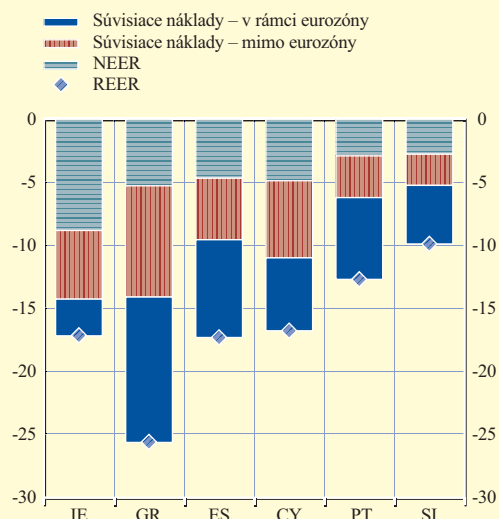
Nedávny vývoj bežného účtu súvisí predovšetkým s oživením dovozu spôsobeným zvýšeným dopytom, ktorý vyvážil pokračujúcu expanziu vývozu. V roku 2014 sa na pozadí posilňovania zahraničného dopytu (graf B) zvýšil vývoz vo väčšine krajín, najmä v Írsku. Zotavenie však nastalo aj na strane dovozu, ktorý trvalo stagnoval, čo sa dá čiastočne vysvetliť postupným oživením rastu domáceho dopytu. Na Cypre, v Grécku, Slovinsku a v menšom rozsahu v Portugalsku zohralo svoju úlohu aj zhoršenie kombinovaného účtu primárnych a sekundárnych výnosov.³ Na Cypre to bolo spôsobené najmä vznikajúcim deficitom na účte výnosov z priamych investícií, v Grécku zhoršením stavu účtu sekundárnych výnosov a v Slovinsku širokým prehlbovaním deficitu výnosov z investícií.

Pri pohľade na obdobie rokov 2009 až 2014 bol pokles na bežnom účte vplyvom stabilizácie domáceho dopytu čiastočne vyvážený trvalým zlepšením relatívnych cien a nákladov, ako aj poklesom cien ropy. V porovnaní s rokom 2009 (kedy nominálny efektívny výmenný kurz eura dosahoval svoj vrchol), reálne efektívne výmenné kurzy krajín s veľkými predkrízovými deficitmi bežného účtu, znížené jednotkovými mzdovými nákladmi, sa oslabili o 10 % až 30 % (graf C). V prípade Írska je za väčšinu reálneho znehodnotenia od roku 2009 zodpovedný pokles nominálneho efektívneho výmenného kurzu, pričom v prípade ostatných krajín oslabenie odzrkadľovalo najmä úpravy jednotkových mzdových nákladov, ktoré sa vzťahovali na ostatné krajiny eurozóny a zvyšok sveta. Krajinám s veľkým predkrízovým deficitom bežného účtu, s výnimkou Slovinska, sa podľa meraní reálneho efektívneho výmenného kurzu oslabeného jednotkovými mzdovými nákladmi, ktorý bol zaznamenaný voči eurozóne v období medzi rokom 1999 a nástupom krízy, už do značnej miery podarilo vyrovnáť so stratami súvisiacimi s nákladovou konkurencieschopnosťou. Tento efekt sa však z jednotkových mzdových nákladov na ceny výrobcov a vývozné ceny v plnej miere nepreniesol, čo bolo dôsledkom takých faktorov, ako sú pretrvávajúce prekážky hospodárskej súťaže na trhu tovarov a zvýšenie nepriamych daní.

Bilancii bežných účtov krajín eurozóny s veľkým predkrízovým deficitom bežného účtu pomohol aj pokles cien ropy v roku 2014. Nižšie ceny ropy majú tendenciu znižovať výdavky na ropu, a znižovať tak štrukturálny deficit obchodu s ropnými produktmi. Vo všetkých krajinách okrem Grécka sa v období od posledného štvrťroku 2013 do posledného štvrťroku 2014 výrazne zmenšili záporné saldo obchodu s ropou (graf D), pričom nižšie ceny ropy boli v dôsledku nárastu domáceho dopytu čiastočne vyvážené silnejším reálnym dovozom ropných produktov.⁴ Výsledné zlep-

Graf C Členenie zmeny reálneho efektívneho výmenného kurzu za obdobie 2009-2014

(v percentách, percentuálnych bodoch)



Zdroj: ECB.

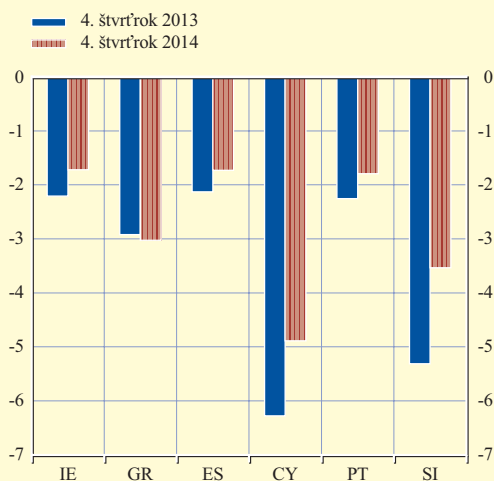
Poznámka: Graf ukazuje reálny efektívny výmenný kurz (REER), oslabený jednotkovými mzdovými nákladmi, voči ostatným krajinám eurozóny a skupine mien EER-20. Pokles REER zodpovedá zlepšeniu nákladovej konkurencieschopnosti.

3 Účet primárnych výnosov zachytáva najmä výnosy z investícií a odmeny zamestnancov. Účet sekundárnych výnosov ukazuje bežné prevody, ako napríklad príjmy z rozpočtu EÚ.

4 V Grécku, a v menšom rozsahu aj v Portugalsku, sa koncentruje priemysel rafinácie ropy, a preto obe krajiny dovážajú i vyvážajú ropu a súvisiace produkty, ako napríklad ľahké ropné destiláty.

Graf D Bilancia obchodu s ropou

(v percentách HDP)

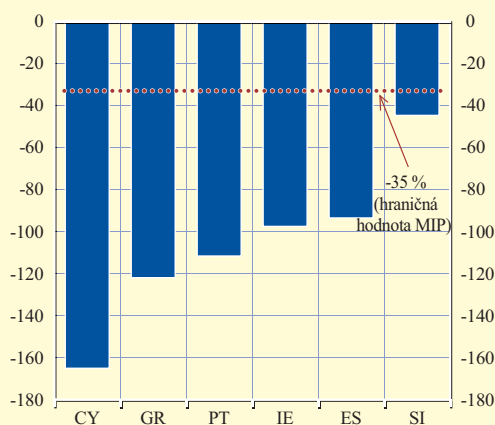


Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Údaje sa vzťahujú na kategóriu SITC 33, t.j. ropa, ropné produkty a príbuzné materiály.

Graf E Čistá medzinárodná investičná pozícia v roku 2014

(v percentách HDP)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Vodorovná čiara zodpovedá hraničnej hodnote -35 % HDP používanej v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe (MIP).

šenie bilancie obchodovania s ropou bolo obzvlášť markantné najmä v prípade Cypru a Slovenska (približne 1,5-2,0 percentuálnych bodov HDP), ale zreteľné bolo aj v Írsku, Španielsku a Portugalsku (približne 0,4-0,5 percentuálneho bodu), kde boli pozitívne účinky poklesu cien ropy na bežný účet čiastočne vyvážené väčším objemom dovozu ropy a ropných produktov v dôsledku nárastu dopytu.

Veľké a pretrvávajúce nerovnováhy si vyžadujú neustálu reštrukturalizáciu externých pozícií.

V krajinách s veľkým predkrízovým deficitom bežného účtu pretrvávajú napriek úpravám bežného účtu v posledných rokoch čisté zahraničné záväzky na úrovni výrazne presahujúcej 35 % HDP. Táto hranica sa používa v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe na označenie potenciálnych externých nerovnováh, ktoré zvyšujú zraniteľnosť voči budúcim otrasom. Vo väčšine hodnotených krajín sú čisté zahraničné záväzky dokonca nad úrovňou 100 % HDP alebo blízko k tejto úrovni (graf E). Zníženie týchto nerovnováh si vyžaduje kombináciu neustáleho zlepšovania bežného účtu a silného nominálneho rastu HDP v strednodobom horizonte.

MONITOROVANIE PRENOSU VÝMENNÝCH KURZOV DO INFLÁCIE HICP

Znehodnocovanie eura od polovice roka 2014 zohráva dôležitú úlohu pri formovaní aktuálneho výhľadu inflácie HICP v eurozóne. V nominálnom efektívnom vyjadrení boli výmenné kurzy v máji 2015 o približne 10 % nižšie ako v decembri 2014 o 15 % nižšie ako v marci 2014, keď sa zaznamenalo maximum predchádzajúcej epizódy znehodnocovania. V tomto boxe sa skúma najnovší vývoj dovozných cien a cien výrobcov ako súčasti typicky oneskoreného a neúplného prenosu pohybov výmenných kurzov do koncových spotrebiteľských cien.

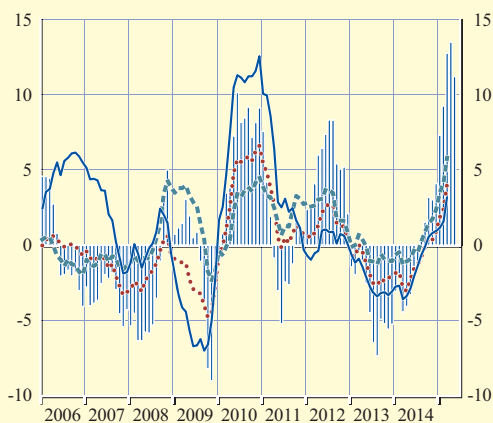
K prenosu zmien výmenných kurzov do inflácie HICP môže dochádzať cez viaceré kanály. Keď zoberieme do úvahy posledné obdobie znehodnocovania eura, prvým kanálom je priamy vplyv na infláciu HICP prostredníctvom maloobchodných reťazcov, pretože dovážaný tovar sa stáva pre koncových spotrebiteľov drahším. Druhý, nepriamy kanál odráža vyššie náklady spôsobené dovozom drahších vstupov a ich premietnutím do medziproduktov a finálnych výrobkov v rozličných stupňoch domácej produkcie. Tretí, tak isto nepriamy kanál, pôsobí prostredníctvom cenových tlakov, ktoré v konečnom dôsledku vyplývajú zo stimulujúceho účinku, ktorý má slabšia mena na hospodársku aktivitu a príjmy.

Dovozné ceny spotrebných tovarov i polotovarov sa v uplynulých mesiacoch prudko zvýšili. Ročná miera zmeny dovozných cien spotrebného tovaru, okrem cien potravín, exportovaných z krajín mimo eurozóny, dosahovala v marci 2015 úroveň 5,8 % (graf A). Toto zvýšenie bolo omnoho väčšie ako v prípade cien za tovar dovážaný z eurozóny, a keďže inflácia cien výrobcov v globálnej ekonomike mala v uplynulých mesiacoch klesajúcu tendenciu, toto porovnanie po-

Graf A Dovozné ceny medziproduktov a spotrebného tovaru

(ročná percentuálna zmena)

- NEER-19 (s opačným znamienkom)
- Dovozné ceny z krajín mimo eurozóny: priemysel bez energií a stavebníctva
- Dovozné ceny z krajín mimo eurozóny: spotrebný tovar mimo potravín
- Dovozné ceny z krajín mimo eurozóny: polotovary

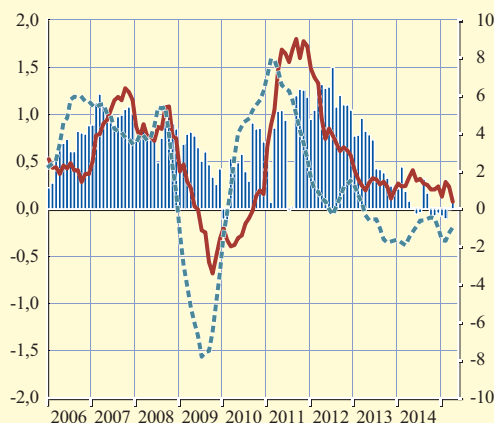


Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje o nominálnom efektívnom výmennom kurze sú z mája 2015 a o dovozných cenách z marca 2015.

Graf B Ceny výrobcov medziproduktov a výrobcov spotrebného tovaru

(ročná percentuálna zmena)

- Priemyselné tovary bez energií v HICP (ľavá os)
- Index cien výrobcov – spotrebný tovar mimo potravín (ľavá os)
- Index cien výrobcov – polotovary (pravá os)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z apríla 2015 (za priemyselné tovary bez energií v HICP z mája 2015).

ukazuje na to, že nárast dovozných cien z krajín mimo eurozóny je predovšetkým odrazom výrazne zvýšeného vplyvu znehodnocovania eura, ktoré sa začalo na jar 2014. Ročná miera zmeny dovozných cien polotovarov sa od jari 2014 tiež výrazne zvýšila. To môže pravdepodobne opäť poukazovať na silný vplyv výmenných kurzov, pretože ceny ropy a surovín, ktoré zohrávajú dôležitú úlohu pri výrobe polotovarov, odvtedy postupne klesali.

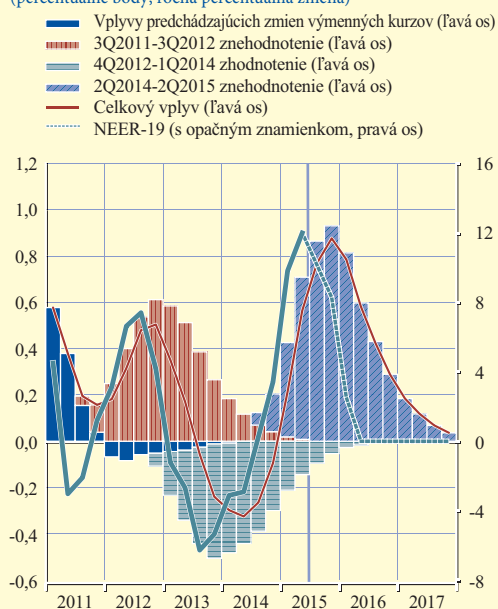
Na rozdiel od toho, ceny výrobcov produkujúcich na domáci trh zatiaľ nevykazujú znaky viditeľného rastu (graf B). Ceny výrobcov závisia nielen od cien dovezených vstupov, ale aj od vývoja nákladov na domácu pracovnú silu a nemzdových nákladov, ako aj od správania sa korporácií v oblasti prispôbovania svojich marží k vývoju nákladov. V tomto kontexte má význam zahraničných vstupov tendenciu v rámci výrobného reťazca klesať. V dôsledku toho býva citlivosť cien výrobcov na zmeny cien dovážaných vstupov relatívne vysoká v odvetviach vyrábajúcich polotovary, ale v odvetviach vyrábajúcich spotrebný tovar prenos zmien zaostáva väčšmi a je tlmenejší.¹ Preto ceny výrobcov spotrebného tovaru určeného na predaj na domacom trhu zatiaľ naďalej zaznamenávajú tlmenejší vývoj, ktorý je v súlade so štandardným prenosom zmeny výmenných kurzov v skorších štádiách výrobného reťazca a tvorby cien.

Prenos zmeny výmenných kurzov do inflácie HICP by mal byť zreteľnejší v nasledujúcich štvrťrokoch.

Výsledky modelov naznačujú, že medzi zmenou výmenných kurzov a jej vplyvom na infláciu HICP môže byť rozdiel niekoľkých štvrťrokov. Tento rozdiel odráža čas potrebný na to, aby sa dovozné ceny premietli do jednotlivých etáp výrobného reťazca a tvorby cien a aby sa tlak na ceny prejavil v domácom hospodárstve v dôsledku pôsobenia výmenných kurzov a vplyvu príjmov. Navyše sa odhaduje, že len približne 15 % priemyselných tovarov v koši HICP (okrem energií) tvorí priamo dovážaný spotrebný tovar. Vzhľadom na oneskorený vplyv prenosu zmien môžu mať pohyby výmenných kurzov súčasne ceny zvyšujúci i ceny znižujúci efekt. Napríklad vplyv nedávneho znehodnotenia eura sa môže prekrývať s oneskoreným dezinflačným vplyvom zhodnotenia eura v období od konca roka 2012 do jari 2014. Preto, ak nedôjde k ďalším zmenám výmenných kurzov, najväčší efekt nedávneho znehodnotenia eura na infláciu sa môže prejsť až koncom roka 2015 (graf C).²

Graf C Prenos zmien výmenných kurzov do inflácie HICP

(percentuálne body; ročná percentuálna zmena)



Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Výpočty sú založené na aktualizovanej verzii modelu opísaného v ECB Working Paper č. 243. Posledné údaje o nominálnom efektívnom výmennom kurze sú za druhý štvrťrok 2015. Predpokladá sa, že index NEER zostane na tejto úrovni do roku 2017.

1 Hahn, E., The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area (Vplyv šokov výmenného kurzu na jednotlivé sektory a ceny v eurozóne), *Working Paper Series*, č. 796, ECB, august 2007.

2 Hahn, E., Pass-through of external shocks to euro area inflation (Prenos vonkajších šokov do inflácie v eurozóne), *Working Paper Series*, č. 243, ECB, júl 2003. Funkcie odozvy na jednotkovú zmenu použité v grafe C sú prevzaté z aktuálnej verzie modelu uvedeného v tejto práci. Tieto odozvy sú porovnateľné s odozvami iných modelov, pokiaľ ide o rozsah a časový priebeh. Treba však mať na pamäti, že prenos sa v jednotlivých časových bodoch môže líšiť od priemernej elasticity, ktorá závisí od typu hlavnej príčiny pohybu výmenného kurzu.

Prenos znehodnotenia eura sa zreteľne prejavil vo výraznom náraste dovozných cien. V súlade s typicky oneskoreným prenosom zmien výmenných kurzov by sa vplyv na ceny výrobcov a spotrebiteľské ceny mal výraznejšie prejavíť v nasledujúcich štvrtrokoch. Oneskorenie a zníženie tohto vplyvu v jeho finálnom premietnutí do spotrebiteľských cien je normálnou vlastnosťou produkčného reťazca a tvorby cien.

Box 6

MIMOBANKOVÉ FINANCOVANIE NEFINANČNÝCH KORPORÁCIÍ EUROZÓNY POČAS KRÍZY

Finančná kríza vzbudila obavy z možného nadmerného spoliehania sa nefinančných korporácií na banky vo vzťahu k financovaniu z vonkajších zdrojov. Platí to najmä pre MSP (malé a stredné podniky) a priemerne kapitalizované korporácie (MSP väčšieho rozsahu), ktorých priamy prístup na kapitálové trhy je obvykle obmedzený a sú preto popri financovaní z vlastných zdrojov a z iných nebankových zdrojov závislé od bankového financovania. Táto výrazná závislosť MSP a priemerne kapitalizovaných korporácií od bankového financovania má za následok, že sú viac zaťažené pokrízovými problémami a potrebou bankového sektora EÚ znižovať mieru zadlženosti. Tento box sa zameriava na financovanie nefinančných korporácií vo všeobecnosti, porovnáva MSP a priemerne kapitalizované korporácie s veľkými podnikmi v období krízy od roku 2009 do roku 2014, a na základe výsledkov prieskumu Európskej centrálnej banky a Európskej komisie hodnotí prístup podnikov k finančným prostriedkom (SAFE)¹. Box najmä ilustruje, že počas trvania krízy mali korporácie s obmedzeným prístupom k úverom – teda korporácie, ktoré v rámci prieskumu SAFE uviedli, že mali obmedzený prístup k bankovým úverom – tendenciu prechádzať na nebankové financovanie (obchodný úver, lízing) častejšie, ako korporácie bez obmedzenia prístupu k úverom. Zdá sa pritom, že problémy korporácií v krajinách najviac postihnutých krízou v súvislosti so zmenou spôsobu financovania sú väčšie.

Na základe prieskumu SAFE možno určiť percentuálny podiel nefinančných korporácií eurozóny rôznych veľkostí, ktoré využívali rozličné finančné nástroje (tabuľka). Korporácie, ktoré sa zúčastnili na prieskume SAFE, boli požiadané, aby odpovedali na otázku, či počas predchádzajúcich šiestich mesiacov využili určitý súbor finančných nástrojov.² Medzi tieto nástroje patria vnútorné zdroje (nerozdelený zisk), granty/zvýhodnené bankové úvery, bankové financovanie (úverové linky, povolené prečerpanie, kreditné karty a úvery), rôzne zdroje nebankového financovania z vonkajších zdrojov, akými sú obchodné úvery, iné úvery (neoficiálne alebo od spriaznených korporácií), lízing, vydané dlhopisy, financovanie podriadeným dlhom a vlastný kapitál.

Tabuľka Využívanie finančných nástrojov nefinančnými korporáciami

(percentuálne priemery z celej vzorky za obdobie 2009 – 2014)

	Mikro	Malé	Stredné	Veľké
Nerozdelené zisky	24	30	38	46
Granty/zvýhodnené úvery	12	16	20	22
Prečerpania bankového účtu	38	43	40	42
Bankové úvery	28	39	43	48
Obchodný úver	26	30	35	38
Ostatné pôžičky	9	12	19	28
Leasing	19	40	50	56
Dlhové cenné papiere	1	1	1	4
Mezanínové úvery	1	2	4	6
Vlastný kapitál	4	6	8	9

Zdroj: Prieskum ECB a Európskej komisie o prístupe podnikov k financiám.

Poznámka: Veľkosť korporácie je definovaná počtom zamestnancov, pričom mikro-podniky majú jedného až deviatich zamestnancov, malé podniky desať až 49 zamestnancov, stredné korporácie 50 až 249 zamestnancov a veľké korporácie 250 a viac zamestnancov. Ostatné úvery sú úvery (okrem obchodného úveru) od spriaznených podnikov alebo akcionárov, rodiny a priateľov. Granty/zvýhodnené úvery zahŕňajú podporu z verejných zdrojov vo forme záruk, úverov so zníženými úrokovými sadzbami, atď. Prečerpania bankových účtov zahŕňajú aj úverové linky alebo výbery kreditnými kartami. Mezanínové úvery sú podriadené úvery, konzorciálne úvery alebo podobné finančné nástroje.

1 Prieskum SAFE je na stránke: <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>

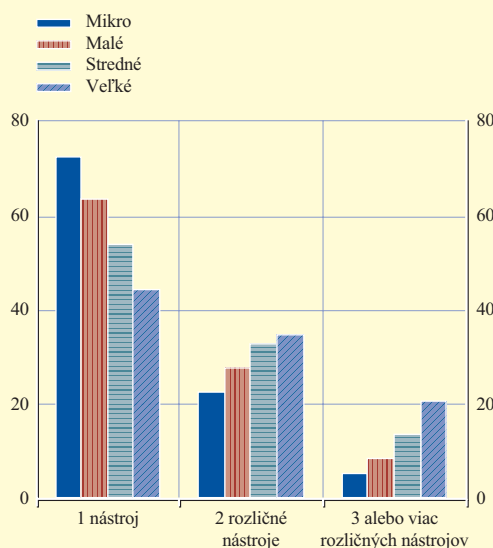
2 Informácie použité pri predchádzajúcej analýze sú z prieskumu SAFE, bližšie informácie sú v prezentácii O'Toola, C., SME lifecycle and non-bank financing in Europe: what determines usage? (Životný cyklus MSP a nebankové financovanie v Európe: čo rozhoduje o jeho využívaní) na seminári ECB: Prístup MSP k finančným prostriedkom: úloha finančných a nefinančných sprostredkovateľov a kapitálových trhov, 11. decembra 2014.

Bankové nástroje, ako sú granty/zvýhodnené úvery, povolené prečerpanie účtu a bankové úvery sa využívajú častejšie ako trhové nástroje, akými sú dlhové cenné papiere, mezanínové financovanie a vlastný kapitál. Korporácie, najmä veľké, využívajú aj nerozdelený zisk (tabuľka). Zatiaľ čo sa zdá, že najčastejšie využívaným nástrojom je lízing, aspoň v prípade stredných a veľkých korporácií, tento nie je nevyhnutne tým najdôležitejším nástrojom pokiaľ ide o objemy alebo financovanie nových investícií. Väčšina nástrojov má typickú črtu: percentuálny podiel ich využívania rastie s veľkosťou korporácie. To potvrdzuje, že veľké korporácie majú lepší a diverzifikovanejší prístup k rozličným zdrojom financovania. Za zmienku stojí, že zo všetkých využívaných nástrojov financovania z vonkajších zdrojov, mikro- a malé podniky uprednostňujú krátkodobé bankové nástroje ako úverové linky, prečerpanie bankového účtu a kreditné karty, po nich nasledujú bankové úvery, obchodné úvery a lízing, zatiaľ čo stredné a veľké korporácie častejšie využívajú lízing, po ktorom nasledujú bankové úvery (dlhodobé i krátkodobé) a obchodné úvery.

Podiel nefinančných korporácií, ktoré využívajú viac ako jeden nebankový zdroj vonkajšieho financovania sa zvyšuje s veľkosťou korporácie. Zo všetkých korporácií, ktoré využívajú nebankové zdroje vonkajšieho financovania, ich 57 % využíva len jeden zdroj financovania, a zvyšok využíva aspoň dva zdroje. Mikro- (72 %), malé (64 %) a stredné (54 %) podniky využívali na financovanie väčšinou len jeden zdroj nebankového nástroja (graf A). Viac ako polovica veľ-

Graf A Podiel nefinančných korporácií využívajúcich jednotlivé nebankové nástroje financovania z vonkajších zdrojov

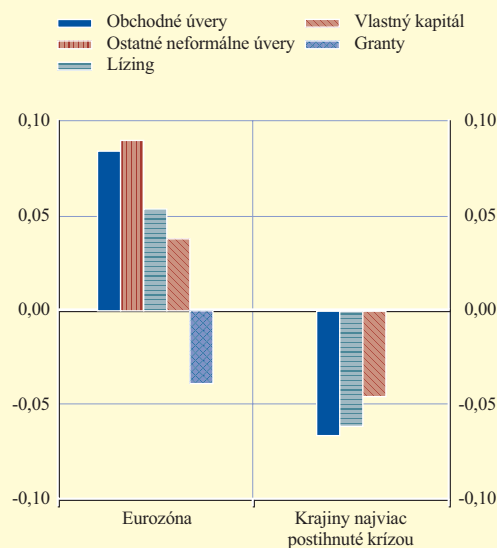
(percentuálne podiely odpovedí z celej vzorky za obdobie 2009 – 2014)



Zdroj: Prieskum ECB a Európskej komisie o prístupe podnikov k financiam.
Poznámka: Veľkosť spoločnosti je definovaná počtom zamestnancov, pričom mikropodniky majú jedného až deviatich zamestnancov, malé podniky desať až 49 zamestnancov, stredné korporácie 50 až 249 zamestnancov a veľké korporácie 250 a viac zamestnancov. Nebankové finančné nástroje sú: obchodné úvery, iné úvery, lízing, dlhové cenné papiere, mezanínové financovanie a vlastný kapitál.

Graf B Pravdepodobnosť, že nefinančné korporácie s obmedzeným prístupom k úverom využijú nebankové nástroje financovania z vonkajších zdrojov

(odhady s použitím metódy najmenších štvorcov)¹⁾



Poznámka: Závislá premenná je binárna veličina, ktorá nadobúda hodnotu 1, ak korporácia využila určitý zdroj financovania počas predchádzajúcich šiestich mesiacov; inak má hodnotu 0. Obdobie odhadu je 2009 – 2014 za 11 krajín eurozóny. Uvedené sú len štatisticky významné koeficienty.

1) Odhady sú vypočítané regresnou metódou vážených najmenších štvorcov (vysvetlenie váh použitých v prieskume je uvedené v správe výsledkov SAFE na stránke <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>). Regresie týkajúce sa vplyvov viazaných na krajinu/odvetvie a vplyvov viazaných na určitý čas sú rozsiahle. Počet pozorovaní sa pohybuje od 39 949 v prípade lízingu po 18 242 v prípade vlastného kapitálu.

kých korporácií (56 %) však využila aspoň dva zdroje nebankového financovania. Rozdiely sa tu zväčšujú s veľkosťou. Napríklad 13 % stredných korporácií a 21 % veľkých korporácií uviedlo, že využili tri alebo viac vonkajších zdrojov nebankového financovania súčasne, pričom tento podiel klesol na 9 % u malých podnikov a 5 % u mikropodnikov.

Ekonometrická analýza poskytuje podrobnejšie informácie o využívaní vonkajších zdrojov financovania z nebankových zdrojov počas krízy. Na preskúmanie determinantov používania nebankového financovania sa regresnou technikou odvodila fiktívna premenná, ktorá nadobúda hodnotu 1, ak korporácia použila konkrétny zdroj externého nebankového financovania počas uplynulých šiestich mesiacov, alebo, v opačnom prípade, hodnotu 0. Sú to faktory špecifické pre jednotlivé korporácie, ktoré súvisia s ich demografiou a finančným postavením a s faktormi súvisiacimi s bankovým financovaním, akými sú náklady na bankové úvery a podmienky poskytovania úverov a ukazovateľ obmedzenosti bankových úverov.³ Tieto premenné sú obzvlášť užitočné pri zisťovaní možných substitučných vzťahov medzi bankovými a nebankovými zdrojmi. Okrem toho sa berú do úvahy premenné na úrovni krajiny, ktoré sa týkajú skutočnej aktivity (rastu HDP a miery nezamestnanosti) a rozlišuje sa medzi krajinami, ktoré boli menej postihnuté krízou (Belgicko, Nemecko, Francúzsko, Holandsko, Rakúsko a Fínsko) a tými, ktorých sa kríza dotkla výraznejšie (Írsko, Grécko, Španielsko, Taliansko a Portugalsko).

Vo všeobecnosti platí, že korporácie s obmedzeným prístupom k financiám častejšie využívali nebankové financovanie, ako je obchodný úver a lízing. Na grafe B sú znázornené odhadované koeficienty ekonometrickej analýzy. Pri pohľade na tie korporácie, ktoré uviedli, že majú obmedzený prístup k bankovým úverom, výsledky ukazujú, že sa s väčšou pravdepodobnosťou spoliehali na nebankové financovanie (obchodný úver a lízing) ako korporácie, ktoré neuvádzali obmedzenia (kladné koeficienty na ľavej strane grafu). Koeficient využívania vlastného kapitálu je tiež štatisticky významný a existujú dôkazy, že korporácie s obmedzeným prístupom k úverom menej využívali granty, čo naznačuje, že korporácie, ktorým už boli zamietnuté žiadosti o poskytnutie bankového úveru, mali problém využívať verejné programy podpory zamerané na získanie garantovaných bankových úverov. Okrem toho, pre korporácie s obmedzeným prístupom k úverom v krajinách postihnutých krízou bolo vo väčšej miere problematické prejsť od bankových úverov k iným zdrojom financovania ako v prípade korporácií s rovnakým obmedzením v ostaných krajinách (záporný koeficient na pravej strane grafu).

Zistenia tejto analýzy celkovo potvrdzujú, že nefinančné korporácie, a najmä MSP, využívajú trhové zdroje financovania v menšej miere, ako bankové financovanie. Hoci kapitálové trhy predstavujú pre nefinančné korporácie významný alternatívny zdroj financovania, sú dostupné najmä pre veľké korporácie s vysokým úverovým ratingom a pre korporácie, ktoré vo všeobecnosti majú sídlo vo väčších krajinách s rozvinutejšími finančnými trhmi. Pokiaľ nefinančné podniky – a najmä MSP – nemajú prístup k alternatívnym zdrojom financovania, akýkoľvek pokles bankových úverov môže mať nepriaznivý vplyv na ich schopnosť financovať investície. Iniciatíva Európskej komisie zameraná na vytvorenie Únie kapitálových trhov prostredníctvom harmonizácie politík finančných trhov a podpory prechodu na trhové financovanie zabezpečí, aby MSP v Európe boli odolnejšie voči šokom v oblasti poskytovania bankových úverov a pomôže im obmedziť prekážky prístupu k financovaniu.

3 Závislá premenná je kategorizačná premenná, ktorá nadobúda hodnotu 1, ak korporácia využila určitý zdroj financovania počas predchádzajúcich šiestich mesiacov; v opačnom prípade má hodnotu 0. Nezávislé premenné sledujú veľkosť, vek, veľkostné skupiny obratu, či sú korporácie nezávislé alebo rodinné a ich finančné postavenie pokiaľ ide o tržby a ziskovosť, vlastný kapitál a úverovú históriu. Všetky premenné sú odvodené z prieskumu.

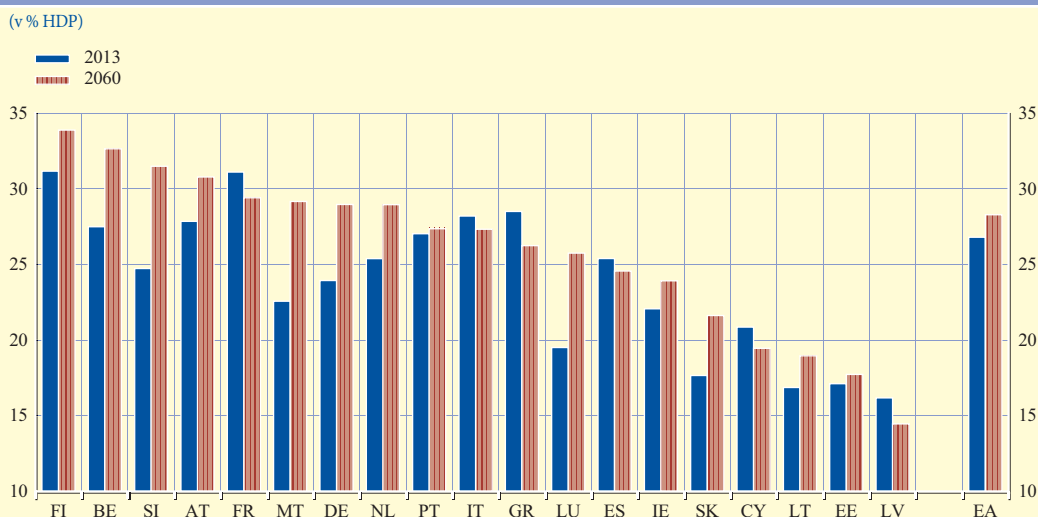
SPRÁVA O STARNUTÍ OBYVATEĽSTVA Z ROKU 2015: AKÉ BUDÚ NÁKLADY NA STARNUTIE V EURÓPE?

Európa čelí demografickej výzve. Miera závislosti v starobe, čiže podiel ľudí vo veku 65 a viac rokov v pomere k pracujúcej populácii, by sa mala podľa projekcií do roku 2060 v eurozóne takmer zdvojnásobiť a vzrásť zo súčasných približne 29 % na viac ako 50 %. Ak sa nezavedú primerané štrukturálne reformy, starnutie obyvateľstva bude mať najmä z dlhodobého hľadiska nepriaznivý dosah na udržateľnosť verejných financií. Vzhľadom na to, že podľa projekcií sa má znížiť aj pracovná sila, starnutie obyvateľstva by malo spomaliť potenciálny rast HDP. Keďže však nepriaznivo ovplyvňuje fiškálnu udržateľnosť aj potenciálny rast, je významné aj pre menovú politiku.

V tomto boxe sa súhrnne hodnotia výsledky najdôležitejších projekcií zo Správy o starnutí obyvateľstva v krajinách eurozóny z roku 2015. Správa o starnutí obyvateľstva za rok 2015 zverejnená 12. mája 2015 je najnovšia zo správ, ktoré každé tri roky vypracúva pracovná skupina pre starnutie obyvateľstva Výboru pre hospodársku politiku. V správe sa pre všetky krajiny EÚ uvádzajú dlhodobé projekcie nákladov súvisiacich s vekom a ich zložky, čiže dôchodky, zdravotná starostlivosť, dlhodobá starostlivosť, školstvo a dávky v nezamestnanosti, na obdobie rokov 2013 – 2060. Tieto projekcie sú založené na spoločne dohodnutej metodike a stanovených demografických a makroekonomických predpokladoch.

V sledovanom období sa v eurozóne bez ohľadu na výrazné rozdiely medzi jednotlivými krajinami očakáva rast nákladov spojených so starnutím obyvateľstva. Podľa správy o starnutí obyvateľstva z roku 2015 sa očakáva, že celkové náklady spojené so starnutím stúpnu v eurozóne o 1,5 percentuálneho bodu HDP, teda z 26,8 % HDP v roku 2013 na 28,3 % v roku 2060 (graf A). Vývoj nákladov spojených so starnutím sa však v jednotlivých krajinách značne líši. Podstatný nárast nákladov spojených so starnutím obyvateľstva sa predpokladá v Slovinsku, na Malte, v Luxembursku, Belgicku a Nemecku (najmenej o 5 percentuálnych bodov HDP), a ich pokles sa očakáva vo Francúzsku, Taliansku, Grécku, Španielsku, na Cypre a v Lotyšsku. V roku 2013 dosiahli tieto

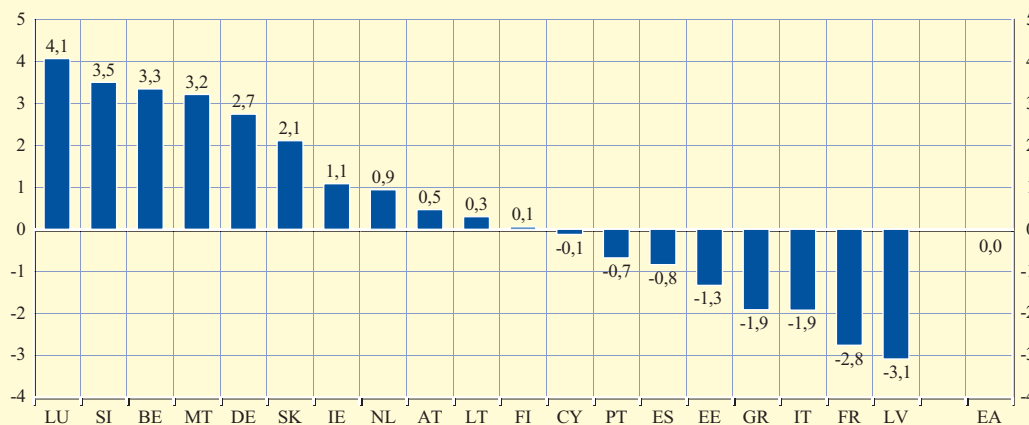
Graf A Celkové náklady na starnutie obyvateľstva



Zdroj: Správa o starnutí obyvateľstva z roku 2015.

Graf B Zmeny dôchodkových nákladov

(percentuálne body HDP, 2013 – 2060)



Zdroj: Správa o starnutí obyvateľstva z roku 2015.

náklady najvyššiu úroveň vo Fínsku a Francúzsku (v oboch prípadoch okolo 31 % HDP), ako aj v Grécku a Taliansku (v oboch prípadoch viac ako 28 % HDP). Očakáva sa, že do roku 2060 budú krajinami s najväčšími problémami spojenými so starnutím obyvateľstva v eurozóne Fínsko, Belgicko a Slovinsko, v ktorých celkové náklady s ním spojené výrazne prevýšia 31 % HDP.

Výdavky na dôchodky, ktoré predstavujú najväčšiu zložku nákladov na starnutie obyvateľstva,¹ majú podľa projekcií zostať v sledovanom období voči HDP v priemere nezmenené. Predpokladá sa, že do roku 2060 sa výdavky na dôchodky v eurozóne vrátia na úroveň 12,3 % HDP, ktorú mali v roku 2013 (graf B). Dynamika výdavkov na dôchodky sa však v jednotlivých krajinách podstatne líši. Očakáva sa, že vo väčšine krajín eurozóny dôjde k rastu výdavkov na dôchodky (najmä v Luxembursku, Slovinsku, Belgicku a na Malte, kde sa očakáva rast o viac ako 3 percentuálne body HDP), pričom ich pokles sa predpokladá v ôsmich krajinách eurozóny (na Cypre, v Portugalsku, Španielsku, Estónsku, Grécku, Taliansku, Francúzsku a Lotyšsku). Zvýšenie nákladov na zdravotníctvo a dlhodobú starostlivosť sa predpokladá vo všetkých krajinách eurozóny.

V porovnaní so správou o starnutí obyvateľstva za rok 2012² sa v sledovanom období predpokladaný nárast celkových nákladov spojených so starnutím upravil výrazne smerom nadol z 3,5 % na 1,5 % HDP. Výrazne sa smerom nadol upravili projekcie v oblasti nákladov na starnutie obyvateľstva pre Luxembursko, Francúzsko a najmä Grécko (najmenej o 4,5 percentuálneho bodu HDP v období rokov 2013 – 2060). Podobný priebeh majú aj zmeny nákladov na dôchodky za eurozónu, ktoré boli v porovnaní s predchádzajúcou správou upravené nadol o 1,2 percentuálneho bodu HDP.³

Revíziu projekcií nákladov na dôchodky smerom nadol spôsobili pravdepodobne skôr priaznivejšie demografické a makroekonomické predpoklady ako skutočné reformy. Až

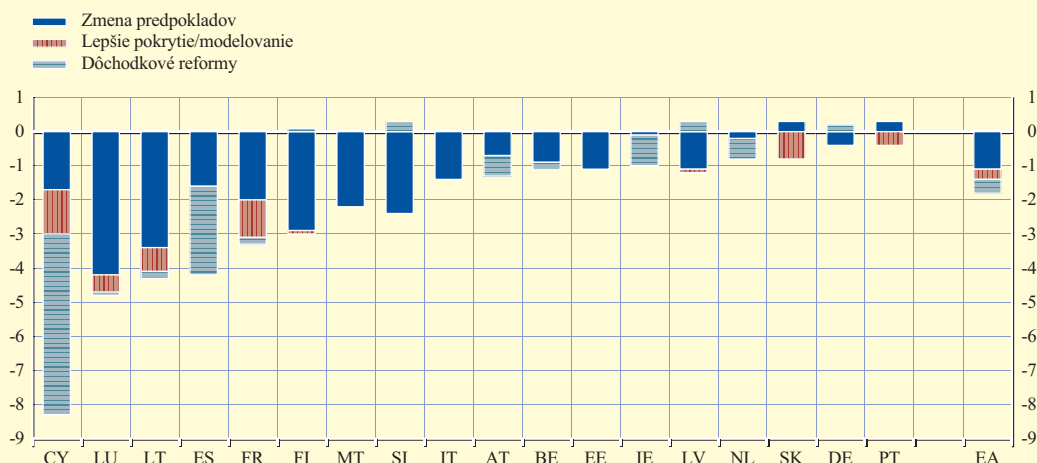
1 Výdavky na dôchodky tvoria v priemere takmer polovicu celkových nákladov na starnutie obyvateľstva, po nich nasleduje (s jednou štvrtinou) zdravotná starostlivosť a školstvo (s jednou pätinou), pričom podiely dlhodobej starostlivosti a dávok v nezamestnanosti sú menšie.

2 Viac informácií sa nachádza aj v boxe s názvom „Fiscal challenges from population ageing: new evidence for the euro area“, *Mesačný bulletin*, ECB, Frankfurt am Main, júl 2012.

3 Údaje uvedené v správe o starnutí obyvateľstva z roku 2012 sa vzťahujú na rovnaké obdobie (2013 – 2060) a v prípade niektorých krajín (Belgicka, Španielska, Cyprus, Lotyšska, Holandska, Slovinska a Slovenska) je v nich zahrnutý aj vplyv vzájomne porovnávaných dôchodkových reforiem, ktoré sa prijali po dokončení správy z roku 2012. Takže bez aktualizovaných údajov zo správy z roku 2012 by bol rozdiel oproti predchádzajúcej správe ešte väčší.

Graf C Revízia zmien dôchodkových nákladov

(percentuálne body HDP, zmeny medzi údajmi zo správ o starnutí z roku 2012 a 2015)



Zdroj: Správa o starnutí obyvateľstva z roku 2015.

Poznámka: Projekcie v správe o starnutí obyvateľstva z roku 2012 sa aktualizovali na základe projekcií tých krajín eurozóny, ktoré v posledných troch rokoch uskutočnili dôchodkovú reformu (Belgicko, Lotyšsko, Holandsko, Slovinsko a Slovensko) (preskúmaných spôsobom peer review), okrem Španielska a Cypru, pre ktoré sú v tomto členení dostupné len pôvodné údaje zo správy o starnutí obyvateľstva z roku 2012. Údaje vychádzajú z údajov Európskeho systému účtov 1995 (ESA 95). Toto členenie nie je dostupné za Grécko. „Zmena predpokladov“ označuje zmeny dôchodkových nákladov na základe demografických a makroekonomických predpokladov. „Lepšie pokrytie/modelovanie“ označuje zmeny dôchodkových nákladov na základe dokonalejšieho pokrytia vnútroštátnych dôchodkových projekcií a/alebo dokonalejších postupov modelovania.

dve tretiny revidovaných údajov sa vysvetľujú východiskovými predpokladmi, pričom vplyv nových dôchodkových reforiem je zrejme v priemere skôr obmedzený (graf C). Nové demografické predpoklady stoja celkovo za približne tretinou revízií dynamiky dôchodkov smerom nadol, ako to naznačuje okrem iného aj výrazná revízia zmeny miery závislosti v starobe smerom nadol (o takmer 4 percentuálne body v období od roku 2013 do roku 2060) v porovnaní s predchádzajúcou správou.⁵ Tento faktor je veľmi dôležitý najmä v prípade Litvy, Lotyšska, Luxemburska, Malty a Slovinska. K revízii projekcií v dôchodkovej oblasti smerom nadol zrejme významne prispeli aj lepšie makroekonomické predpoklady v porovnaní s predchádzajúcou správou – najmä výraznejší pokles miery nezamestnanosti (o 2,4 percentuálneho bodu v porovnaní so správou z roku 2012) (graf D). Vplyv trhu práce je výrazný najmä v prípade Španielska, Talianska, Cypru, Grécka a Portugalska.

Nové projekcie nákladov starnutia obyvateľstva sú v prípade niektorých krajín spojené so značným rizikom, pretože vychádzajú z priaznivých makroekonomických predpokladov.

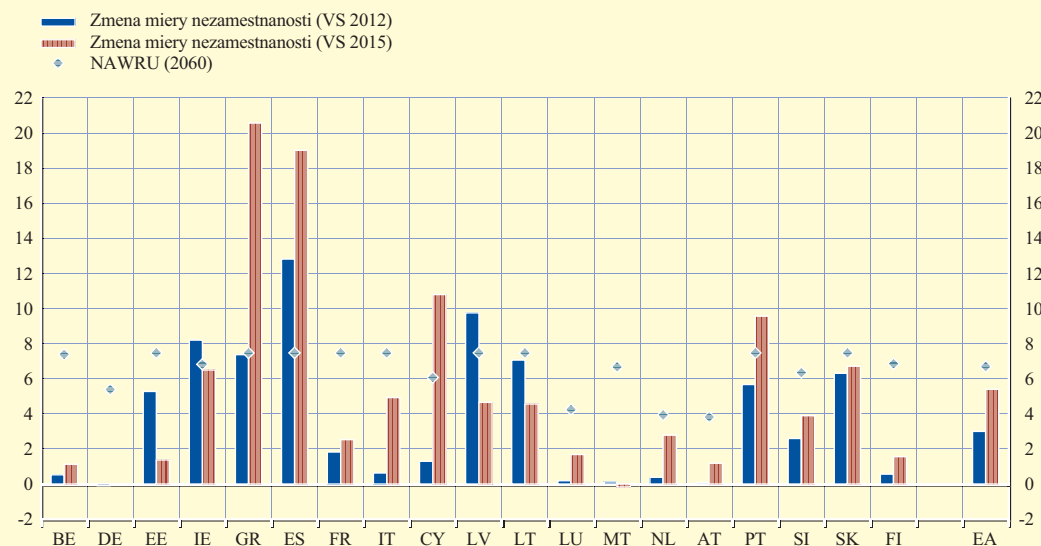
Príliš optimistický sa zdá byť konkrétne predpoklad, že v niektorých krajinách bez podstatných reforiem na podporu rastu dôjde z dlhodobého hľadiska k oživeniu rastu celkovej produktivity faktorov (total factor productivity, TFP), ktorá počas krízy výrazne klesla, a že dosiahne mieru rastu na úrovni 1 %. Platí to aj z historického hľadiska. V období rokov 1999 – 2012 dosahoval rast TFP priemerne okolo 0,7 %, pričom výrazne nižšia bola jeho miera v Belgicku, Španielsku, Taliansku, na Cypre, v Luxembursku a Portugalsku (graf E). Predpoklad, že miera nezamestnanosti bude do roku 2060 klesať a približovať sa dlhodobému priemeru za EÚ na úrovni neprevyšujúcej 7,5 % (v roku 2060 sa v eurozóne predpokladá priemerná miera nezamestnanosti 6,7 %)

4 V prípade Cypru a Španielska graf C ukazuje vzhľadom na dôchodkovú reformu výrazný pokles dôchodkových nákladov. Na rozdiel od ostatných krajín eurozóny, ktoré v posledných troch rokoch uskutočnili dôchodkovú reformu (Belgicko, Lotyšsko, Holandsko, Slovinsko a Slovensko), nie sú pri členení v grafe C dostupné aktualizované projekcie pre Cyprus a Španielsko (preskúmané spôsobom peer review).

5 Demografické predpoklady vychádzajú z demografických prognóz EUROPOP2013, ktoré zverejnil Eurostat v apríli 2014.

Graf D Zmena miery nezamestnanosti

(v %, 2013 – 2060)

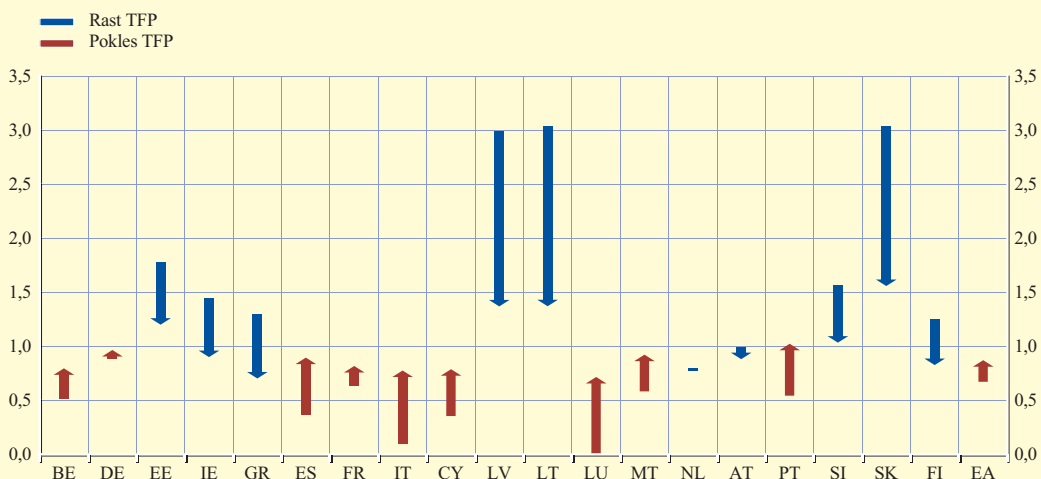


Zdroj: Správa o starnutí obyvateľstva z roku 2015.

Poznámka: Kladná hodnota zmeny miery nezamestnanosti vyjadruje pokles miery nezamestnanosti od roku 2013 do roku 2060. Uvedené hodnoty zo správy o starnutí obyvateľstva z roku 2012 sú prepočítané na obdobie rokov 2013 – 2060. Body označujú úroveň miery nezamestnanosti, pri ktorej nedochádza k zrýchleniu rastu miezd (non-accelerating wage rate of unemployment, NAWRU) v roku 2060 (maximálna úroveň je 7,5 %).

Graf E Zmena rastu celkovej produktivity faktorov (TFP)

(priemerné percentuálne zmeny v období 1999 – 2012 a 2013 – 2060)



Zdroj: Správa o starnutí obyvateľstva z roku 2015 a Eurostat.

Poznámka: Zmena miery rastu TFP na základe porovnania historických priemerov (1999 – 2012) s priemermi projekcií (2013 – 2060). Modrými šípkami je označený pomalší rast TFP v porovnaní s historickými priemermi a červené šípky označujú zrýchlený rast TFP v porovnaní s historickými priemermi.

je prijateľný, len ak sa prijmu podstatné reformy trhu práce. Pokles nezamestnanosti, s ktorým sa počíta v tejto správe, je veľmi výrazný v prípade Grécka, Španielska, Cypru a Portugalska (v období od roku 2013 do roku 2060 okolo 10 alebo viac percentuálnych bodov) (graf D).

Správa o starnutí obyvateľstva sa týmito predpokladmi, ktoré môžu zahŕňať vysoký stupeň neistoty, odkláňa od štandardnej (obozretnej) praxe, že projekcie nepredpokladajú žiadne zmeny politiky. Ak by sa tieto predpoklady nenaplnili podľa očakávaní, v príslušných krajinách by to mohlo spôsobiť podstatne vyššie náklady na starnutie obyvateľstva.

Existuje aj riziko súvisiace so zvrátením zavedených dôchodkových reforiem. V správe sa predpokladá, že sa v plnom rozsahu zavedú všetky dôchodkové reformy, ktoré sa v posledných rokoch plánovali. Ako naznačujú nedávne diskusie v niektorých krajinách, zvrátenie predošlých reforiem nemožno vylúčiť.

Napriek priaznivejším projekciám nákladov na starnutie obyvateľstva v prípade mnohých krajín je na zastavenie rastu týchto nákladov potrebné ďalšie reformné úsilie. Nové projekcie nákladov na starnutie obyvateľstva v niektorých krajinách sú spojené s rizikom, pretože vychádzajú z veľmi optimistických predpokladov vývoja produktivity a trhu práce. Bez reforiem zameraných na zníženie štrukturálnej nezamestnanosti a zvýšenie potenciálneho rastu budú náklady na starnutie obyvateľstva v týchto krajinách podstatne vyššie. Bolo by teda zavádzajúce vykladať si nové projekcie v oblasti nákladov na starnutie tak, že podpora reformného úsilia krajín je menej naliehavá.

Box 8

ÚČINNOSŤ STREDNODOBÝCH ROZPOČTOVÝCH CIEĽOV V SÚVISLOSTI S UKOTVENÍM FISKÁLNYCH POLITÍK

Všetky krajiny eurozóny, ktoré nepodliehali programu finančnej pomoci EÚ a MMF, mali koncom apríla 2015 predložiť Rade ECOFIN a Európskej komisii svoje aktualizované programy stability. Tieto aktualizácie v súlade s preventívnou časťou Paktu stability a rastu navrhujú rozpočtové stratégie vlád na práve prebiehajúci rok a aspoň na tri nadchádzajúce roky. Sú v nich taktiež stanovené strednodobé rozpočtové ciele a plánovaný pokrok smerom k ich dosiahnutiu. Na základe posúdenia programov stability Európska rada v dňoch 25. a 26. júna schváli odporúčania pre fiskálnu politiku jednotlivých krajín. V odporúčaniach bude zohľadnené oznámenie Komisie z januára 2015 o flexibilitě v rámci Paktu stability a rastu,¹ ktoré poskytuje nové usmernenia k požadovanému fiskálnemu úsiliu na dosiahnutie strednodobých cieľov. Vzhľadom na uvedené skutočnosti sa v tomto boxe skúma účinnosť strednodobých cieľov v súvislosti s ukotvením fiskálnych politík v rámci preventívnej časti Paktu stability a rastu.

Strednodobý rozpočtový cieľ je základným kameňom preventívnej časti Paktu stability a rastu. Strednodobý cieľ sa zaviedol s reformou Paktu stability a rastu v roku 2005 a odráža rozpočtový cieľ vlád v strednodobom horizonte. Je definovaný v štrukturálnom vyjadrení, t. j. po očistení od vplyvu hospodárskeho cyklu a prechodných opatrení.² Strednodobé ciele podliehajú každé tri roky pravidelným aktualizáciám, aby odrážali najnovšie odhady hospodárskych a rozpočtových nákladov na starnutie, ktoré sú uverejnené v trojročnej Správe o starnutí obyvateľstva³. V preventívnej časti Paktu stability a rastu sa od krajín požaduje, aby každý rok uskutočnili zodpovedajúci pokrok smerom k dosiahnutiu svojho strednodobého cieľa a aby si po jeho dosiahnutí tento vyvážený štrukturálny rozpočet udržiavali. Pakt stability a rastu konkrétne stanovuje referenčnú hodnotu štrukturálnej úpravy na úrovni 0,5 % HDP smerom k strednodobému cieľu, pričom ráta s väčšími úpravami v dobrých ekonomických časoch a s menšími v zlých ekonomických časoch. Preventívna časť paktu zároveň umožňuje dočasné odchýlenie od strednodobého cieľa krajiny alebo od adaptačného postupu prijatého na jeho dosiahnutie s cieľom zohľadniť vykonávanie významných štrukturálnych reforiem, ktoré majú priame dlhodobé priaznivé účinky na rozpočet, za predpokladu, že daná krajina sa počas programového obdobia programu stability vráti k svojmu strednodobému cieľu.

Zaznamenaných údajov o dosiahnutí strednodobých cieľov je veľmi málo. Aj keď tvoria strednodobé ciele súčasť fiskálneho rámca EÚ už desať rokov, väčšina krajín ich ani v jednom roku počas tohto obdobia nedosiahla. Krajiny eurozóny okrem toho pravidelne posúvajú termín na ich dosiahnutie, čím sa strednodobé ciele stali pohyblivými cieľmi, namiesto toho, aby tvorili pevnú súčasť rozpočtového plánovania. Následkom toho sa eurozóna dostala do

¹ Ďalšie podrobnosti sa nachádzajú v boxe s názvom „Flexibility within the Stability and Growth Pact“, *Ekonomický bulletin*, číslo 1, ECB, február 2015.

² Členské štáty si stanovujú svoje strednodobé ciele podľa konkrétnej situácie. Musia dodržiavať minimálne hodnoty a sú navrhnuté tak, aby plnili tri ciele: (i) Členské štáty si udržiavajú bezpečnostnú rezervu, ktorá im bráni v tom, aby v časoch cyklického poklesu prekročili trojpercentnú referenčnú hodnotu pre deficit daný Maastrichtskou zmluvou. (ii) Dlhy členských štátov sú udržateľné a prihliadajú na hospodárske a rozpočtové dôsledky starnutia obyvateľstva. (iii) Členské štáty majú v rozpočte manévrovací priestor, najmä v prípade potreby zachovania verejných investícií.

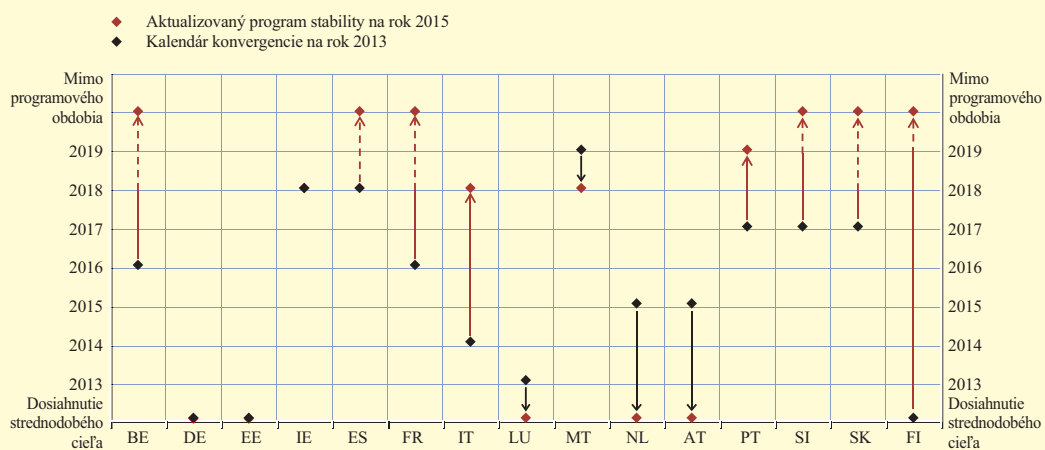
³ Viac informácií aj v boxe 7 tohto vydania Ekonomického bulletinu s názvom Správa o starnutí obyvateľstva za rok 2015: aké budú náklady na starnutie v Európe?

finančnej krízy s rozsiahlym štrukturálnym deficitom⁴, čím sa obmedzil priestor pre proticyklické politické opatrenia a takisto sa zabránilo voľnému pôsobeniu automatických stabilizátorov.

Významnou reformou rámca fiškálneho riadenia EÚ sa mala vyriešiť otázka nedostatku zaznamenaných údajov o dodržiavaní strednodobého cieľa. Vzhľadom na nedostatočné presadzovanie dodržiavania požiadaviek na štrukturálne úsilie v rámci preventívnej časti paktu sa reformami v roku 2011 v rámci tzv. šesťbalíka⁵ ešte viac posilnila preventívna časť Paktu stability a rastu tým, že sa definovalo „výrazné odchýlenie“ od adaptačného postupu na dosiahnutie strednodobého cieľa, na základe ktorého môžu byť krajine uložené finančné sankcie. Zmluvou o stabilite, koordinácii a správe v hospodárskej a menovej únii (TSCG) v roku 2012 sa strednodobé ciele stali ešte ambicioznejšie: Signatárske krajiny eurozóny sa zaviazali k strednodobým cieľom na úrovni nie nižšej ako -0,5 % HDP (v porovnaní so strednodobými cieľmi na úrovni nie nižšej ako -1 % HDP, ktoré platili predtým), pokiaľ miera ich dlhu nie je výrazne nižšia ako 60 % HDP a pokiaľ riziká pre dlhodobú udržateľnosť nie sú nízke. Komisia okrem toho v roku 2013 v nadväznosti na zmluvu TSCG predložila kalendáre konvergenzie, t. j. časové rámce pre

Rok dosiahnutia strednodobého cieľa podľa odporúčania v kalendári konvergenzie na rok 2013 a podľa programov stability na rok 2015

(podľa prepočtov Európskej komisie)



Zdroj: Aktualizované programy stability na rok 2015, pracovné dokumenty Komisie.

Poznámka: Graf porovnáva termíny, ktoré sa stanovili v kalendári konvergenzie v roku 2013 na dosiahnutie strednodobých cieľov s rokmi, v ktorom sa očakáva ich dosiahnutie, tak ako je stanovené v aktualizovaných programoch stability na rok 2015. Roky dosiahnutia strednodobých cieľov sú založené na štrukturálnych saldách uvedených v programoch stability na základe prepočtov Komisie s použitím spoločne dohodnutej metodiky a s prihliadnutím na rozpätie súladu na úrovni 0,25 %. Rok dosiahnutia strednodobého cieľa podľa plánu v rámci programu stability sa následne môže líšiť od roku, v ktorom sa očakáva jeho dosiahnutie podľa výpočtov Komisie. Napríklad Portugalsko má v pláne dosiahnuť svoj strednodobý cieľ v roku 2016, Taliansko a Slovensko v roku 2017, Francúzsko v roku 2018 a Španielsko v roku 2019. V prípade strednodobých cieľov, ktoré sa plánujú dosiahnuť mimo programového obdobia, nie sú k dispozícii prepočítané štrukturálne saldá. Mimo programového obdobia znamená časový rámec po poslednom roku, ktorý je zahrnutý v programe stability na rok 2015, pre Belgicko, Španielsko, Francúzsko a Slovensko je to rok 2018 a pre Fínsko rok 2019. Prerušovaná čiara v grafe teda zobrazuje obdobie mimo programového obdobia. V prípade Írska sa termín nezmenil.

4 Štrukturálne saldo určuje aj nepozorovateľná produkčná medzera, ktorá časom väčšinou podlieha významným revíziám. Podľa odhadov mala produkčná medzera negatívne skreslenie v reálnom čase približne na úrovni 1 % HDP za obdobie rokov 2003 až 2013, z čoho zároveň vyplýva nadhodnotenie štrukturálneho salda v reálnom čase. Pozri aj Kamps, C., Leiner-Killinger, N., Sondermann, D., De Stefani, R. a Rüffer, R., „The identification of fiscal and macroeconomic imbalances – unexploited synergies under the strengthened EU governance framework“, *Occasional Paper Series*, No 157, ECB, Frankfurt nad Mohanom, november 2014.

5 Päť nariadení a jedna smernica o fiškálnom a makroekonomickom dohľade v EÚ.

jednotlivé krajiny na dosiahnutie strednodobých cieľov do určitého roku.⁶ Mechanizmus nápravy, ktorý sa ustanovuje zmluvou TSCG a ktorý by sa mal na vnútroštátnej úrovni v prípade „výrazného odchýlenia“ od strednodobého cieľa alebo od adaptačného postupu na jeho dosiahnutie spustiť automaticky, mal zabezpečiť rýchle priblíženie krajín k svojim strednodobým cieľom.

Dostupné dôkazy však naznačujú, že plnenie strednodobých cieľov sa v posledných rokoch v mnohých krajinách výrazne nezlepšilo (graf). Termíny na dosiahnutie strednodobých cieľov stanovené v programoch stability na rok 2015 sú v porovnaní s predpísanými časovými rámcami v kalendároch konvergenencie z roku 2013 ďalej v budúcnosti. Oznámenie Komisie o flexibilitě v rámci Paktu stability a rastu, ktoré bolo uverejnené začiatkom tohto roka, môže znamenať ďalšie spomalenie pokroku krajín pri plnení strednodobých cieľov.⁷ V oznámení sa objasnila, ale aj rozšírila flexibilita paktu, pokiaľ ide o uplatňovanie pravidiel v troch dôležitých oblastiach: (i) cyklické podmienky, (ii) štrukturálne podmienky a (iii) vládne investície. V prípade, že majú krajiny nárok uplatniť si doložku o štrukturálnej reforme a investičnú doložku, budú sa môcť od adaptačného postupu na dosiahnutie svojich strednodobých cieľov odchýliť.⁸ Napríklad, vo svojich aktualizovaných programoch stability na rok 2015 požiadali Lotyšsko a Taliansko o možnosť uplatniť si doložku o štrukturálnej reforme na rok 2016.⁹ Lotyšsku sa odchýlenie v rámci doložky neumožnilo, pretože krajina nedisponuje dostatočnou rezervou na dosiahnutie deficitu na úrovni 3 %. Taliansku Európska komisia povolila, aby sa dočasne odchýlilo o 0,4 % HDP od požadovanej úpravy smerom k svojmu strednodobému cieľu v roku 2016, po požiadavke nulovej úpravy v roku 2014 a zníženej požiadavke v roku 2015 na základe zmien v prístupe k cyklickým podmienkam, ktoré uplatnila Komisia na jar 2014 a v januári 2015. Litva si uplatnila doložku o dôchodkovej reforme, ale jej oprávnenosť závisí od toho, či Eurostat potvrdí systémovú povahu danej reformy. Ostatné krajiny, napríklad Slovensko, môžu využiť doložku o cyklických podmienkach, keďže požiadavky na úpravu boli v ich prípade znížené.

Využívanie flexibility v rámci Paktu stability a rastu v nadmernej miere by mohlo viesť k ďalším značným a dlhotrvajúcim odchýleniam od adaptačného postupu na dosiahnutie strednodobých cieľov, čím by sa mohli zvýšiť riziká ohrozujúce udržateľnosť dlhu. Je preto nevyhnutné, aby sa zabránilo tzv. syndrómu neustáleho posúvania cieľa, ktorým trpela preventívna časť Paktu stability a rastu pred krízou. Ak sa krajinám eurozóny nepodarí včas obnoviť rozpočtové rezervy, nebudú pripravené na nepriaznivé ekonomické šoky, a práve vtedy je fiskálna stabilizácia najviac potrebná. Súčasná atmosféra posilňovania hospodárskeho oživenia a priaznivé finančné podmienky by sa mali využiť na urýchlenie pokroku pri plnení strednodobých cieľov. Zvýšila by sa tým odolnosť eurozóny.

6 Termíny na dosiahnutie strednodobých cieľov boli stanovené na základe strednodobých rozpočtových plánov predložených v aktualizovaných programoch stability a konvergenčných programoch v roku 2013 a v súlade s Paktom stability a rastu. Pozri Matteo, S. (ed.): „Report on public finances in EMU 2013 – Part 1 Annex 1“, European Economy, Issue 4, Európska komisia, Brusel 2013.

7 Európska komisia 13. januára 2015 vydala oznámenie s názvom Optimálne využívanie flexibility v rámci existujúcich pravidiel Paktu stability a rastu. Pozri http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/2015-01_13_communication_sgp_flexibility_guidelines_en.pdf.

8 Viac informácií v boxe s názvom „Flexibility within the Stability and Growth Pact“, *Ekonomický bulletin*, číslo 1, ECB, február 2015.

9 Rumunsko vo svojom aktualizovanom konvergenčnom programe na rok 2015 požiadalo o možnosť uplatniť si doložku o štrukturálnej reforme, jeho požiadavka však ešte nebola akceptovaná z dôvodu neúplných informácií.



OBSAH

1 Vonkajšie prostredie	S2
2 Finančný vývoj	S3
3 Hospodárska aktivita	S7
4 Ceny a náklady	S11
5 Peňažné a úverové agregáty	S14
6 Fiškálny vývoj	S19

ĎALŠIE INFORMÁCIE

Štatistika ECB s možnosťou sťahovania údajov je dostupná v databáze Statistical Data Warehouse (SDW):

Údaje zo štatistickej časti Ekonomického bulletinu sú dostupné v databáze SDW:

V databáze SDW sa nachádza aj podrobný Štatistický bulletin ECB:

Vysvetlenie metodologických postupov je v časti Všeobecné poznámky Štatistického bulletinu ECB:

Informácie o výpočtoch sú v časti Technické poznámky Štatistického bulletinu ECB:

Vysvetlenie jednotlivých pojmov a skratiek je v štatistickom glosári ECB:

<http://sdw.ecb.europa.eu/>

[http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=\(in preparation\)](http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=(in+preparation))

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045>

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023>

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>

<http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/act2a.en.html>

ZNAČKY A SKRATKY POUŽITÉ V TABUĽKÁCH

- údaje sa nesledujú/nie sú relevantné
- . údaje ešte nie sú k dispozícii
- ... nula alebo zanedbateľné
- (p) predbežné údaje
- s. o. sezónne očistené
- s. n. sezónne neočistené

UZÁVIERKA ÚDAJOV

Dňom uzávierky štatistických údajov uverejnených v Ekonomickom bulletinu je vo všeobecnosti deň predchádzajúci pravidelnému menovopolitickému zasadnutiu Rady guvernérov ECB.

Redakčná uzávierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 2. júna 2015.

1 VONKAJŠIE PROSTREDIE

1.1 Hlavní obchodní partneri, HDP a CPI

	HDP ¹⁾ (percentuálna zmena medzi obdobiami)						CPI (ročná percentuálna zmena)							
	G20	Spojené štáty	Spojené kráľovstvo	Japonsko	Čína	Informatívna položka: eurozóna	Krajiny OECD		Spojené štáty	Spojené kráľovstvo (HICP)	Japonsko	Čína	Informatívna položka: eurozóna ²⁾ (HICP)	
							Spolu	bez potravín a energií						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2012	3,0	2,3	0,7	1,7	7,8	-0,8	2,3	1,8	2,1	2,8	0,0	2,7	2,5	
2013	3,2	2,2	1,7	1,6	7,7	-0,4	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4	
2014	3,3	2,4	2,8	-0,1	7,4	0,9	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4	
2014	Q2	0,8	1,1	0,8	-1,8	2,0	0,1	2,1	1,9	2,1	1,7	3,6	2,2	0,6
	Q3	0,9	1,2	0,6	-0,5	1,9	0,2	1,8	1,9	1,8	1,5	3,3	2,0	0,4
	Q4	0,8	0,5	0,6	0,3	1,5	0,3	1,4	1,8	1,2	0,9	2,5	1,5	0,2
2015	Q1	.	-0,2	0,3	0,6	1,3	0,4	0,6	1,7	-0,1	0,1	2,3	1,2	-0,3
2014	Dec.	-	-	-	-	-	-	1,1	1,8	0,8	0,5	2,4	1,5	-0,2
2015	Jan.	-	-	-	-	-	-	0,5	1,8	-0,1	0,3	2,4	0,8	-0,6
	Feb.	-	-	-	-	-	-	0,6	1,7	0,0	0,0	2,2	1,4	-0,3
	Mar.	-	-	-	-	-	-	0,6	1,7	-0,1	0,0	2,3	1,4	-0,1
	Apr.	-	-	-	-	-	-	0,4	1,6	-0,2	-0,1	0,6	1,5	0,0
	Máj ³⁾	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	0,3

1.2 Hlavní obchodní partneri, index nákupných manažérov a svetový obchod

	Prieskum nákupných manažérov (difúzne indexy; s. o.)									Merchanting – dovoz tovaru ⁴⁾		
	Kompozitný index nákupných manažérov						Globálny index nákupných manažérov ⁵⁾			Globál	Vyspelé ekonomiky	Rozvíjajúce sa trhové ekonomiky
	Globál ⁵⁾	Spojené štáty	Spojené kráľovstvo	Japonsko	Čína	Informatívna položka: eurozóna	Priemyselná výroba	Služby	Nové objednávky na export			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	52,6	54,4	52,0	49,9	50,9	47,2	50,2	51,9	48,5	3,9	2,5	4,8
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,3	52,7	50,7	3,5	-0,2	5,6
2014	54,3	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,4	54,1	51,5	3,8	3,4	4,0
2014 Q2	54,3	58,3	58,6	48,5	50,7	53,4	53,2	54,7	51,1	-0,3	1,0	-1,0
2014 Q3	55,7	59,8	58,5	51,3	52,2	52,8	54,1	56,2	52,0	2,8	1,3	3,6
2014 Q4	53,4	55,6	56,3	50,9	51,4	51,5	52,8	53,6	50,8	1,6	1,8	1,5
2015 Q1	54,0	56,9	57,4	50,4	51,5	53,3	53,3	54,3	50,7	-2,3	1,5	-4,3
2014 Dec.	52,6	53,5	55,3	51,9	51,4	51,4	52,3	52,7	51,2	1,6	1,8	1,5
2015 Jan.	53,1	54,4	56,7	51,7	51,0	52,6	53,1	53,1	51,0	-0,2	2,0	-1,3
2015 Feb.	54,0	57,2	56,6	50,0	51,8	53,3	53,4	54,2	50,7	-1,2	2,2	-3,0
2015 Mar.	55,0	59,2	58,9	49,4	51,8	54,0	53,3	55,5	50,2	-2,3	1,5	-4,3
2015 Apr.	54,2	57,0	58,4	50,7	51,3	53,9	51,4	55,1	49,5	.	.	.
2015 Máj	.	56,1	55,8	51,6	51,2	53,6	51,5	.	49,0	.	.	.

Zdroj: Eurostat (tab. 1.1, stĺpce 3, 6, 10 a 13); BIS (tab. 1.1, stĺpce 2, 4, 9, 11 a 12); OECD (tab. 1.1, stĺpce 1, 5, 7 a 8); Markit (tab. 1.2, col. 1 – 9);

CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis a výpočty ECB (tab. 1.2, stĺpce 10 – 12)

1) Štvrťročné údaje sú sezónne očistené; ročné údaje sezónne neočistené. Údaje za eurozónu sa týkajú skupiny krajín Euro 19.

2) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

3) Odhad je založený na predbežných národných údajoch, ktoré zvyčajne pokrývajú okolo 95 % eurozóny, ako aj na skorších informáciách o cenách energií.

4) V položkách globál a vyspelé ekonomiky nie je zahrnutá eurozóna. Ročné a štvrťročné údaje sú percentá medzi obdobiami; mesačné údaje sú percentá medzi trojmesečnými obdobiami.

Všetky údaje sú sezónne očistené.

5) Bez eurozóny.

2 FINANČNÝ VÝVOJ

2.1 Úrokové miery peňažného trhu

(v % p. a.; priemer za obdobie)

	Eurozóna ¹⁾					Spojené štáty	Japonsko
	Jednodňové vklady (EONIA)	1-mesačné vklady (EURIBOR)	3-mesačné vklady (EURIBOR)	6-mesačné vklady (EURIBOR)	12-mesačné vklady (EURIBOR)	3-mesačné vklady (LIBOR)	3-mesačné vklady (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2012	0,23	0,33	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2014 Q2	0,19	0,22	0,30	0,39	0,57	0,23	0,13
Q3	0,02	0,07	0,16	0,27	0,44	0,23	0,13
Q4	-0,02	0,01	0,08	0,18	0,33	0,24	0,11
2015 Q1	-0,05	0,00	0,05	0,12	0,25	0,26	0,10
2014 Dec.	-0,03	0,02	0,08	0,18	0,33	0,24	0,11
2015 Jan.	-0,05	0,01	0,06	0,15	0,30	0,25	0,10
Feb.	-0,04	0,00	0,05	0,13	0,26	0,26	0,10
Mar.	-0,05	-0,01	0,03	0,10	0,21	0,27	0,10
Apr.	-0,07	-0,03	0,00	0,07	0,18	0,28	0,10
Máj	-0,11	-0,05	-0,01	0,06	0,17	0,28	0,10

2.2 Výnosové krivky

(koniec obdobia; sadzby v % p. a.; spread v percentuálnych bodoch)

	Spotová sadzba					Spread			Okamžitá forwardová sadzba			
	Eurozóna ^{1),2)}					Eurozóna ^{1),2)}	Spojené štáty	Spojené kráľovstvo	Eurozóna ^{1),2)}			
	3-mesačná	1-ročná	2-ročná	5-ročná	10-ročná	10-ročná – 1-ročná	10-ročná – 1-ročná	10-ročná – 1-ročná	1-ročná	2-ročná	5-ročná	10-ročná
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,72	1,76	1,61	1,48	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2014 Q2	0,05	-0,01	0,02	0,47	1,44	1,45	2,43	2,16	-0,04	0,16	1,46	3,09
Q3	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	1,06	1,15	2,39	1,88	-0,14	-0,02	1,03	2,53
Q4	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015 Q1	-0,21	-0,25	-0,22	-0,08	0,26	0,51	1,69	1,19	-0,20	-0,20	0,29	0,81
2014 Dec.	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015 Jan.	-0,15	-0,18	-0,14	-0,02	0,39	0,58	1,50	1,04	-0,13	-0,10	0,34	1,15
Feb.	-0,21	-0,25	-0,20	-0,08	0,37	0,62	1,80	1,45	-0,16	-0,17	0,31	1,19
Mar.	-0,21	-0,25	-0,22	-0,08	0,26	0,51	1,69	1,19	-0,20	-0,20	0,29	0,81
Apr.	-0,28	-0,26	-0,21	0,03	0,42	0,68	1,81	1,39	-0,22	-0,08	0,46	1,05
Máj	-0,24	-0,25	-0,23	0,06	0,61	0,85	1,87	1,32	-0,25	-0,14	0,68	1,46

2.3 Indexy akciového trhu

(hodnota indexu v bodoch; priemer za obdobie)

	Dow Jones EURO STOXX indices												Spojené štáty	Japon-sko
	Benchmark		Hlavné sektory ekonomiky											
	Široký index	50	Základný materiál	Služby zákazníkom	Spotrebný tovar	Ropa a plyn	Finančný sektor	Priemysel	Technológie	Sieťové odvetvia	Teleko-munikácie	Zdravot-níctvo	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	239,7	2 411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1 379,4	9 102,6
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4
2014 Q2	326,5	3 214,0	657,3	219,5	524,2	360,3	184,5	471,9	305,3	284,9	311,9	656,5	1 900,4	14 655,0
Q3	319,4	3 173,1	645,9	213,8	509,8	351,1	178,9	446,0	315,3	288,7	304,0	686,1	1 975,9	15 553,1
Q4	313,0	3 102,5	634,9	214,7	508,5	307,0	174,5	433,4	316,0	280,4	316,7	688,0	2 009,3	16 660,1
2015 Q1	351,8	3 442,0	730,7	253,9	619,6	304,1	186,1	496,1	362,5	286,1	370,1	773,4	2 063,8	18 226,2
2014 Dec.	320,1	3 159,8	651,0	225,2	532,6	288,5	176,0	446,1	330,1	284,7	335,3	687,6	2 054,3	17 541,7
2015 Jan.	327,4	3 207,3	671,1	237,8	564,9	285,0	173,3	464,2	339,0	278,3	343,8	724,2	2 028,2	17 274,4
Feb.	353,2	3 453,8	731,3	254,2	624,8	314,0	185,5	498,7	361,1	286,9	376,8	768,6	2 082,2	18 053,2
Mar.	373,9	3 655,3	787,2	268,9	666,9	313,5	198,9	524,1	386,2	292,9	389,2	824,6	2 080,4	19 197,6
Apr.	383,3	3 733,8	798,2	275,7	678,6	331,0	204,9	535,7	394,2	299,5	395,0	861,4	2 094,9	19 767,9
Máj	373,4	3 617,9	765,0	268,9	662,1	326,5	199,3	522,4	389,5	294,0	389,2	827,6	2 111,9	19 974,2

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny, viac vo Všeobecných poznámkach Štatistického bulletinu ECB.

2) Výpočty ECB založené na údajoch poskytnutých EuroMTS a na ratingoch poskytnutých Fitch Ratings.

2.4 Úrokové miery PFI z úverov domácnostiam a z vkladov domácností (nové obchody)^{1), 2)}

(v % p. a.; priemer za obdobie, ak nie je uvedené inak)

		Vklady				Revolvingové úvery a prečerpania	Poskytnuté úvery z kreditných kariet	Spotrebiteľské úvery			Úvery podnikom s jedným vlastníkom a partnerstvom nezapsaným v obchodnom registri	Úvery na bývanie					Kompozitný indikátor nákladov na požíčavanie
		splatné na požiadanie	splatné na požiadanie do 3 mesiacov	s dohodnutou splatnosťou:				podľa začiatočného obdobia fixácie sadzby		RPSP ³⁾		podľa začiatočného obdobia fixácie sadzby				RPMP ³⁾	
				do 2 rokov	nad 2 roky			pohyblivá sadzba do 1 roka	nad 1 rok			pohyblivá sadzba do 1 roka	nad 2 a do 5 rokov	nad 5 a do 10 rokov	nad 10 rokov		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2014	Apr.	0,27	1,06	1,54	1,83	7,61	17,22	5,58	6,60	6,98	3,21	2,72	2,91	3,00	3,24	3,22	2,99
	Máj	0,27	1,05	1,40	1,72	7,55	17,23	5,62	6,73	7,09	3,33	2,71	2,87	2,96	3,14	3,16	2,93
	Jún	0,27	1,04	1,32	1,74	7,58	17,19	5,45	6,61	6,94	3,20	2,66	2,85	2,89	3,09	3,13	2,87
	Júl	0,24	1,01	1,30	1,75	7,43	17,04	5,55	6,54	6,91	3,09	2,63	2,75	2,81	2,99	3,05	2,79
	Aug.	0,24	0,93	1,21	1,66	7,43	17,00	5,55	6,52	6,87	3,09	2,56	2,74	2,73	2,87	2,98	2,75
	Sep.	0,23	0,92	1,19	1,70	7,32	17,05	5,37	6,49	6,84	2,92	2,50	2,69	2,63	2,83	2,89	2,68
	Okt.	0,22	0,91	1,10	1,65	7,15	16,94	5,42	6,43	6,84	2,92	2,43	2,63	2,56	2,79	2,82	2,61
	Nov.	0,21	0,89	1,02	1,66	7,12	17,10	5,59	6,48	6,83	2,96	2,43	2,53	2,52	2,73	2,79	2,55
	Dec.	0,22	0,86	0,96	1,58	7,08	17,02	5,06	6,14	6,45	2,73	2,42	2,52	2,53	2,69	2,77	2,50
2015	Jan.	0,21	0,84	1,01	1,95	7,11	17,07	5,28	6,30	6,63	2,79	2,31	2,54	2,43	2,42	2,70	2,40
	Feb.	0,20	0,82	0,98	1,53	7,07	17,00	5,21	6,23	6,63	2,79	2,07	2,47	2,33	2,50	2,54	2,38
	Mar. ^(p)	0,18	0,80	0,90	1,38	7,08	17,00	5,15	6,03	6,39	2,73	2,10	2,45	2,28	2,42	2,52	2,30

2.5 Úrokové miery PFI z úverov nefinančným korporáciám a z vkladov nefinančných korporácií (nové obchody)^{1), 4)}

(v % p. a.; priemer za obdobie, ak nie je uvedené inak)

		Vklady			Revolvingové úvery a prečerpania	Ostatné úvery podľa veľkosti a začiatočného obdobia fixácie sadzby									Kompozitný indikátor nákladov na požíčavanie
		splatné na požiadanie	s dohodnutou splatnosťou:			do 0,25 mil. EUR			nad 0,25 mil. EUR a do 1 mil. EUR			nad 1 mil. EUR			
			do 2 rokov	nad 2 roky		pohyblivá sadzba do 3 mesiacov	nad 3 mesiace a do 1 roka	nad 1 rok	pohyblivá sadzba do 3 mesiacov	nad 3 mesiace a do 1 roka	nad 1 rok	pohyblivá sadzba do 3 mesiacov	nad 3 mesiace a do 1 roka	nad 1 rok	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2014	Apr.	0,34	0,72	1,60	3,99	4,57	4,48	3,80	2,81	3,52	3,15	2,20	2,55	2,88	2,98
	Máj	0,34	0,64	1,38	3,92	4,50	4,51	3,86	2,81	3,45	3,09	2,06	2,40	2,80	2,91
	Jún	0,31	0,59	1,52	3,88	4,29	4,37	3,78	2,68	3,26	3,05	1,94	2,74	2,68	2,79
	Júl	0,28	0,59	1,49	3,76	4,32	4,31	3,63	2,65	3,29	2,93	1,90	2,42	2,69	2,76
	Aug.	0,28	0,49	1,63	3,71	4,18	4,28	3,55	2,56	3,20	2,83	1,74	2,43	2,56	2,68
	Sep.	0,26	0,51	1,53	3,69	3,98	4,04	3,53	2,46	3,02	2,75	1,80	2,38	2,41	2,65
	Okt.	0,25	0,50	1,43	3,61	3,98	3,94	3,54	2,44	2,92	2,69	1,74	2,26	2,49	2,58
	Nov.	0,25	0,44	1,20	3,54	3,76	3,87	3,42	2,38	2,84	2,61	1,73	2,18	2,25	2,49
	Dec.	0,24	0,43	1,29	3,44	3,68	3,74	3,27	2,35	2,78	2,47	1,74	2,18	2,09	2,43
2015	Jan.	0,23	0,44	1,28	3,43	3,77	3,84	2,98	2,32	2,82	2,04	1,66	2,04	2,14	2,43
	Feb.	0,22	0,35	1,09	3,37	3,55	3,71	3,12	2,24	2,70	2,37	1,52	1,99	2,13	2,34
	Mar. ^(p)	0,21	0,33	1,14	3,33	3,45	3,65	3,12	2,16	2,69	2,31	1,62	2,10	1,99	2,34

2.6 Dlhové cenné papiere emitované rezidentmi eurozóny podľa sektora emitenta a začiatočnej splatnosti

(v mld. EUR; transakcie počas mesiaca a stav na konci obdobia; nominálne hodnoty)

		Stav						Hrubé emisie ⁵⁾							
		Spolu	PFI (vrátane Eurosystému)	Korporácie iné ako PFI		Verejná správa		Spolu	PFI (vrátane Eurosystému)	Korporácie iné ako PFI		Verejná správa			
				Finančné korporácie iné ako PFI	Nefinančné korporácie	Ústredná štátna správa	Ostatná verejná správa			Finančné korporácie iné ako PFI	Nefinančné korporácie	Ústredná štátna správa	Ostatná verejná správa		
														FVC ⁶⁾	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Krátkodobé															
2012		1 417	573	146	.	75	558	65	702	490	37	.	52	103	21
2013		1 238	468	122	.	67	529	53	507	314	30	.	44	99	21
2014		1 247	481	119	.	58	538	50	401	211	34	.	39	93	25
2014	Okt.	1 307	495	135	.	73	564	41	331	139	29	.	37	102	25
	Nov.	1 295	488	136	.	69	557	45	292	127	30	.	28	87	20
	Dec.	1 247	481	119	.	58	538	50	319	168	24	.	27	66	34
2015	Jan.	1 310	523	125	.	66	543	54	358	167	28	.	33	94	36
	Feb.	1 324	532	133	.	70	534	56	336	146	37	.	30	83	39
	Mar.	1 348	535	134	.	71	543	66	358	147	45	.	35	89	42
Dlhodobé															
2012		15 233	4 823	3 184	.	842	5 758	626	256	99	45	.	16	84	12
2013		15 152	4 414	3 120	.	921	6 069	627	223	71	39	.	16	89	9
2014		15 179	4 046	3 209	.	995	6 286	643	219	65	43	.	16	85	10
2014	Okt.	15 159	4 075	3 184	.	983	6 268	650	210	45	40	.	15	102	8
	Nov.	15 198	4 059	3 188	.	988	6 314	649	201	61	46	.	14	73	6
	Dec.	15 179	4 046	3 209	.	995	6 286	643	131	42	38	.	11	29	10
2015	Jan.	15 282	4 064	3 255	.	1 004	6 316	642	261	80	48	.	8	113	13
	Feb.	15 324	4 041	3 263	.	1 018	6 356	646	207	64	21	.	18	86	17
	Mar.	15 422	4 030	3 315	.	1 033	6 399	644	285	84	62	.	17	112	10

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

2) Vrátane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

3) Ročná percentuálna miera poplatku (RPMP).

4) V súlade s ESA 2010 boli v decembri 2014 holdingové spoločnosti nefinančných skupín preklasifikované zo sektora nefinančných korporácií do sektora finančných korporácií.

5) Z dôvodu porovnateľnosti ročné údaje odkazujú na priemerné mesačné hodnoty počas roka.

6) Finančné korporácie osobitného účelu (Financial vehicles corporations – FVC).

2.7 Miera rastu a stav dlhových cenných papierov a kótovaných akcií

(v mld. EUR; percentuálna zmena)

	Dlhové cenné papiere						Kótované akcie				
	Spolu	PFI (vrátane Eurosystému)	Korporácie iné ako PFI		Verejná správa		Spolu	PFI	Finančné korporácie iné ako PFI	Nefinančné korporácie	
			Finančné korporácie iné ako PFI	Nefinančné korporácie	Ústredná štátna správa	Ostatná verejná správa					
											FVC ⁽¹⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Stav										
2012	16 649,8	5 396,3	3 330,1	.	916,8	6 316,1	690,4	4 597,1	404,7	617,9	3 574,6
2013	16 389,7	4 882,2	3 242,3	.	987,6	6 597,8	679,8	5 638,0	569,1	751,0	4 317,9
2014	16 425,7	4 527,0	3 328,3	.	1 053,7	6 823,7	693,0	5 949,0	591,0	787,8	4 570,2
2014 Okt. Nov. Dec.	16 466,0	4 569,6	3 318,8	.	1 055,9	6 831,2	690,5	5 764,8	611,6	764,4	4 388,8
	16 493,4	4 546,9	3 323,8	.	1 057,7	6 871,3	693,8	6 042,0	628,4	798,0	4 615,7
	16 425,7	4 527,0	3 328,3	.	1 053,7	6 823,7	693,0	5 949,0	591,0	787,8	4 570,2
2015 Jan. Feb. Mar.	16 591,8	4 586,3	3 380,3	.	1 070,5	6 859,1	695,5	6 422,8	573,0	836,0	5 013,9
	16 647,9	4 573,1	3 395,6	.	1 087,3	6 890,5	701,4	6 855,5	650,5	899,6	5 305,4
	16 770,1	4 564,6	3 449,7	.	1 104,1	6 941,5	710,1	7 055,7	688,9	933,3	5 433,5
	Miera rastu										
2012	1,3	-1,8	0,1	.	14,4	2,5	6,1	0,9	4,9	2,0	0,4
2013	-1,3	-8,9	-2,9	.	8,1	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,2	0,3
2014	-0,7	-8,2	0,6	.	5,1	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2014 Okt. Nov. Dec.	-0,7	-8,2	0,4	.	5,1	3,3	1,7	1,6	6,9	1,6	0,9
	-1,0	-8,5	0,1	.	4,6	2,9	1,4	1,6	7,1	1,7	0,8
	-0,7	-8,2	0,6	.	5,1	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2015 Jan. Feb. Mar.	-0,7	-8,3	1,1	.	3,1	3,2	1,8	1,5	6,9	1,5	0,7
	-0,9	-8,1	1,1	.	4,5	2,4	0,7	1,4	6,8	1,2	0,7
	-0,1	-7,5	3,0	.	5,4	2,6	1,8	1,5	6,8	1,4	0,8

2.8 Efektívne výmenné kurzy²⁾

(priemer za obdobie; index: 1999 Q1 = 100)

	EER-20						EER-39	
	Nominálny	Reálny CPI	Reálny PPI	Reálny deflátor HDP	Reálny ULCM ³⁾	Reálny ULCT	Nominálny	Reálny CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	97,9	95,8	93,1	89,5	99,2	92,2	107,2	93,2
2013	101,7	99,2	96,6	92,8	101,9	94,9	112,2	96,5
2014	102,3	98,9	96,5	93,0	99,5	95,7	114,8	97,0
2014 Q2	103,9	100,5	98,0	94,4	101,0	97,1	116,2	98,2
2014 Q3	101,7	98,2	95,9	92,3	98,5	95,1	113,8	95,9
2014 Q4	99,6	96,1	94,2	90,5	96,6	93,0	112,6	94,5
2015 Q1	93,7	90,4	89,5	.	.	.	106,9	89,3
2014 Dec.	99,7	96,0	94,3	-	-	-	113,4	94,9
2015 Jan.	95,9	92,4	91,1	-	-	-	109,3	91,3
2015 Feb.	94,0	90,7	89,9	-	-	-	107,4	89,7
2015 Mar.	91,4	88,2	87,5	-	-	-	104,2	87,0
2015 Apr.	90,5	87,3	87,0	-	-	-	102,8	85,7
2015 Máj	92,3	89,0	88,9	-	-	-	105,1	87,5
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu mesiacu</i>								
2015 Máj	2,0	2,0	2,2	-	-	-	2,2	2,0
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu roku</i>								
2015 Máj	-11,2	-11,3	-9,3	-	-	-	-9,5	-10,9

Zdroj: ECB.

1) Finančné korporácie osobitného účelu (Financial vehicles corporations – FVC).

2) Definícia skupín obchodných partnerov a ďalšie informácie sú vo Všeobecných poznámkach Štatistického bulletinu ECB.

3) Časové rady deflované ULCM sú k dispozícii len za skupinu obchodných partnerov EER-19.

2.9 Bilaterálne výmenné kurzy

(priemer za obdobie; jednotka národnej meny voči euru)

	Čínske renminbi	Chorvátska kuna	Česká koruna	Dánska koruna	Maďarský forint	Japonský jen	Poľský zlotý	Libra šterlingov	Rumunský lei	Švédka koruna	Švajčiarsky frank	Americký dolár
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	8,105	7,522	25,149	7,444	289,249	102,492	4,185	0,811	4,4593	8,704	1,205	1,285
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2014 Q2	8,544	7,599	27,446	7,463	305,914	140,001	4,167	0,815	4,4256	9,052	1,219	1,371
2014 Q3	8,173	7,623	27,619	7,452	312,242	137,749	4,175	0,794	4,4146	9,205	1,212	1,326
2014 Q4	7,682	7,665	27,630	7,442	308,527	142,754	4,211	0,789	4,4336	9,272	1,205	1,250
2015 Q1	7,023	7,681	27,624	7,450	308,889	134,121	4,193	0,743	4,4516	9,380	1,072	1,126
2014 Dec.	7,633	7,668	27,640	7,440	310,833	147,059	4,215	0,788	4,4583	9,404	1,203	1,233
2015 Jan.	7,227	7,688	27,895	7,441	316,500	137,470	4,278	0,767	4,4874	9,417	1,094	1,162
2015 Feb.	7,096	7,711	27,608	7,450	306,884	134,686	4,176	0,741	4,4334	9,490	1,062	1,135
2015 Mar.	6,762	7,647	27,379	7,459	303,445	130,410	4,126	0,724	4,4339	9,245	1,061	1,084
2015 Apr.	6,686	7,590	27,439	7,466	299,429	128,935	4,018	0,721	4,4155	9,325	1,038	1,078
2015 Máj	6,916	7,559	27,397	7,461	306,327	134,748	4,081	0,721	4,4477	9,304	1,039	1,115
Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu mesiacu												
2015 Máj	3,4	-0,4	-0,2	-0,1	2,3	4,5	1,6	0,0	0,7	-0,2	0,1	3,4
Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu roku												
2015 Máj	-19,3	-0,5	-0,1	0,0	0,6	-3,6	-2,4	-11,5	0,5	3,0	-14,9	-18,8

2.10 Platobná bilancia eurozóny, finančný účet

(v mld. EUR, ak nie je uvedené inak; stav ku koncu obdobia; transakcie počas obdobia)

Spolu ¹⁾			Priame investície			Portfóliové investície		Čisté finančné deriváty	Ostatné investície		Rezervné aktíva	Informatívna položka: hrubý zahraničný dlh	
									Aktíva	Pasíva			
1			2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Stav (medzinárodná investičná pozícia)													
2014	Q1	18 138,2	19 559,2	-1 421,0	7 453,0	5 605,5	5 671,2	9 279,2	-56,3	4 573,8	4 674,4	496,6	11 536,3
	Q2	18 624,8	19 903,1	-1 278,3	7 503,2	5 599,4	5 958,7	9 632,0	-50,6	4 706,9	4 671,7	506,6	11 685,4
	Q3	19 346,1	20 670,5	-1 324,5	7 723,5	5 856,6	6 337,2	9 967,7	-74,6	4 840,6	4 846,2	519,3	12 062,9
	Q4	19 541,6	20 827,2	-1 285,6	7 541,6	5 844,7	6 521,7	10 127,9	-38,8	4 983,0	4 854,6	534,1	12 093,1
Stav v % HDP													
2014	Q4	193,3	206,0	-12,7	74,6	57,8	64,5	100,2	-0,4	49,3	48,0	5,3	119,6
Transakcie													
2014	Q2	215,2	125,4	89,9	-4,0	0,4	160,7	190,2	16,9	41,2	-65,2	0,4	-
	Q3	192,8	111,5	81,3	65,4	42,9	114,8	22,6	18,5	-4,5	46,0	-1,3	-
	Q4	86,6	11,2	75,4	70,1	65,0	92,1	-1,0	10,5	-88,1	-52,9	2,1	-
2015	Q1	313,6	318,3	-4,7	27,2	64,9	71,2	92,4	30,1	179,3	161,0	5,8	-
2014	Okt.	14,9	-26,9	41,8	27,7	23,5	10,3	-37,1	6,4	-29,6	-13,3	0,2	-
	Nov.	185,2	110,8	74,3	54,8	27,9	54,7	34,5	1,3	73,7	48,4	0,7	-
	Dec.	-113,5	-72,8	-40,7	-12,4	13,6	27,1	1,6	2,8	-132,2	-88,0	1,1	-
2015	Jan.	252,0	268,9	-16,9	14,1	8,5	8,4	40,1	10,0	218,3	220,3	1,2	-
	Feb.	79,5	62,1	17,4	34,8	33,1	44,7	37,0	9,7	-13,8	-8,0	4,2	-
	Mar.	-18,0	-12,7	-5,2	-21,6	23,3	18,0	15,3	10,4	-25,2	-51,3	0,4	-
12-mesačné kumulované transakcie													
2015	Mar.	808,2	566,3	241,9	158,7	173,1	438,7	304,2	75,9	127,9	89,0	7,0	-
12-mesačné kumulované transakcie v % HDP													
2015	Mar.	8,0	5,6	2,4	1,6	1,7	4,3	3,0	0,8	1,3	0,9	0,1	-

Zdroj: ECB.

1) Čisté finančné deriváty sú zahrnuté v stĺpci 1 (spolu/aktíva).

3 HOSPODÁRSKA AKTIVITA

3.1 HDP z hľadiska použitia¹⁾

(štvrťročné sezónne očistené údaje; neočistené ročné údaje)

		HDP											
		Spolu	Domáci dopyt							Zahraničná bilancia			
			Spolu	Súkromná spotreba	Spotreba verejnej správy	Tvorba hrubého fixného kapitálu			Zmeny zásob	Spolu	Export	Import	
Stavebníctvo spolu	Strojárstvo spolu	Produkty duševného vlastníctva											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bežné ceny (v mld. EUR)													
2012		9 845,6	9 582,9	5 542,1	2 065,5	1 980,9	1 036,6	581,5	358,1	-5,6	262,7	4 281,0	4 018,3
2013		9 930,6	9 589,0	5 565,3	2 097,1	1 940,4	1 006,3	569,0	360,2	-13,9	341,6	4 357,6	4 016,0
2014		10 110,9	9 721,4	5 650,5	2 129,0	1 968,3	1 010,0	584,5	368,6	-26,4	389,4	4 486,1	4 096,6
2014	Q1	2 516,3	2 425,6	1 404,3	529,0	493,5	255,7	145,2	91,3	-1,2	90,6	1 102,5	1 011,9
	Q2	2 521,9	2 427,2	1 409,2	529,9	490,6	251,5	145,9	91,9	-2,6	94,7	1 116,5	1 021,8
	Q3	2 533,2	2 436,0	1 416,7	534,2	492,2	251,2	147,1	92,6	-7,1	97,2	1 133,9	1 036,7
	Q4	2 545,8	2 437,1	1 423,0	534,0	495,4	253,5	147,8	92,9	-15,3	108,7	1 141,5	1 032,7
v % HDP													
2012		100,0	97,3	56,3	21,0	20,1	10,5	5,9	3,6	0,0	2,7	-	-
2013		100,0	96,6	56,0	21,1	19,6	10,1	5,7	3,6	-0,1	3,5	-	-
2014		100,0	96,1	55,9	21,1	19,5	10,0	5,8	3,6	-0,3	3,9	-	-
Refazové indexy (ceny predchádzajúceho roka)													
medzištvrťročná percentuálna zmena													
2014	Q2	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,5	-1,6	0,7	0,3	-	-	1,3	1,3
	Q3	0,2	0,2	0,5	0,2	0,0	-0,6	0,7	0,5	-	-	1,5	1,7
	Q4	0,3	0,1	0,4	0,2	0,4	0,8	0,0	-0,1	-	-	0,8	0,4
	Q1	0,4	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
príspevky k medzištvrťročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch													
2014	Q2	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
	Q3	0,2	0,2	0,3	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-	-
	Q4	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,2	-	-
	Q1	0,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

3.2 Pridaná hodnota podľa odvetví ekonomickej činnosti¹⁾

(štvrťročné sezónne očistené údaje; neočistené ročné údaje)

		Hrubá pridaná hodnota (základné ceny)										Dane mínus dotácie produktov	
		Spolu	Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov	Priemyselná výroba, energetika a sieťové odvetvia	Stavebníctvo	Obchod, doprava, ubytovacie a stravovacie služby	Informácie a komunikácia	Finančníctvo a poisťovníctvo	Nehnuteľnosti	Odborné, obchodné a podporné služby	Verejná správa, vzdelávanie, zdravotníctvo a sociálna práca		Umenie, zábava a ostatné služby
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bežné ceny (v mld. EUR)													
2012		8 851,5	152,1	1 729,9	471,5	1 676,2	409,3	439,4	1 014,9	925,0	1 718,1	315,0	994,0
2013		8 923,5	156,1	1 739,7	462,1	1 684,6	403,0	440,1	1 031,9	938,7	1 748,3	319,0	1 007,1
2014		9 075,9	147,4	1 764,2	464,3	1 712,7	406,6	455,2	1 055,4	960,8	1 783,3	326,1	1 035,0
2014	Q1	2 260,7	38,1	439,2	117,5	425,9	101,6	113,2	262,0	238,1	444,2	80,9	255,5
	Q2	2 262,4	37,5	440,5	115,5	426,0	101,5	114,5	263,1	239,0	443,8	80,9	259,5
	Q3	2 273,1	36,2	442,7	115,1	429,2	101,7	114,3	264,4	240,7	446,9	81,8	260,1
	Q4	2 283,8	35,7	444,8	116,7	432,2	101,9	113,4	265,7	243,1	448,1	82,3	262,0
v % HDP													
2012		100,0	1,7	19,5	5,3	18,9	4,6	5,0	11,5	10,5	19,4	3,6	-
2013		100,0	1,8	19,5	5,2	18,9	4,5	4,9	11,6	10,5	19,6	3,6	-
2014		100,0	1,6	19,5	5,1	18,9	4,5	5,0	11,6	10,6	19,6	3,6	-
Refazové indexy (ceny predchádzajúceho roka)													
Medzištvrťročná percentuálna zmena													
2014	Q1	0,3	1,0	0,0	0,7	0,6	-0,4	0,6	0,4	0,5	0,3	0,3	-0,2
	Q2	0,0	-0,4	0,2	-1,5	-0,1	-0,1	-0,8	0,3	0,2	0,1	-0,3	0,9
	Q3	0,2	0,7	0,1	-0,9	0,5	0,5	0,3	0,3	0,5	0,0	0,7	-0,3
	Q4	0,2	-2,0	0,0	1,0	0,5	0,0	-0,1	0,2	0,6	0,3	0,1	1,1
príspevky k medzištvrťročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch													
2014	Q1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
	Q2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
	Q3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
	Q4	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

1) Údaje sa týkajú skupiny krajín Euro 19.

3.3 Krátkodobá podniková statistika

	Priemyselná produkcia ¹⁾						Produkcia v stavebníctve ¹⁾	Indikátor nových priemyselných objednávok ECB ¹⁾	Maloobchodný predaj				Registrácie nových osobných automobilov	
	Spolu (bez stavebníctva)		Hlavné priemyselné skupiny						Spolu	Potraviny nápoje, tabakové výrobky	Ostatné tovary bez potravín	Palivá		
			Priemyselná výroba	Medzispotreba	Kapitálový tovar	Spotrebný tovar								Energie
v % z úhrnu za r. 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
	ročná percentuálna zmena													
2012	-2,4	-2,6	-4,5	-1,0	-2,5	-0,1	-4,9	-3,7	-1,6	-1,3	-1,5	-5,0	-11,0	
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-3,2	-0,1	-0,8	-0,9	-0,6	-0,9	-4,4	
2014	0,8	1,7	1,2	1,8	2,6	-5,5	1,7	3,3	1,3	0,3	2,4	0,4	3,7	
2014	Q2	0,8	1,6	1,4	0,9	3,3	-5,3	3,0	3,6	1,4	1,1	2,0	-0,3	3,9
	Q3	0,5	1,1	0,5	1,4	1,9	-3,4	-1,1	2,3	0,8	-0,3	2,0	-0,5	4,1
	Q4	0,3	1,0	-0,4	0,9	2,6	-3,1	-0,6	2,8	2,1	0,7	3,2	1,4	1,6
2015	Q1	1,5	1,1	-0,1	0,6	2,7	4,4	-0,5	0,9	2,3	1,0	3,4	2,3	9,0
2014	Nov.	-0,5	0,3	-0,7	-0,8	3,0	-5,3	0,1	1,4	1,4	-0,2	2,8	0,3	0,3
	Dec.	0,8	1,5	0,2	2,0	1,6	-1,9	-2,1	3,0	3,2	2,1	4,0	2,7	0,0
2015	Jan.	0,7	0,3	-0,1	0,2	0,8	2,7	0,7	0,5	2,5	2,0	3,1	2,9	11,0
	Feb.	1,9	1,2	-0,2	1,2	2,4	7,0	-3,5	0,4	2,6	0,9	3,9	3,3	8,1
	Mar.	1,8	1,7	0,0	0,3	4,8	3,8	-2,7	1,8	1,7	0,1	3,2	0,8	8,2
	Apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,2	1,1	3,3	3,2	6,5
	medzimesačná percentuálna zmena (s. o.)													
2014	Nov.	0,2	0,3	0,1	-0,1	0,4	-0,2	-0,3	-1,3	0,6	0,3	1,0	0,2	-2,5
	Dec.	0,6	0,6	1,2	1,2	-0,6	0,9	0,4	2,4	0,5	0,3	0,5	1,8	5,5
2015	Jan.	-0,1	-0,5	-0,1	-0,4	-0,3	1,2	1,0	-2,2	0,3	0,8	0,4	1,0	2,0
	Feb.	1,0	1,0	0,2	0,7	1,6	1,0	-1,6	-0,2	0,1	-0,7	0,7	-0,8	-0,2
	Mar.	-0,3	-0,1	-0,3	-0,9	2,0	-1,7	0,8	1,2	-0,6	-0,6	-0,5	-1,4	-0,8
	Apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,7	1,3	0,3	0,6	1,1

3.4 Zamestnanosť¹⁾

(štvrtročné sezónne očistené údaje; neočistené ročné údaje)

	Podľa postavenia v zamestnaní			Podľa odvetvia ekonomickej činnosti									
	Spolu	Zamestnanci	Samostatne zárobkovo činné osoby	Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov	Priemyselná výroba, energetika a sieťové odvetvia	Stavebníctvo	Obchod, doprava, ubytovacie a stravovacie služby	Informácie a komunikácia	Finančníctvo a poisťovníctvo	Nehnuteľnosti	Odborné, obchodné a podporné služby	Verejná správa, vzdelávanie, zdravotníctvo a sociálna práca	Umenie, zábava a ostatné služby
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Počet zamestnaných osôb													
<i>v % z celkového počtu zamestnaných osôb</i>													
2012	100,0	85,0	15,0	3,4	15,4	6,4	24,9	2,7	2,7	1,0	12,7	23,8	7,0
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,2	6,2	24,9	2,7	2,7	1,0	12,8	24,0	7,0
2014	100,0	85,2	14,8	3,4	15,1	6,0	25,0	2,7	2,7	1,0	13,0	24,0	7,0
ročná percentuálna zmena													
2012	-0,5	-0,5	-0,4	-1,3	-0,7	-4,4	-0,5	0,7	-0,4	0,1	0,5	-0,2	0,6
2013	-0,7	-0,7	-0,9	-1,3	-1,6	-4,3	-0,5	-0,2	-1,1	-0,7	0,2	-0,1	-0,1
2014	0,6	0,8	-0,5	-0,2	0,0	-1,7	0,9	1,0	-1,0	0,6	2,0	0,8	0,6
2014 Q1	0,2	0,3	-0,2	0,8	-0,8	-2,3	0,4	0,4	-0,9	0,9	1,2	0,8	-0,2
Q2	0,6	0,8	-0,7	-0,5	0,0	-1,9	0,9	0,8	-1,2	0,7	2,2	0,8	0,3
Q3	0,7	1,0	-0,6	-0,6	0,3	-1,3	1,1	1,4	-1,0	0,2	2,1	0,8	0,6
Q4	0,9	1,1	-0,6	-0,5	0,5	-1,3	1,1	1,2	-1,1	0,6	2,5	0,8	1,7
Počet odpracovaných hodín													
<i>v % z celkového počtu odpracovaných hodín</i>													
2012	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	7,2	25,9	2,8	2,8	1,0	12,4	21,6	6,3
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,6	6,9	25,9	2,8	2,8	1,0	12,5	21,7	6,3
2014	100,0	80,2	19,8	4,4	15,6	6,7	26,0	2,8	2,7	1,0	12,6	21,8	6,3
ročná percentuálna zmena													
2012	-1,8	-1,8	-1,7	-2,0	-2,3	-6,9	-2,0	0,2	-1,2	-0,8	-0,6	-0,7	-0,3
2013	-1,2	-1,2	-1,1	-0,8	-1,7	-5,3	-0,9	-0,4	-1,4	-1,4	-0,4	-0,4	-0,7
2014	0,6	0,9	-0,3	0,4	0,5	-1,4	0,8	0,9	-1,3	0,1	1,9	0,9	0,2
2014 Q1	0,8	0,8	0,8	1,6	0,6	-0,5	0,8	0,8	-0,6	0,7	1,2	1,3	-0,6
Q2	0,4	0,7	-0,8	-0,3	-0,3	-2,0	0,7	0,8	-1,9	0,1	1,8	0,9	0,3
Q3	0,5	0,9	-0,8	-0,4	0,4	-1,7	1,0	1,0	-1,7	-0,5	1,9	0,7	0,0
Q4	1,1	1,4	0,1	1,1	1,2	-0,7	1,2	1,2	-1,9	0,7	2,6	0,9	1,4
Počet odpracovaných hodín na zamestnanú osobu													
ročná percentuálna zmena													
2012	-1,3	-1,3	-1,3	-0,7	-1,6	-2,6	-1,5	-0,6	-0,7	-0,9	-1,1	-0,5	-0,9
2013	-0,4	-0,5	-0,1	0,5	0,0	-1,0	-0,4	-0,1	-0,4	-0,7	-0,6	-0,3	-0,6
2014	0,1	0,1	0,2	0,5	0,5	0,3	-0,1	0,0	-0,3	-0,5	-0,1	0,1	-0,4
2014 Q1	0,6	0,5	1,0	0,8	1,3	1,8	0,4	0,4	0,3	-0,2	0,0	0,6	-0,4
Q2	-0,2	-0,1	-0,2	0,2	-0,3	-0,1	-0,2	0,0	-0,7	-0,6	-0,3	0,1	-0,1
Q3	-0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,2	-0,4	-0,2	-0,4	-0,8	-0,7	-0,2	-0,1	-0,6
Q4	0,2	0,2	0,7	1,6	0,7	0,7	0,1	0,0	-0,8	0,2	0,1	0,2	-0,4

Zdroj: Eurostat, výpočty ECB, experimentálna štatistika ECB (tab. 3.3, stĺpec 8) a Európska asociácia výrobcov automobilov (tab. 3.3, stĺpec 13).

1) Údaje sa týkajú skupiny krajín Euro 19. Údaje o zamestnanosti sú založené na ESA 2010.

3.5 Pracovná sila, nezamestnanosť a voľné pracovné miesta

(sezónne očistené, ak nie je uvedené inak)

	Pracovná sila, v miliónoch ¹⁾	Nezamest- nanosť, v % z prac- ovnej sily ¹⁾	Nezamestnanosť											Miera voľných pracovných miest ²⁾
			Spolu		Dlhodobá nezamest- nanosť v % z pracovnej sily ¹⁾	Podľa veku				Podľa pohlavia				
						Dospelí		Mladí		Muži		Ženy		
			v miliónoch	v % z pracovnej sily		v miliónoch	v % z pracov- nej sily	v miliónoch	v % z pracov- nej sily	v miliónoch	v % z pracov- nej sily	v miliónoch	v % z pracov- nej sily	
v % z úhrnu za r. 2013			100,0			81,3		18,7		53,6		46,4		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	159,225	3,9	18,195	11,4	5,3	14,634	10,1	3,561	23,6	9,761	11,3	8,434	11,5	1,6
2013	159,341	4,3	19,222	12,0	5,9	15,625	10,7	3,597	24,3	10,301	11,9	8,921	12,1	1,5
2014	159,534	4,3	18,613	11,6	6,0	15,206	10,4	3,408	23,7	9,903	11,5	8,711	11,8	1,7
2014 Q2	159,296	4,4	18,647	11,6	6,0	15,222	10,4	3,425	23,8	9,938	11,5	8,709	11,8	1,7
2014 Q3	159,680	4,2	18,531	11,6	5,8	15,142	10,4	3,389	23,6	9,808	11,3	8,723	11,8	1,6
2014 Q4	160,186	4,3	18,380	11,4	6,0	15,072	10,3	3,308	23,2	9,737	11,3	8,643	11,7	1,8
2015 Q1	-	-	18,035	11,2	-	14,810	10,1	3,224	22,7	9,573	11,1	8,462	11,4	-
2014 Nov.	-	-	18,441	11,5	-	15,110	10,3	3,330	23,3	9,762	11,3	8,679	11,7	-
2014 Dec.	-	-	18,241	11,4	-	14,973	10,2	3,268	22,9	9,672	11,2	8,569	11,6	-
2015 Jan.	-	-	18,117	11,3	-	14,874	10,2	3,244	22,8	9,635	11,1	8,482	11,4	-
2015 Feb.	-	-	18,011	11,2	-	14,791	10,1	3,219	22,7	9,554	11,0	8,457	11,4	-
2015 Mar.	-	-	17,976	11,2	-	14,766	10,1	3,210	22,6	9,530	11,0	8,446	11,4	-
2015 Apr.	-	-	17,846	11,1	-	14,678	10,0	3,168	22,3	9,431	10,9	8,415	11,3	-

3.6 Prieskumy

(sezónne očistené)

	Prieskum Európskej komisie medzi podnikateľmi a spotrebiteľmi (percentuálne saldo, ak nie je uvedené inak)							Prieskum nákupných manažérov (difúzne indexy)				
	Indikátor ekonomického sentimentu (dlhodobý priemer = 100) 1	Priemyselná výroba		Indikátor spotrebiteľskej dôvery	Indikátor dôvery v stavebníctve	Indikátor dôvery v maloobchode	Služby		Index nákupných manažérov (PMI) v priemyselnej výrobe	Output v priemysle	Obchodná aktivita v službách	Kompozitný output
		Indikátor dôvery v priemysle	Využitie kapacít (v %)				Indikátor dôvery v službách	Využitie kapacít (v %)				
1999-13	100,2	-6,1	80,9	-12,7	-13,8	-8,7	6,6	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2012	90,5	-11,6	78,9	-22,1	-27,7	-15,0	-6,5	86,5	46,2	46,3	47,6	47,2
2013	93,8	-9,1	78,7	-18,6	-29,2	-12,2	-5,4	87,1	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,6	-3,9	80,4	-10,0	-27,4	-3,2	4,8	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2014 Q2	102,6	-3,3	80,2	-7,7	-29,9	-1,8	5,1	87,6	52,4	54,5	53,1	53,4
2014 Q3	101,2	-4,6	80,4	-9,9	-27,3	-3,9	4,5	87,7	50,9	51,6	53,2	52,8
2014 Q4	100,9	-4,5	80,8	-11,2	-24,3	-5,1	5,3	87,9	50,4	51,2	51,7	51,5
2015 Q1	102,6	-4,0	81,0	-6,3	-24,9	-1,6	5,6	88,1	51,4	52,6	53,6	53,3
2014 Dec.	100,9	-5,0	-	-10,9	-24,2	-4,6	6,4	-	50,6	50,9	51,6	51,4
2015 Jan.	101,5	-4,5	81,0	-8,5	-25,3	-2,7	5,3	87,8	51,0	52,1	52,7	52,6
2015 Feb.	102,3	-4,6	-	-6,7	-25,1	-1,3	5,3	-	51,0	52,1	53,7	53,3
2015 Mar.	103,9	-2,9	-	-3,7	-24,2	-0,8	6,1	-	52,2	53,6	54,2	54,0
2015 Apr.	103,8	-3,2	81,1	-4,6	-25,5	-0,8	7,0	88,4	52,0	53,4	54,1	53,9
2015 Máj	103,8	-3,0	-	-5,5	-25,0	1,4	7,8	-	52,2	53,3	53,8	53,6

Zdroj: Eurostat, výpočty ECB, Európska komisia (DG ekonomických a finančných záležitostí) (tab. 3.6, stĺpce 1-8), Markit (tab. 3.6, stĺpce 9-12).

1) Sezónne neočistené. Údaje sa týkajú skupiny krajín Euro 19.

2) Miera voľných pracovných miest (vyjadrená v %) sa rovná počtu voľných pracovných miest delenému súčtom počtu obsadených miest a počtu voľných miest.

3.7 Sumárne účty domácností a nefinančných korporácií

(v bežných cenách, ak nie je uvedené inak; sezónne neočistené)

	Domácnosti							Nefinančné korporácie					
	Miera úspor (hrubá) ¹⁾	Miera dlhu	Reálny hrubý disponibilný príjem	Finančné investície	Nefinančné investície (hrubé)	Čistá hodnota ²⁾	Bohatstvo domácností	Podiel na zisku ³⁾	Miera úspor (čistá)	Pomer dlhu ⁴⁾	Finančné investície	Nefinančné investície (hrubé)	Financovanie
	v % hrubého disponibilného príjmu (upravené)		ročná percentuálna zmena					v % čistej pridanej hodnoty		v % HDP	ročná percentuálna zmena		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2011	13,0	97,9	-0,1	1,9	1,8	0,5	1,1	33,6	3,6	.	3,1	9,7	2,0
2012	12,7	97,7	-1,7	1,8	-4,1	0,7	-2,2	31,0	1,6	133,9	1,0	-5,9	0,9
2013	12,9	96,3	-0,4	1,6	-4,0	0,4	-2,2	30,6	1,6	132,6	2,4	-2,9	1,5
2014	Q1	12,8	95,7	0,3	1,4	2,9	1,9	31,1	2,2	132,7	2,1	3,6	1,2
	Q2	12,7	95,7	0,3	1,4	-0,3	3,0	30,9	1,8	134,1	2,3	1,5	1,4
	Q3	12,7	95,2	1,4	1,6	-0,8	2,7	31,5	2,0	133,6	1,7	2,1	1,0
	Q4	12,7	95,1	1,5	1,8	-0,3	2,6	32,2	2,7	133,4	1,6	1,7	1,0

3.8 Platobná bilancia eurozóny, bežný a kapitálový účet

(v mld. EUR; sezónne očistené, ak nie je uvedené inak; transakcie)

		Bežný účet										Kapitálový účet ⁵⁾		
		Spolu			Tovary		Služby		Primárne výnosy		Sekundárne výnosy			
		Inkasá	Platby	Saldo	Inkasá	Platby	Inkasá	Platby	Inkasá	Platby	Inkasá	Platby	Inkasá	Platby
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	Q2	831,4	785,2	46,1	486,8	430,6	170,2	153,0	151,8	142,2	22,6	59,5	7,6	3,3
	Q3	834,6	777,9	56,7	489,4	427,6	174,3	157,5	147,4	138,1	23,5	54,6	6,8	2,5
	Q4	842,3	777,1	65,2	503,5	428,3	175,5	163,6	140,4	125,1	22,9	60,1	12,7	5,1
2015	Q1	853,1	776,6	76,5	502,0	427,4	179,1	163,6	146,1	125,7	25,8	60,0	7,6	4,8
2014	Okt.	281,5	258,2	23,3	168,3	143,0	58,0	53,6	47,3	42,6	7,9	19,0	3,3	1,2
	Nov.	280,8	259,6	21,2	166,9	143,2	58,9	54,7	47,5	40,9	7,6	20,8	3,7	1,2
	Dec.	280,0	259,3	20,7	168,3	142,1	58,6	55,3	45,6	41,6	7,5	20,3	5,8	2,7
2015	Jan.	286,2	255,7	30,5	165,8	139,8	60,1	54,9	51,6	40,9	8,6	20,0	2,0	1,6
	Feb.	284,6	257,3	27,3	168,1	141,1	59,4	54,6	48,8	41,7	8,4	20,0	1,7	1,3
	Mar.	282,3	263,7	18,6	168,1	146,5	59,6	54,1	45,7	43,1	8,9	20,0	3,8	1,9
		12-mesačné kumulované transakcie												
2015	Mar.	3 361,3	3 116,8	244,5	1 981,7	1 713,9	699,1	637,6	585,7	531,0	94,9	234,2	34,7	15,7
		12-mesačné kumulované transakcie v % HDP												
2015	Mar.	33,2	30,8	2,4	19,6	16,9	6,9	6,3	5,8	5,2	0,9	2,3	0,3	0,2

3.9 Zahraničný obchod eurozóny,⁶⁾ hodnota a objem podľa skupiny produktov⁷⁾

(sezónne očistené, ak nie je uvedené inak)

		Spolu (s. n.)		Vývoz (f. o. b.)				Dovoz (c. i. f.)						
		Vývoz	Dovoz	Spolu			Informatívna položka: Priemyselná výroba	Spolu			Informatívna položka:			
				Medzispotreba	Kapitál	Spotreba		Medzispotreba	Kapitál	Spotreba	Priemyselná výroba	Ropa		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Hodnota (mld. EUR; ročná percentuálna zmena pre stĺpce 1 a 2)														
2014	Q2	0,6	0,2	481,5	234,8	96,1	138,0	395,0	437,7	271,2	61,0	98,9	281,1	78,4
	Q3	2,9	0,4	486,1	236,1	96,7	139,4	397,7	439,4	269,8	61,8	100,7	287,2	73,1
	Q4	4,4	-0,2	497,8	236,9	101,9	144,7	409,0	434,6	260,0	62,8	102,0	292,2	64,2
2015	Q1	5,1	0,4	503,1	.	.	.	418,2	439,6	.	.	.	308,4	.
2014	Okt.	4,3	-0,1	165,8	79,5	33,9	48,1	135,4	146,1	88,9	21,2	34,0	97,1	22,8
	Nov.	1,0	-1,8	166,6	79,3	34,0	48,8	136,1	145,8	86,6	21,1	33,8	96,4	21,0
	Dec.	8,3	1,4	165,3	78,1	34,0	47,8	137,5	142,7	84,5	20,5	34,3	98,6	20,4
2015	Jan.	-0,6	-5,8	163,6	78,2	33,7	47,4	135,4	142,5	82,5	22,0	34,6	99,7	18,2
	Feb.	4,3	-0,2	168,3	80,3	34,7	49,4	140,7	145,7	84,9	22,6	35,3	103,5	18,0
	Mar.	10,9	7,2	171,1	.	.	.	142,1	151,4	.	.	.	105,2	.
Objemové indexy (2000 = 100; ročná percentuálna zmena pre stĺpce 1 a 2)														
2014	Q2	0,7	2,3	114,8	113,2	114,1	117,2	115,5	101,5	101,6	98,7	102,8	103,7	93,2
	Q3	1,1	2,0	114,5	112,6	114,2	116,3	114,7	101,4	101,1	99,9	102,7	104,4	88,3
	Q4	2,9	1,6	117,0	113,3	118,7	120,8	116,7	101,7	101,5	97,8	101,5	103,8	93,5
2015	Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2014	Okt.	2,3	0,9	116,8	113,5	119,6	119,9	116,3	101,0	101,4	98,4	101,6	103,4	89,8
	Nov.	-0,7	-1,0	117,4	113,5	118,9	122,2	116,4	102,2	100,6	100,7	100,5	103,1	89,6
	Dec.	7,4	5,2	117,0	112,8	117,8	120,3	117,5	102,0	102,4	94,4	102,4	104,7	101,2
2015	Jan.	-2,0	-0,9	115,6	112,6	116,8	119,0	114,8	103,4	103,3	101,1	101,5	104,6	110,9
	Feb.	1,5	3,0	117,4	114,7	119,5	121,3	118,5	103,2	104,2	100,0	101,7	106,2	103,7
	Mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Zdroj: ECB a Eurostat.

- 1) Založené na kumulovaných súčtoch za štyri štvrťroky v prípade úspor aj hrubého disponibilného príjmu (očistené od zmeny čistých majetkových účastí domácností v rezervách penzijných fondov).
- 2) Finančné aktíva (po odpočítaní finančných pasív) a nefinančné aktíva. Nefinančné aktíva tvorí hlavne bohatstvo domácností (rezidenčné stavby a pozemky). Patria tam aj nefinančné aktíva podnikov nezapísaných v obchodnom registri a zaradených v rámci sektora domácností.
- 3) Podiel zisku predstavuje čistý podnikateľský výnos, čo je v zásade ekvivalent bežného zisku v podnikovom účtovníctve.
- 4) Založené na stave úverov, dlhových cenných papierov, obchodných úverov a pasív penzijných schém.
- 5) Kapitálový účet nie je sezónne očistený.
- 6) Rozdiely medzi údajmi platobnej bilancie tovarov ECB (tab. 3.8) a údajmi o obchode s tovarom Eurostatu (tab. 3.9) sú spôsobené hlavne rôznymi definíciami.
- 7) Skupiny produktov podľa klasifikácie v Broad Economic Categories.

4 CENY A NÁKLADY

4.1 Harmonizovaný index spotrebiteľských cien¹⁾

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	Spolu					Spolu (s. o.; percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu obdobiu)						Informatívne položky: regulované ceny	
	Index: 2005 =100	Spolu		Tovary	Služby	Spolu	Spracované potraviny	Nespracova- né potraviny	Priemyselné tovary bez energií	Energie (s. n.)	Služby	HICP spolu bez regulo- vaných cien	Regulované ceny
		Spolu bez nesprac. potravín a energií											
V % z úhrnu za r. 2015	100,0	100,0	69,7	56,5	43,5	100,0	12,2	7,5	26,3	10,6	43,5	87,1	12,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	115,6	2,5	1,5	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8
2013	117,2	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2014	117,7	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2014 Q2	118,2	0,6	0,8	0,0	1,3	0,0	0,1	-1,1	-0,1	-0,3	0,3	0,3	2,2
2014 Q3	117,7	0,4	0,8	-0,3	1,2	0,1	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,4	0,2	1,6
2014 Q4	117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,0	0,5	0,0	-3,0	0,2	-0,1	1,7
2015 Q1	116,8	-0,3	0,7	-1,4	1,1	-0,3	0,2	0,5	0,0	-4,2	0,2	-0,5	1,2
2014 Dec.	117,7	-0,2	0,7	-1,2	1,2	-0,3	0,1	-0,3	0,0	-3,3	0,0	-0,4	1,6
2015 Jan.	115,9	-0,6	0,6	-1,8	1,0	-0,3	0,0	0,3	0,0	-3,2	0,0	-0,9	1,3
2015 Feb.	116,6	-0,3	0,7	-1,4	1,2	0,3	0,2	0,6	0,0	1,6	0,3	-0,5	1,2
2015 Mar.	117,9	-0,1	0,6	-0,9	1,0	0,2	0,1	-0,1	0,0	1,7	0,0	-0,3	1,1
2015 Apr.	118,2	0,0	0,6	-0,7	1,0	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,9
2015 Máj ²⁾	118,5	0,3	0,9	.	1,3	0,3	0,0	0,3	0,1	0,8	0,3	.	.

	Tovary						Služby					
	Potraviny (vrát. alkoholických nápojov a tabaku)			Priemyselné tovary			Bývanie		Doprava	Pošta a telekomu- nikácie	Rekreácia a osobné služby	Rôzne
	Spolu	Spracované potraviny	Nespracované potraviny	Spolu	Priemyselné tovary bez energií	Energie						
V % z úhrnu za r. 2015	19,7	12,2	7,5	36,9	26,3	10,6	10,7	6,4	7,3	3,1	14,8	7,5
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3
2014 Q2	0,2	1,5	-1,8	-0,1	0,0	-0,4	1,8	1,4	1,8	-2,8	1,6	1,3
2014 Q3	-0,1	1,0	-2,0	-0,4	0,1	-1,8	1,7	1,3	1,7	-3,1	1,5	1,3
2014 Q4	0,3	0,7	-0,3	-1,1	-0,1	-3,6	1,6	1,4	1,6	-2,6	1,4	1,4
2015 Q1	0,3	0,5	0,1	-2,3	-0,1	-7,7	1,3	1,3	1,4	-1,9	1,3	1,2
2014 Dec.	0,0	0,5	-1,0	-1,8	0,0	-6,3	1,5	1,4	1,9	-2,6	1,4	1,4
2015 Jan.	-0,1	0,4	-0,8	-2,8	-0,1	-9,3	1,4	1,4	1,4	-2,1	1,2	1,2
2015 Feb.	0,5	0,5	0,4	-2,4	-0,1	-7,9	1,3	1,3	1,5	-1,9	1,6	1,3
2015 Mar.	0,6	0,6	0,7	-1,7	0,0	-6,0	1,2	1,2	1,4	-1,7	1,1	1,3
2015 Apr.	1,0	0,7	1,3	-1,6	0,1	-5,8	1,2	1,3	0,7	-1,2	1,2	1,2
2015 Máj ²⁾	1,2	0,6	2,1	.	0,3	-5,0	.	.	.	.	.	.

4.2 Ceny v priemysle, stavebníctve a ceny nehnuteľností

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	Ceny priemyselných výrobcov okrem stavebníctva										Stavebníctvo ³⁾	Ceny nehnuteľností na bývanie ^{3), 4)}	Experimentálny indikátor cien komerčných nehnuteľností ^{3), 4)}
	Spolu (index: 2010 = 100)	Spolu		Priemysel okrem stavebníctva a energetiky						Energie			
		Priemyselná výroba	Spolu	Medzi-spotreba	Kapitálové tovary	Spotrebné tovary							
						Spolu	Potraviny, nápoje a tabakové výrobky	Iné ako potraviny					
V % z úhrnu za r. 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	108,7	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	3,5	0,9	6,6	1,5	-1,7	0,4
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-2,0	-1,8
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,4	0,3	0,2	1,0
2014 Q2	107,1	-1,1	-0,3	-0,2	-1,2	0,3	0,5	0,4	0,3	-3,1	0,2	0,1	0,6
2014 Q3	106,8	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,5	-0,1	-0,5	0,3	-4,5	0,4	0,4	1,7
2014 Q4	106,0	-1,9	-1,6	-0,3	-0,7	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-5,8	0,2	0,8	2,5
2015 Q1	104,5	-2,9	-2,7	-0,7	-1,5	0,7	-0,8	-1,3	0,2	-8,5	.	.	.
2014 Nov.	106,3	-1,6	-1,3	-0,2	-0,5	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-4,9	-	-	-
2014 Dec.	105,2	-2,7	-2,5	-0,4	-1,0	0,6	-0,7	-1,4	0,2	-8,3	-	-	-
2015 Jan.	104,0	-3,5	-3,4	-0,7	-1,7	0,7	-0,9	-1,5	0,1	-10,5	-	-	-
2015 Feb.	104,6	-2,8	-2,6	-0,7	-1,7	0,7	-0,8	-1,4	0,3	-8,1	-	-	-
2015 Mar.	104,9	-2,3	-2,0	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,2	0,2	-6,8	-	-	-
2015 Apr.	104,8	-2,2	-1,9	-0,5	-1,0	0,8	-0,9	-1,4	0,1	-6,4	-	-	-

Zdroj: Eurostat, výpočty ECB, výpočty ECB založené na údajoch IPD a národné zdroje (tab. 4.2, stĺpec 13).

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

2) Odhad je založený na predbežných národných údajoch, ktoré zvyčajne pokrývajú okolo 95 % eurozóny, ako aj na skorších informáciách o cenách energií.

3) Údaje sa týkajú skupiny krajín Euro 19.

4) Experimentálne údaje vychádzajú z neharmonizovaných zdrojov (podrobnejšie na <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

4.3 Ceny komodít a deflátohy hrubého domáceho produktu

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	Deflátohy HDP ¹⁾							Ceny ropy (EUR za barel)	Ceny neenergetických komodít (EUR)						
	Spolu (s. o.; index: 2010 = 100)	Spolu	Domáci dopyt				Vývoz ²⁾		Dovoz ²⁾	Vážené podľa dovozu ³⁾			Vážené podľa použitia ³⁾		
			Spolu	Súkromná spotreba	Spotreba verejnej správy	Tvorba hrubého fixného kapitálu				Spolu	Potraviny	Iné ako potraviny	Spolu	Potraviny	Iné ako potraviny
podiel v %										100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2012	102,4	1,3	1,5	1,9	0,8	1,3	1,9	2,5	86,6	-7,2	0,2	-10,5	-3,1	5,8	-9,1
2013	103,7	1,3	0,9	1,1	1,3	0,4	-0,3	-1,3	81,7	-9,0	-13,4	-6,9	-8,3	-10,1	-6,9
2014	104,7	0,9	0,6	0,6	0,8	0,4	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,6	-12,1	-4,6	0,7	-8,7
2014 Q2	104,5	0,8	0,6	0,7	0,6	0,4	-0,8	-1,5	79,9	-7,8	-1,2	-11,1	-4,6	1,1	-9,1
2014 Q3	104,8	1,0	0,6	0,5	1,0	0,5	-0,5	-1,4	78,0	-6,2	-1,7	-8,3	-2,1	0,2	-3,8
2014 Q4	105,0	0,9	0,4	0,3	0,8	0,6	-0,5	-1,9	61,5	-5,5	6,2	-10,8	1,3	9,3	-4,7
2015 Q1	-	-	-	-	-	-	-	-	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7
2014 Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	-5,5	8,7	-12,0	2,9	14,3	-5,6
2015 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,8	-1,3	13,6	-8,2	5,7	16,8	-2,5
2015 Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	52,0	-0,8	8,4	-5,4	4,7	10,5	0,1
2015 Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	52,4	1,0	4,6	-1,0	6,2	7,9	4,7
2015 Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	-1,4	3,4	-4,0	4,9	7,8	2,4
2015 Máj	-	-	-	-	-	-	-	-	58,9	-2,1	0,9	-3,7	2,6	3,7	1,7

4.4 Prieskumy týkajúce sa cien

(sezónne očistené)

	Prieskum Európskej komisie medzi podnikateľmi a spotrebiteľmi (percentuálne saldá)					Prieskum nákupných manažérov (difúzne indexy)			
	Očakávania týkajúce sa predajných cien (na nasledujúce tri mesiace)				Trendy spotrebiteľských cien za predchádzajúcich 12 mesiacov	Ceny vstupov		Účtované ceny	
	Priemyselná výroba	Maloobchod	Služby	Stavebníctvo		Priemyselná výroba	Maloobchod	Služby	Stavebníctvo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-13	4,8	-	-	-1,8	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2012	2,7	8,1	2,1	-12,7	38,6	52,7	55,1	49,9	47,9
2013	-0,3	1,7	-1,2	-17,1	29,8	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,8	-1,4	1,2	-17,6	14,3	49,6	53,5	49,7	48,2
2014 Q2	-0,9	-1,0	0,7	-19,9	14,9	48,7	53,9	50,0	48,7
2014 Q3	-0,7	-1,8	0,9	-16,9	11,7	51,2	53,7	49,8	48,4
2014 Q4	-2,1	-4,4	2,8	-15,7	7,9	48,7	52,6	49,0	47,1
2015 Q1	-5,5	-0,7	1,4	-17,0	-2,4	45,8	52,5	48,8	47,6
2014 Dec.	-5,1	-3,5	3,2	-15,2	6,4	48,1	52,0	49,1	47,7
2015 Jan.	-6,0	-3,2	-0,3	-17,1	-0,1	42,0	50,9	48,1	46,5
2015 Feb.	-5,8	0,5	2,0	-17,7	-3,4	44,7	52,4	48,6	47,6
2015 Mar.	-4,6	0,6	2,4	-16,3	-3,8	50,7	54,2	49,7	48,6
2015 Apr.	-2,7	2,8	2,3	-17,7	-2,0	52,4	53,6	50,1	48,9
2015 Máj	-0,5	2,3	2,5	-14,1	-0,7	56,0	55,4	50,0	49,3

Zdroj: Európska komisia (DG ekonomických a finančných záležitostí) a Thomson Reuters (tab. 4.3, stĺpec 9).

1) Údaje sa týkajú skupiny krajín Euro I9.

2) Deflátohy exportu a importu sa týkajú tovarov a služieb a zahŕňajú cezhraničný obchod v rámci eurozóny.

3) Vážené podľa dovozu: vážené podľa priemernej štruktúry dovozu v r. 2004 až 2006; vážené podľa použitia: vážené podľa priemernej štruktúry domáceho dopytu v r. 2004 až 2006.

4.5 Jednotkové náklady práce, kompenzácie na jednotku spotreby práce a produktivita práce¹⁾

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak; štvrtročné sezónne očistené údaje; ročné neočistené údaje)

	Spolu (index: 2010 = 100)	Spolu	Podľa odvetví ekonomickej činnosti										
			Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov	Priemyselná výroba, energetika a sietové odvetvia	Stavebníctvo	Obchod, doprava, ubytovanie a stravovacie služby	Informácie a komunikácia	Finančníctvo a poisťovníctvo	Nehnutelnosti	Odborné, obchodné a podporné služby	Verejná správa, vzdelávanie, zdravotníctvo a sociálna práca	Umenie, zábava a ostatné služby	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Jednotkové náklady práce													
2012	102,4	1,8	2,9	1,8	2,7	2,4	0,1	-0,4	1,8	3,7	0,4	2,8	
2013	103,8	1,3	-2,8	1,7	0,4	1,5	1,2	2,3	-2,0	1,1	1,6	1,9	
2014	104,8	1,0	-2,6	1,4	0,2	0,6	3,0	0,7	0,2	2,2	1,2	1,1	
2014	Q1	104,3	0,7	-3,8	0,6	-0,5	0,3	3,0	0,6	0,2	1,4	1,1	0,4
	Q2	104,6	1,0	-3,5	1,1	-0,1	0,8	2,8	1,0	0,0	2,6	0,9	1,3
	Q3	105,1	1,2	-3,1	1,2	0,7	0,9	2,9	0,6	0,2	2,6	1,2	1,1
	Q4	105,4	1,3	0,8	2,5	0,5	0,6	2,9	0,6	0,4	2,0	1,4	1,6
Kompenzácie na zamestnanca													
2012	103,6	1,5	1,3	2,1	2,1	1,5	1,8	0,8	1,5	2,2	0,9	2,0	
2013	105,3	1,6	1,1	2,7	1,3	1,4	1,0	2,0	-0,4	1,0	1,7	1,5	
2014	106,7	1,3	0,0	2,1	1,4	1,1	1,9	1,5	0,8	1,5	1,2	1,2	
2014	Q1	106,5	1,6	-0,5	2,5	2,9	1,5	2,6	0,9	0,5	1,6	1,3	1,7
	Q2	106,6	1,2	0,0	1,9	1,4	1,1	1,8	2,0	0,5	1,4	1,1	1,3
	Q3	107,0	1,2	0,8	1,8	0,5	1,0	1,5	1,6	1,4	1,6	1,2	1,2
	Q4	107,5	1,3	0,5	2,3	1,1	1,1	1,6	1,7	1,0	1,3	1,3	0,9
Produktivita práce na jednu zamestnanú osobu													
2012	101,2	-0,3	-1,6	0,3	-0,5	-0,9	1,6	1,3	-0,2	-1,4	0,4	-0,7	
2013	101,5	0,3	4,0	1,0	0,9	-0,1	-0,1	-0,3	1,7	0,0	0,1	-0,4	
2014	101,8	0,3	2,7	0,7	1,3	0,5	-1,0	0,8	0,6	-0,7	0,1	0,2	
2014	Q1	102,1	0,9	3,4	1,9	3,4	1,2	-0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	1,3
	Q2	101,9	0,2	3,7	0,7	1,5	0,3	-1,1	1,0	0,5	-1,2	0,1	0,0
	Q3	101,8	0,1	4,0	0,6	-0,3	0,1	-1,3	1,0	1,2	-0,9	0,0	0,1
	Q4	102,0	0,0	-0,3	-0,2	0,6	0,4	-1,2	1,1	0,6	-0,7	0,0	-0,8
Kompenzácie na odpracovanú hodinu													
2012	104,7	2,8	3,1	3,7	5,0	3,2	2,2	1,3	2,0	3,3	1,3	2,9	
2013	106,9	2,1	1,5	2,6	2,3	2,0	1,1	2,5	0,6	1,9	1,9	2,1	
2014	108,3	1,2	0,6	1,6	1,2	1,2	1,8	1,7	0,9	1,3	1,1	1,6	
2014	Q1	107,9	1,1	-0,7	1,1	1,2	1,3	2,3	0,7	0,5	1,6	0,8	2,2
	Q2	108,2	1,3	1,0	2,1	1,6	1,2	1,8	2,6	1,2	1,2	0,8	1,1
	Q3	108,6	1,3	1,5	1,6	0,6	1,2	1,6	2,0	0,9	1,3	1,3	1,9
	Q4	108,8	1,1	0,4	1,6	0,8	0,9	1,3	2,4	0,5	1,0	1,2	1,1
Hodinová produktivita práce													
2012	102,4	1,0	-0,9	1,9	2,1	0,6	2,2	2,1	0,7	-0,3	0,9	0,2	
2013	103,1	0,7	3,5	1,0	2,0	0,3	0,0	0,1	2,4	0,6	0,4	0,2	
2014	103,4	0,2	2,1	0,2	0,9	0,6	-1,0	1,1	1,1	-0,6	-0,1	0,6	
2014	Q1	103,5	0,3	2,6	0,6	1,5	0,8	-0,7	0,0	0,5	0,1	-0,4	1,7
	Q2	103,5	0,4	3,4	1,0	1,6	0,5	-1,0	1,8	1,2	-0,9	0,0	0,1
	Q3	103,4	0,3	3,9	0,4	0,1	0,3	-0,9	1,7	1,9	-0,8	0,1	0,7
	Q4	103,3	-0,2	-1,9	-0,9	0,0	0,3	-1,3	2,0	0,4	-0,8	-0,2	-0,4

4.6 Ukazovatele nákladov práce

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	Spolu (index: 2008 = 100)	Spolu	Podľa zložiek		Za vybrané ekonomicke činnosti		Informatívna položka: indikátor dojednaných miezd ²⁾
			Platy a mzdy	Sociálne príspevky zamestnávateľa	Výrobné odvetvia	Prevažne nevýrobné odvetvia	
V % z úhrnu za r. 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7
2012	108,9	2,1	2,1	2,1	2,4	1,4	2,2
2013	110,3	1,4	1,5	1,0	1,3	1,6	1,8
2014	111,7	1,2	1,3	0,9	1,2	1,3	1,7
2014 Q2	115,7	1,5	1,5	1,4	1,6	1,3	1,8
Q3	108,8	1,4	1,4	1,4	1,3	1,7	1,7
Q4	118,3	1,1	1,1	1,2	1,0	1,3	1,7
2015 Q1	.	.	.	.	.	.	1,5

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

1) Údaje sa týkajú skupiny krajín Euro 19.

2) Experimentálne údaje vychádzajú z neharmonizovaných zdrojov (podrobnejšie na <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

5 PEŇAŽNÉ A ÚVEROVÉ AGREGÁTY

5.1 Menové agregáty¹⁾

(v mld. EUR a ročné miery rastu; sezónne očistené; stav a miery rastu ku koncu obdobia; transakcie počas obdobia)

		M3											
		M2					M3-M2					12	
		M1		M2-M1			Repo obchody	Akcie a podiely fondov peňažného trhu	Dlhové cenné papiere so splatnosťou do 2 rokov				
		Obeživo	Vklady splatné na požiadanie		Vklady s dohodnutou splatnosťou do 2 rokov	Vklady s výpovednou lehotoú do 3 mesiacov							
1	2	3	4	5	6	7				8	9		10
		Stav											
		863,4	4 244,0	5 107,5	1 803,3	2 081,5	3 884,8	8 992,3	125,0	483,1	180,6	788,7	9 780,9
		908,8	4 482,6	5 391,4	1 691,2	2 123,2	3 814,4	9 205,8	120,0	417,7	86,5	624,3	9 830,0
		967,3	4 948,4	5 915,7	1 605,6	2 129,6	3 735,2	9 650,9	122,2	427,4	106,2	655,8	10 306,6
2014	Q2	931,5	4 627,3	5 558,9	1 671,1	2 131,2	3 802,3	9 361,2	129,7	409,3	65,6	604,5	9 965,7
	Q3	948,2	4 745,2	5 693,4	1 647,5	2 136,6	3 784,1	9 477,5	122,4	419,1	68,8	610,4	10 087,8
	Q4	967,3	4 948,4	5 915,7	1 605,6	2 129,6	3 735,2	9 650,9	122,2	427,4	106,2	655,8	10 306,6
2015	Q1	993,7	5 174,3	6 168,0	1 529,2	2 133,5	3 662,7	9 830,7	125,9	436,5	91,0	653,4	10 484,1
2014	Nov. Dec.	956,5 967,3	4 858,0 4 948,4	5 814,5 5 915,7	1 619,3 1 605,6	2 138,4 2 129,6	3 757,7 3 735,2	9 572,2 9 650,9	128,2 122,2	434,6 427,4	71,6 106,2	634,5 655,8	10 206,7 10 306,6
2015	Jan.	984,8	5 057,3	6 042,1	1 580,5	2 120,7	3 701,2	9 743,3	119,5	438,6	102,4	660,6	10 403,9
	Feb.	992,4	5 106,6	6 099,0	1 536,0	2 123,4	3 659,4	9 758,5	132,4	443,1	103,1	678,6	10 437,1
	Mar.	993,7	5 174,3	6 168,0	1 529,2	2 133,5	3 662,7	9 830,7	125,9	436,5	91,0	653,4	10 484,1
	Apr. ^(p)	1 003,3	5 189,1	6 192,4	1 517,4	2 151,0	3 668,3	9 860,7	134,0	450,7	101,1	685,8	10 546,6
		Transakcie											
2012		20,0	289,5	309,5	-36,0	114,9	78,9	388,5	-16,9	-20,2	-18,5	-55,7	332,8
2013		45,3	245,8	291,1	-111,1	43,9	-67,2	223,9	-12,0	-48,8	-62,8	-123,6	100,3
2014		58,0	369,4	427,4	-92,7	3,5	-89,2	338,1	0,8	10,8	13,2	24,7	362,9
2014	Q2	6,7	61,7	68,5	2,3	5,8	8,1	76,6	12,4	-4,3	-7,6	0,5	77,1
	Q3	16,7	109,1	125,7	-27,1	5,1	-22,0	103,8	-8,1	10,0	3,4	5,3	109,1
	Q4	19,1	125,2	144,4	-41,8	-9,1	-50,9	93,5	-0,5	11,1	19,1	29,7	123,2
2015	Q1	25,2	190,0	215,2	-63,9	4,7	-59,2	156,0	2,4	4,9	-16,5	-9,1	146,9
2014	Nov. Dec.	7,0 10,8	64,2 12,7	71,3 23,5	-6,2 -14,2	5,9 -10,5	-0,4 -24,7	70,9 -1,1	-2,1 -6,3	2,3 -4,6	4,4 16,8	4,6 5,8	75,5 4,6
2015	Jan.	16,4	81,9	98,3	-35,0	-8,3	-43,3	55,0	-3,5	7,1	-4,9	-1,3	53,7
	Feb.	7,6	47,6	55,2	-19,2	2,7	-16,5	38,7	12,8	4,4	1,8	19,0	57,7
	Mar.	1,3	60,4	61,7	-9,7	10,3	0,7	62,4	-6,9	-6,6	-13,3	-26,8	35,6
	Apr. ^(p)	9,6	36,4	46,0	-9,3	3,8	-5,5	40,5	8,5	14,2	11,0	33,6	74,1
		Miera rastu											
2012		2,4	7,3	6,4	-1,9	5,9	2,1	4,5	-11,6	-3,9	-9,9	-6,6	3,5
2013		5,2	5,8	5,7	-6,2	2,1	-1,7	2,5	-9,5	-10,4	-37,8	-16,2	1,0
2014		6,4	8,2	7,9	-5,5	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	19,3	4,0	3,7
2014	Q2	5,6	5,4	5,4	-4,6	0,5	-1,8	2,4	5,1	-7,5	-28,8	-8,7	1,6
	Q3	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-1,1	-26,8	-4,1	2,5
	Q4	6,4	8,2	7,9	-5,5	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	19,3	4,0	3,7
2015	Q1	7,3	10,6	10,0	-7,8	0,3	-3,3	4,6	5,2	5,3	3,3	4,4	4,6
2014	Nov. Dec.	5,9 6,4	7,1 8,2	6,9 7,9	-4,5 -5,5	0,4 0,2	-1,8 -2,3	3,3 3,7	6,8 0,7	3,7 2,6	-17,7 19,3	0,6 4,0	3,1 3,7
2015	Jan.	7,7	9,2	8,9	-6,7	-0,1	-3,0	4,0	-4,7	1,3	11,1	1,0	3,8
	Feb.	7,9	9,4	9,1	-7,3	0,0	-3,2	4,1	0,5	3,4	14,6	3,8	4,1
	Mar.	7,3	10,6	10,0	-7,8	0,3	-3,3	4,6	5,2	5,3	3,3	4,4	4,6
	Apr. ^(p)	8,2	11,0	10,5	-8,2	0,5	-3,3	4,9	9,9	8,9	35,5	11,6	5,3

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

5.2 Vklady zahrnuté v M3¹⁾

(v mld. EUR a ročné miery rastu; sezónne očistené; stav a miery rastu ku koncu obdobia; transakcie počas obdobia)

	Nefinančné korporácie ²⁾					Domácnosti ³⁾					Finančné korporácie iné ako PFI a PSPF ²⁾	Poisťovacie korporácie a penzijné fondy (PKPF)	Ostatná verejná správa ⁴⁾
	Spolu	Vklady splatné na požiadanie	Vklady s dohodnutou splatnosťou do 2 rokov	Vklady s výpovednou lehotou do 3 mesiacov	Repo obchody	Spolu	Jednoduché vklady	Vklady s dohodnutou splatnosťou do 2 rokov	Vklady s výpovednou lehotou do 3 mesiacov	Repo obchody			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stav													
2012	1 618,7	1 112,8	406,9	88,1	10,8	5 308,6	2 360,4	977,3	1 960,3	10,5	811,2	209,1	306,3
2013	1 710,6	1 198,6	400,8	94,7	16,5	5 414,0	2 542,6	875,7	1 991,2	4,5	801,0	192,8	298,6
2014	1 813,5	1 329,3	368,3	96,4	19,5	5 556,7	2 753,3	810,6	1 989,9	2,8	886,2	218,5	330,8
2014 Q2	1 751,9	1 244,6	394,7	97,3	15,3	5 481,4	2 623,1	859,8	1 994,0	4,5	801,1	210,3	314,6
Q3	1 789,5	1 283,8	391,1	99,2	15,4	5 531,9	2 686,9	845,1	1 995,1	4,9	794,8	208,4	327,1
Q4	1 813,5	1 329,3	368,3	96,4	19,5	5 556,7	2 753,3	810,6	1 989,9	2,8	886,2	218,5	330,8
2015 Q1	1 847,0	1 392,6	340,4	99,0	14,9	5 598,3	2 843,8	761,7	1 988,8	3,9	953,5	225,1	339,0
2014 Nov.	1 815,9	1 319,9	382,1	100,9	13,1	5 552,8	2 730,7	827,2	1 990,1	4,8	839,4	211,3	324,5
Dec.	1 813,5	1 329,3	368,3	96,4	19,5	5 556,7	2 753,3	810,6	1 989,9	2,8	886,2	218,5	330,8
2015 Jan.	1 853,5	1 379,5	366,3	96,4	11,4	5 565,6	2 786,5	795,4	1 979,9	3,8	886,7	228,3	343,9
Feb.	1 851,9	1 393,7	347,1	97,2	13,9	5 566,5	2 810,2	771,1	1 980,9	4,3	906,0	224,4	349,6
Mar.	1 847,0	1 392,6	340,4	99,0	14,9	5 598,3	2 843,8	761,7	1 988,8	3,9	953,5	225,1	339,0
Apr. ^(p)	1 843,7	1 387,3	332,6	112,9	10,9	5 609,2	2 857,6	756,0	1 991,9	3,7	963,1	230,2	345,3
Transakcie													
2012	72,2	99,4	-33,2	10,0	-4,0	222,8	99,4	35,6	100,2	-12,5	16,5	15,0	25,0
2013	97,9	90,4	-6,0	7,7	5,8	108,7	183,7	-100,1	31,1	-6,0	-17,4	-14,2	-8,5
2014	68,0	89,9	-25,6	1,2	2,5	140,2	209,0	-65,7	-1,4	-1,7	46,1	5,8	20,9
2014 Q2	14,8	18,7	-4,3	0,3	0,2	41,4	40,4	-4,9	7,1	-1,2	20,5	4,6	0,9
Q3	29,6	33,6	-5,7	1,9	-0,2	47,3	61,9	-16,0	1,0	0,4	-8,3	-2,3	12,6
Q4	6,4	15,9	-12,2	-1,4	4,0	25,9	67,5	-33,1	-6,6	-2,0	56,0	-8,7	-5,8
2015 Q1	29,7	49,2	-17,2	2,6	-4,9	39,3	81,5	-43,3	-0,1	1,1	50,4	5,1	8,7
2014 Nov.	25,8	22,9	2,8	0,5	-0,4	20,9	30,7	-9,2	-0,7	0,1	12,4	0,3	2,4
Dec.	-20,0	-20,2	-3,3	-2,8	6,3	4,8	23,6	-15,3	-1,6	-1,9	11,2	-11,5	-2,7
2015 Jan.	27,2	39,7	-4,2	-0,1	-8,3	-3,5	25,3	-20,6	-9,3	1,0	-11,0	9,0	13,5
Feb.	11,8	13,4	-5,0	0,8	2,5	12,1	23,4	-12,7	1,0	0,4	18,4	-4,3	5,8
Mar.	-9,2	-3,9	-8,0	1,8	0,9	30,7	32,8	-9,9	8,2	-0,4	43,0	0,4	-10,7
Apr. ^(p)	0,9	9,6	-6,7	2,0	-3,9	12,6	16,9	-5,2	1,2	-0,3	14,0	5,4	6,4
Miera rastu													
2012	4,7	9,8	-7,5	13,2	-25,2	4,4	4,4	3,8	5,4	-54,2	2,1	7,8	9,1
2013	6,1	8,1	-1,5	8,8	54,6	2,0	7,8	-10,3	1,6	-57,0	-2,2	-6,9	-2,8
2014	3,9	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,2	7,0
2014 Q2	6,2	8,3	-0,6	4,9	40,5	2,0	7,3	-8,1	0,3	-30,3	-4,4	1,7	-0,3
Q3	6,0	8,6	-2,1	3,4	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,9	2,3	3,3
Q4	3,9	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,2	7,0
2015 Q1	4,6	9,5	-10,0	3,5	-5,7	2,8	9,7	-11,2	0,1	-31,0	14,6	-0,7	5,2
2014 Nov.	5,2	8,8	-5,3	3,3	17,4	2,4	7,5	-7,1	0,2	-14,7	3,5	4,0	1,1
Dec.	3,9	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,2	7,0
2015 Jan.	4,9	10,0	-8,1	1,5	-34,8	2,5	8,6	-9,2	-0,2	-20,8	5,7	0,5	8,9
Feb.	4,8	9,9	-8,9	1,4	-21,9	2,5	8,9	-10,3	-0,2	-25,5	7,9	-0,9	8,0
Mar.	4,6	9,5	-10,0	3,5	-5,7	2,8	9,7	-11,2	0,1	-31,0	14,6	-0,7	5,2
Apr. ^(p)	4,3	9,8	-11,5	5,5	-37,8	2,9	9,9	-11,5	0,1	-35,3	16,0	1,6	7,8

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

2) V súlade s ESA 2010 boli v decembri 2014 holdingové spoločnosti nefinančných skupín preklasifikované zo sektora nefinančných korporácií do sektora finančných korporácií. Tieto subjekty sú zaradené v bilančnej štatistike PFI v rámci položky finančné korporácie iné ako PFI a poisťovacie korporácie a penzijné fondy (PKPF).

3) Vrátane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

4) Sektor verejnej správy bez ústrednej štátnej správy.

5.3 Pohľadávky voči rezidentom eurozóny¹⁾

(v mld. EUR a ročné miery rastu; sezónne očistené; stav a miery rastu ku koncu obdobia; transakcie počas obdobia)

	Pohľadávky voči verejnej správe			Pohľadávky voči ostatným rezidentom eurozóny									
	Spolu	Úvery	Dlhové cenné papiere	Spolu	Úvery					Dlhové cenné papiere	Majetkové účasti a akcie/ podielové listy investičných fondov nepenažného trhu		
					Spolu	nefinančným korporáciám ³⁾	domácnostiam ⁴⁾	finančným korporáciám iným ako PFI a PKPF ³⁾	poisťovacím korporáciám a penzijným fondom (PKPF)				
												očistené od predaja úverov a sekuritizácie ²⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Stav												
2012	3 410,8	1 169,3	2 241,5	13 069,5	10 860,0	-	4 544,6	5 242,3	984,3	89,0	1 435,9	773,6	
2013	3 407,5	1 096,3	2 311,2	12 709,4	10 546,4	-	4 354,1	5 221,4	872,6	98,3	1 363,9	799,1	
2014	3 608,0	1 131,4	2 476,6	12 564,8	10 513,1	-	4 279,7	5 200,6	904,7	128,1	1 276,6	775,1	
2014	Q2	3 449,1	1 101,7	2 347,4	12 588,4	10 464,8	-	4 306,3	5 191,0	868,5	99,0	1 317,4	806,3
	Q3	3 508,9	1 102,2	2 406,7	12 561,8	10 444,8	-	4 288,1	5 194,6	858,8	103,3	1 307,0	810,1
	Q4	3 608,0	1 131,4	2 476,6	12 564,8	10 513,1	-	4 279,7	5 200,6	904,7	128,1	1 276,6	775,1
2015	Q1	3 672,8	1 153,2	2 519,6	12 679,5	10 615,8	-	4 310,2	5 234,8	936,1	134,6	1 275,5	788,3
2014	Nov.	3 538,2	1 108,8	2 429,4	12 534,0	10 431,0	-	4 271,1	5 194,9	857,5	107,4	1 291,8	811,2
	Dec.	3 608,0	1 131,4	2 476,6	12 564,8	10 513,1	-	4 279,7	5 200,6	904,7	128,1	1 276,6	775,1
2015	Jan.	3 652,4	1 148,7	2 503,7	12 635,3	10 582,4	-	4 301,2	5 223,2	919,2	138,9	1 277,1	775,8
	Feb.	3 637,8	1 146,5	2 491,3	12 652,6	10 590,7	-	4 313,1	5 222,2	918,4	137,1	1 271,2	790,6
	Mar.	3 672,8	1 153,2	2 519,6	12 679,5	10 615,8	-	4 310,2	5 234,8	936,1	134,6	1 275,5	788,3
	Apr. ^(p)	3 698,7	1 151,8	2 546,9	12 654,5	10 607,8	-	4 302,1	5 234,7	934,0	137,1	1 264,3	782,4
	Transakcie												
2012	185,0	-4,0	189,0	-100,6	-69,1	-13,4	-107,6	26,0	14,5	-2,0	-69,9	38,5	
2013	-24,4	-73,6	49,2	-304,5	-247,4	-221,2	-132,8	-3,5	-120,7	9,6	-71,7	14,6	
2014	72,6	16,3	56,3	-103,7	-50,9	18,7	-59,8	-13,7	11,1	11,6	-88,1	35,3	
2014	Q2	-27,2	-10,3	-16,9	-50,1	-47,4	9,2	-18,7	-35,4	8,5	-1,7	-12,5	9,7
	Q3	40,4	-1,4	41,8	-18,9	-10,6	-10,8	-18,6	8,2	-4,4	4,2	-14,1	5,7
	Q4	46,5	12,8	33,7	5,5	23,3	33,8	3,4	6,4	6,8	6,6	-34,7	17,0
2015	Q1	38,5	21,6	16,9	35,8	45,1	52,3	8,7	19,7	10,7	6,0	-1,8	-7,5
2014	Nov.	4,6	11,2	-6,6	-13,9	2,8	10,3	-3,9	-1,3	3,5	4,5	-10,7	-5,9
	Dec.	23,2	8,0	15,3	24,7	24,2	25,0	10,0	3,3	8,4	2,5	-17,0	17,5
2015	Jan.	32,2	13,5	18,7	9,8	16,3	16,9	1,7	5,6	-1,5	10,5	2,3	-8,8
	Feb.	-20,6	2,7	-23,3	9,0	8,1	15,3	10,2	1,3	-1,5	-1,9	-7,1	8,0
	Mar.	26,9	5,4	21,6	17,0	20,7	20,2	-3,2	12,8	13,7	-2,6	3,1	-6,8
	Apr. ^(p)	36,7	-1,2	37,9	-6,3	8,9	18,9	0,2	4,4	1,7	2,6	-9,5	-5,8
	Miera rastu												
2012	5,8	-0,3	9,5	-0,8	-0,6	-0,1	-2,3	0,5	1,5	-2,2	-4,6	5,2	
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,0	-2,9	-0,1	-12,2	10,8	-5,0	1,9	
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-6,5	4,4	
2014	Q2	-2,5	-1,5	-3,0	-2,2	-1,8	-1,1	-2,3	-0,6	-5,9	4,8	-7,5	0,5
	Q3	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,5	8,5	-8,6	1,8
	Q4	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-6,5	4,4
2015	Q1	2,8	2,0	3,2	-0,2	0,1	0,8	-0,6	0,0	2,2	14,1	-4,7	3,0
2014	Nov.	0,8	0,6	0,9	-1,4	-0,9	-0,2	-1,7	-0,4	-1,0	8,0	-7,2	2,6
	Dec.	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-6,5	4,4
2015	Jan.	2,3	1,6	2,6	-0,6	-0,2	0,5	-1,1	-0,1	1,4	19,3	-6,3	3,3
	Feb.	1,9	1,5	2,0	-0,4	-0,1	0,6	-0,6	-0,2	0,5	15,4	-5,6	4,2
	Mar.	2,8	2,0	3,2	-0,2	0,1	0,8	-0,6	0,0	2,2	14,1	-4,7	3,0
	Apr. ^(p)	3,8	2,4	4,5	0,0	0,0	0,8	-0,4	0,0	0,3	17,2	-2,2	2,8

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

2) Očistené od úverov vyčlenených z bilancie PFI z dôvodu ich predaja alebo sekuritizácie.

3) V súlade s ESA 2010 boli v decembri 2014 holdingové spoločnosti nefinančných skupín preklasifikované zo sektora nefinančných korporácií do sektora finančných korporácií. Tieto subjekty sú zaradené v bilančnej štatistike PFI v rámci položky finančné korporácie iné ako PFI a poisťovacie korporácie a penzijné fondy (PKPF).

4) Vrátane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

5.4 Úvery PFI nefinančným korporáciám a domácnostiam eurozóny¹⁾

(v mld. EUR a ročné miery rastu; sezónne očistené; stav a miery rastu ku koncu obdobia; transakcie počas obdobia)

	Nefinančné korporácie ²⁾					Domácnosti ³⁾				
	Spolu		do 1 roka	nad 1 rok a do 5 rokov	nad 5 rokov	Spolu		Spotrebiteľské úvery	Úvery na bývanie	Ostatné úvery
	očistené od predaja úverov a sekuritizácie ⁴⁾					očistené od predaja úverov a sekuritizácie ⁴⁾				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Stav										
2012	4 544,6	-	1 127,9	795,6	2 621,0	5 242,3	-	602,0	3 823,6	816,7
2013	4 354,1	-	1 065,6	740,8	2 547,8	5 221,4	-	573,5	3 851,5	796,4
2014	4 279,7	-	1 081,0	724,6	2 474,2	5 200,6	-	563,2	3 861,3	776,1
2014 Q2	4 306,3	-	1 058,1	734,1	2 514,1	5 191,0	-	570,3	3 832,2	788,5
Q3	4 288,1	-	1 056,5	726,1	2 505,4	5 194,6	-	567,1	3 843,7	783,8
Q4	4 279,7	-	1 081,0	724,6	2 474,2	5 200,6	-	563,2	3 861,3	776,1
2015 Q1	4 310,2	-	1 089,9	738,9	2 481,5	5 234,8	-	567,9	3 891,7	775,3
2014 Nov.	4 271,1	-	1 040,0	734,0	2 497,0	5 194,9	-	566,6	3 848,3	780,0
Dec.	4 279,7	-	1 081,0	724,6	2 474,2	5 200,6	-	563,2	3 861,3	776,1
2015 Jan.	4 301,2	-	1 087,4	735,5	2 478,3	5 223,2	-	566,2	3 879,7	777,3
Feb.	4 313,1	-	1 090,4	734,8	2 487,9	5 222,2	-	565,3	3 883,4	773,6
Mar.	4 310,2	-	1 089,9	738,9	2 481,5	5 234,8	-	567,9	3 891,7	775,3
Apr. ^(p)	4 302,1	-	1 089,9	737,1	2 475,0	5 234,7	-	566,7	3 894,8	773,2
Transakcie										
2012	-107,6	-60,3	6,2	-51,4	-62,3	26,0	34,7	-17,7	48,8	-5,1
2013	-132,8	-127,5	-44,5	-44,5	-43,7	-3,5	14,3	-18,1	27,6	-13,1
2014	-59,8	-46,6	-13,8	0,7	-46,8	-13,7	42,3	-3,0	-2,0	-8,7
2014 Q2	-18,7	-7,5	3,3	6,0	-28,1	-35,4	9,3	-2,0	-33,1	-0,3
Q3	-18,6	-20,1	-3,1	-7,0	-8,5	8,2	9,5	1,2	13,1	-6,1
Q4	3,4	5,8	-7,4	8,1	2,7	6,4	14,9	-2,2	10,6	-1,9
2015 Q1	8,7	11,7	-0,4	8,1	1,0	19,7	23,9	2,5	17,5	-0,3
2014 Nov.	-3,9	-2,5	-12,6	10,7	-2,0	-1,3	4,8	-1,6	0,0	0,3
Dec.	10,0	10,4	7,0	-1,7	4,7	3,3	4,2	-2,5	6,5	-0,7
2015 Jan.	1,7	1,6	-1,7	5,3	-1,9	5,6	6,2	0,1	6,3	-0,7
Feb.	10,2	12,3	3,1	-1,1	8,1	1,3	6,3	-0,6	3,8	-1,8
Mar.	-3,2	-2,2	-1,8	3,8	-5,3	12,8	11,5	3,0	7,5	2,3
Apr. ^(p)	0,2	1,6	3,3	-0,4	-2,7	4,4	13,0	-1,0	6,3	-0,9
Miera rastu										
2012	-2,3	-1,3	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,8	1,3	-0,6
2013	-2,9	-2,8	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,1	-1,3	0,1	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	-0,1	-1,1
2014 Q2	-2,3	-2,1	-2,7	-3,3	-1,9	-0,6	0,5	-1,4	-0,4	-1,0
Q3	-2,0	-1,8	-1,4	-3,4	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
Q4	-1,4	-1,1	-1,3	0,1	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	-0,1	-1,1
2015 Q1	-0,6	-0,2	-0,7	2,1	-1,3	0,0	1,1	-0,1	0,2	-1,1
2014 Nov.	-1,7	-1,4	-1,5	-1,8	-1,7	-0,4	0,7	0,1	-0,2	-1,3
Dec.	-1,4	-1,1	-1,3	0,1	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	-0,1	-1,1
2015 Jan.	-1,1	-0,8	-0,8	1,1	-1,9	-0,1	0,9	-0,4	0,1	-1,0
Feb.	-0,6	-0,3	0,5	0,8	-1,5	-0,2	1,0	-0,5	0,0	-1,1
Mar.	-0,6	-0,2	-0,7	2,1	-1,3	0,0	1,1	-0,1	0,2	-1,1
Apr. ^(p)	-0,4	-0,1	0,3	1,2	-1,2	0,0	1,3	-0,1	0,1	-0,8

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

2) V súlade s ESA 2010 boli v decembri 2014 holdingové spoločnosti nefinančných skupín preklasifikované zo sektora nefinančných korporácií do sektora finančných korporácií. Tieto subjekty sú zaradené v bilančnej štatistike PFI v rámci položky finančné korporácie iné ako PFI a poisťovacie korporácie a penzijné fondy (PKPF).

3) Vrátane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

4) Očistené od úverov vyčlenených z bilancie PFI z dôvodu ich predaja alebo sekuritizácie.

5.5 Protipoložky M3 iné ako pohľadávky voči rezidentom eurozóny¹⁾

(v mld. EUR a ročné miery rastu; sezónne očistené; stav a miery rastu ku koncu obdobia; transakcie počas obdobia)

	Pasíva PFI						Aktíva PFI			
	V držbe ústrednej štát- nej správy ²⁾	Dlhodobejšie finančné záväzky voči rezidentom eurozóny					Čisté zahranič- né aktíva	Ostatné		
		Spolu	Vklady s dohodnutou splatnosťou nad 2 roky	Vklady s výpo- vednou lehotou nad 3 mesiace	Dlhové cenné papiere so splatnosťou nad 2 roky	Kapitál a rezervy		Spolu		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Stav										
2012	305,4	7 570,1	2 395,9	106,0	2 680,8	2 387,4	1 029,8	146,4	260,8	201,2
2013	260,2	7 305,0	2 373,3	91,5	2 506,3	2 333,9	1 153,9	124,5	183,8	122,1
2014	262,1	7 178,7	2 253,2	92,0	2 375,3	2 458,3	1 390,7	183,9	184,5	139,8
2014 Q2	270,3	7 295,3	2 301,8	90,1	2 455,1	2 448,4	1 346,1	147,7	171,3	119,0
2014 Q3	249,7	7 332,4	2 278,6	92,4	2 457,0	2 504,3	1 419,5	179,8	163,6	121,7
2014 Q4	262,1	7 178,7	2 253,2	92,0	2 375,3	2 458,3	1 390,7	183,9	184,5	139,8
2015 Q1	287,6	7 322,2	2 259,8	90,5	2 394,7	2 577,1	1 504,3	237,2	234,7	159,1
2014 Nov.	258,7	7 263,2	2 258,3	91,0	2 404,7	2 509,2	1 466,5	189,8	184,4	130,8
2014 Dec.	262,1	7 178,7	2 253,2	92,0	2 375,3	2 458,3	1 390,7	183,9	184,5	139,8
2015 Jan.	306,0	7 293,1	2 245,5	92,8	2 402,6	2 552,2	1 481,6	233,7	203,3	133,3
2015 Feb.	262,9	7 303,0	2 263,4	91,6	2 396,3	2 551,7	1 447,7	265,0	226,3	144,5
2015 Mar.	287,6	7 322,2	2 259,8	90,5	2 394,7	2 577,1	1 504,3	237,2	234,7	159,1
2015 Apr. ^(p)	260,2	7 235,3	2 237,3	88,5	2 354,6	2 554,9	1 447,8	241,1	206,3	132,1
Transakcie										
2012	-4,9	-115,3	-156,3	-10,2	-106,4	157,6	99,4	28,8	9,4	41,5
2013	-46,0	-88,8	-18,6	-14,3	-137,6	81,6	359,2	-64,7	32,2	43,9
2014	-6,9	-161,8	-119,7	1,8	-154,7	110,8	244,2	-19,0	0,7	17,7
2014 Q2	9,4	-65,1	-54,7	-1,0	-15,8	6,5	75,0	23,8	-5,8	2,3
2014 Q3	-20,9	-3,1	-28,3	2,3	-28,5	51,5	38,4	25,3	-7,7	2,6
2014 Q4	4,4	-95,3	-25,1	1,0	-77,3	6,1	35,9	-55,5	20,9	18,1
2015 Q1	22,2	-47,4	-30,7	-2,5	-47,5	33,3	-6,3	53,8	50,1	19,3
2014 Nov.	1,7	-19,5	-6,4	-0,8	-13,6	1,3	47,9	19,0	1,3	9,6
2014 Dec.	0,4	-43,9	-6,2	2,4	-34,1	-6,1	-26,1	-60,7	0,1	9,0
2015 Jan.	40,6	-12,0	-16,1	-0,2	-12,7	17,1	-5,9	46,2	18,8	-6,5
2015 Feb.	-43,1	-17,9	-8,5	-1,2	-12,0	3,7	-24,8	33,1	23,0	11,3
2015 Mar.	24,7	-17,5	-6,1	-1,1	-22,8	12,5	24,4	-25,5	8,3	14,6
2015 Apr. ^(p)	-27,4	-38,8	-20,1	-2,0	-19,9	3,1	-26,8	4,3	-28,3	-27,0
Miera rastu										
2012	-1,5	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,0	-	-	2,5	26,1
2013	-15,1	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,5	-	-	10,3	23,5
2014	-2,7	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,7	-	-	0,4	14,5
2014 Q2	-9,0	-1,6	-3,9	-6,8	-3,2	2,6	-	-	-23,8	-4,5
2014 Q3	-11,5	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	-	-	-17,5	-3,2
2014 Q4	-2,7	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,7	-	-	0,4	14,5
2015 Q1	5,6	-2,9	-5,9	-0,3	-6,8	4,0	-	-	32,5	36,3
2014 Nov.	-1,9	-1,9	-5,5	-1,1	-4,8	4,9	-	-	-4,4	-6,6
2014 Dec.	-2,7	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,7	-	-	0,4	14,5
2015 Jan.	22,3	-2,3	-5,6	2,5	-6,0	4,6	-	-	22,4	28,3
2015 Feb.	-4,4	-2,4	-5,7	0,8	-5,9	4,3	-	-	27,0	28,4
2015 Mar.	5,6	-2,9	-5,9	-0,3	-6,8	4,0	-	-	32,5	36,3
2015 Apr. ^(p)	-5,7	-3,1	-5,5	-2,4	-7,4	3,4	-	-	26,8	33,0

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

2) Zahŕňa vklady ústrednej štátnej správy v sektore PFI a cenné papiere vydané sektorom PFI.

3) Neočistené od sezónnych vplyvov.

6 FIŠKÁLNY VÝVOJ

6.1 Deficit/prebytok, príjmy a výdavky^{1), 2)}

(v % HDP; toky počas obdobia 1 roka)

	Deficit (-)/ prebytok (+)	Príjmy						Výdavky							
		Spolu	Bežné príjmy			Kapitálové príjmy	Spolu	Bežné výdavky				Kapitálové výdavky			
			Priame dane	Nepriame dane	Čisté sociálne príspevky			Kompenzácie zamestnancov	Medzispotreba	Úroky	Sociálne platby ³⁾				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011		-3,9	44,7	44,5	11,7	12,7	15,1	0,2	48,6	44,3	10,4	5,3	3,0	23,0	4,3
2012		-3,4	45,8	45,6	12,2	13,0	15,3	0,2	49,1	44,6	10,4	5,3	3,0	23,5	4,5
2013		-2,5	46,4	46,1	12,5	13,1	15,5	0,3	48,9	44,8	10,4	5,3	2,8	23,8	4,1
2014		-2,1	46,5	46,3	12,5	13,3	15,5	0,3	48,7	44,9	10,3	5,3	2,6	24,0	3,8
2014	Q3	-2,4	46,6	46,1	12,5	13,1	15,5	0,5	49,0	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	3,7
	Q4	-2,4	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,3	10,3	5,3	2,6	23,1	3,7

6.2 Pomer štátneho dlhu k HDP¹⁾

(v % HDP; stav ku koncu obdobia)

	Spolu	Finančný nástroj			Držiteľ			Pôvodná splatnosť		Zostávajúca splatnosť			Mena		
		Obeživo a vklady	Úvery	Dlhové cenné papiere	Tuzemskí veritelia	Ostatní veritelia	do 1 roka	nad 1 rok	do 1 roka	nad 1 a do 5 rokov	nad 5 rokov	Euro alebo zúčastnené meny	Ostatné meny		
														PFI	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011		85,8	2,9	15,3	67,5	42,7	24,3	43,1	12,2	73,6	20,3	29,8	35,7	84,0	1,8
2012		89,1	3,0	17,2	68,8	45,4	26,2	43,6	11,4	77,7	19,5	31,6	38,0	86,9	2,2
2013		90,9	2,7	17,0	71,2	45,9	26,1	45,0	10,4	80,5	19,4	32,2	39,3	89,0	2,0
2014		92,0	2,7	16,8	72,4	45,2	25,9	46,8	10,1	81,8	19,2	32,2	40,5	89,9	2,0
2014	Q3	92,0	2,6	16,6	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	Q4	91,9	2,7	16,8	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

6.3 Ročná zmena pomeru štátneho dlhu k HDP a hlavné faktory¹⁾

(v % HDP; toky počas obdobia 1 roka)

	Zmena pomeru dlhu k HDP ⁴⁾	Primárny deficit (+)/ prebytok (-)	Úprava deficitu a dlhu ⁵⁾								Diferenciál úrokovej miery a rastu	Informatívna položka: požiadavky na pôžičky
			Spolu	Transakcie hlavných finančných aktív					Vplyv precenenia a ostatné zmeny objemu	Ostatné faktory		
				Spolu	Obeživo a vklady	Úvery	Dlhové cenné papiere	Majetok a podiely v investičných fondoch				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	2,1	1,2	0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	0,1	0,8	3,9
2012	3,3	0,6	0,1	1,1	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0
2013	1,8	0,1	-0,2	-0,6	-0,4	-0,4	-0,1	0,3	0,0	0,4	2,0	2,7
2014	1,1	-0,2	0,2	0,0	0,2	-0,1	-0,2	0,1	-0,1	0,2	1,1	2,7
2014 Q3	0,9	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,2	-0,4	0,4	1,1	2,7
2014 Q4	1,0	-0,2	0,2	0,1	0,2	0,0	-0,2	0,1	-0,1	0,2	1,0	2,7

Zdroj: ECB v prípade ročných údajov; Eurostat v prípade štvrťročných údajov.

1) Štvrťročné pomery (v % HDP) vypočítané pomocou kumulovaných súčtov za štyri štvrťroky v prípade tokových údajov a HDP a hodnoty ku koncu štvrťrokov v prípade stavov.

2) Rozpočtové transakcie EÚ sú zahrnuté a konsolidované v ročných údajoch.

3) Bežné transfery neziskovým inštitúciám slúžiacim domácnostiam sú zahrnuté v ročných údajoch.

4) Vypočítané ako rozdiely medzi pomermi štátneho dlhu k HDP v poslednom a skoršom období, t. j. v predchádzajúcom roku v prípade ročných údajov a v tom istom štvrťroku predchádzajúceho roka v prípade štvrťročných údajov.

5) Štvrťročné údaje zahŕňajú medzivládne pôžičky v kontexte finančnej krízy.

6.4 Dlhové cenné papiere verejnej správy¹⁾

(dlhová služba v % HDP; priemerná zostatková splatnosť v rokoch; priemerný nominálny výnos v % p. a.)

	Dlhová služba splatná v rámci 1 roka ²⁾					Priemerná zostatková splatnosť ³⁾	Priemerný nominálny výnos ⁴⁾						
	Spolu	Istina ⁵⁾		Úrok			Stav					Transakcie	
		splatnosť do 3 mesiacov	splatnosť do 3 mesiacov	Spolu	Pohyblivá sadzba		Nulový kupón	Fixná sadzba		Emisia	Odkúpenie		
								splatnosť do 1 roka					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	1,8
2014	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2014 Q3	17,3	15,2	5,7	2,1	0,5	6,4	3,2	1,5	0,5	3,5	2,8	0,9	1,6
2014 Q4	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2014 Nov.	15,9	13,9	4,8	2,0	0,5	6,5	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,9	1,7
2014 Dec.	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015 Jan.	15,7	13,6	5,1	2,0	0,5	6,5	3,1	1,4	0,4	3,5	2,7	0,8	1,7
2015 Feb.	15,7	13,6	4,5	2,0	0,5	6,5	3,0	1,4	0,3	3,4	2,7	0,7	1,7
2015 Mar.	15,5	13,4	4,6	2,0	0,5	6,5	3,0	1,4	0,0	3,4	2,8	0,6	1,7
2015 Apr.	15,9	13,8	4,8	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	0,3	3,4	2,8	0,5	1,7

6.5 Fiškálny vývoj v krajinách eurozóny⁶⁾

(v % HDP; toky počas obdobia 1 roka a stav na konci obdobia)

	Belgicko	Nemecko	Estónsko	Írsko	Grécko	Španielsko	Francúzsko	Taliansko	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Deficit (-)/prebytok (+) verejnej správy								
2011	-4,1	-0,9	1,2	-12,7	-10,2	-9,4	-5,1	-3,5	-5,8
2012	-4,1	0,1	-0,2	-8,1	-8,7	-10,3	-4,8	-3,0	-5,8
2013	-2,9	0,1	-0,2	-5,8	-12,3	-6,8	-4,1	-2,9	-4,9
2014	-3,2	0,7	0,6	-4,1	-3,5	-5,8	-4,0	-3,0	-8,8
2014 Q3	-3,1	0,6	-0,2	-4,7	-2,3	-5,7	-4,0	-2,8	-10,2
2014 Q4	-3,2	0,7	0,6	-4,1	-3,5	-5,8	-4,0	-3,0	-8,8
	Dlh verejnej správy								
2011	102,0	77,9	6,0	111,2	171,3	69,2	85,2	116,4	66,0
2012	103,8	79,3	9,7	121,7	156,9	84,4	89,6	123,1	79,5
2013	104,4	77,1	10,1	123,2	175,0	92,1	92,3	128,5	102,2
2014	106,5	74,7	10,6	109,7	177,1	97,7	95,0	132,1	107,5
2014 Q3	108,3	75,1	10,5	114,3	175,8	96,8	95,4	132,0	104,7
2014 Q4	106,6	74,7	10,6	109,7	177,1	97,7	95,2	132,1	107,5

	Lotyšsko	Litva	Luxembursko	Malta	Holandsko	Rakúsko	Portugalsko	Slovinsko	Slovensko	Fínsko
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
	Deficit (-)/prebytok (+) verejnej správy									
2011	-3,3	-8,9	0,4	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,6	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,1	0,1	-3,6	-4,0	-2,2	-5,6	-4,0	-4,2	-2,1
2013	-0,7	-2,6	0,9	-2,6	-2,3	-1,3	-4,8	-14,9	-2,6	-2,5
2014	-1,4	-0,7	0,6	-2,1	-2,3	-2,4	-4,5	-4,9	-2,9	-3,2
2014 Q3	0,0	-0,7	0,5	-2,7	-2,6	-1,2	-4,4	-12,8	-2,8	-2,9
2014 Q4	-1,4	-0,7	.	-2,1	-2,3	-2,4	-4,5	-4,9	-2,9	-3,2
	Dlh verejnej správy									
2011	42,7	37,2	19,1	69,7	61,3	82,1	111,1	46,5	43,4	48,5
2012	40,9	39,8	21,9	67,4	66,5	81,5	125,8	53,7	52,1	52,9
2013	38,2	38,8	24,0	69,2	68,6	80,9	129,7	70,3	54,6	55,8
2014	40,0	40,9	23,6	68,0	68,8	84,5	130,2	80,9	53,6	59,3
2014 Q3	40,4	38,1	23,3	71,7	69,0	80,8	132,2	77,7	55,4	58,2
2014 Q4	40,0	40,9	.	68,0	68,8	84,5	130,2	80,9	53,6	59,3

Zdroj: ECB v prípade cenných papierov verejnej správy; Eurostat v prípade vládneho deficitu/prebytku a vládneho dlhu.

1) Údaje o dlhových cenných papieroch verejnej správy sú zaznamenané v menovitej hodnote a nie sú konsolidované v rámci sektora verejnej správy.

2) Toky istiny a úroku počas obdobia dlhovej služby.

3) Zostatková splatnosť ku koncu obdobia.

4) Stav na konci obdobia; transakcie ako 12-mesačný priemer.

5) Suma istiny nepokrýva krátkodobé cenné papiere emitované a odkúpené počas nasledujúcich 12 mesiacov.

6) Štvrťročné podiely (v % HDP) vypočítané pomocou kumulovaných súčtov za štyri štvrťroky v prípade tokových údajov a HDP a hodnoty na konci obdobia v prípade stavov.