



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTEM

# Ekonomický bulletin

Číslo 6 / 2015



# Obsah

## Hospodársky a menový vývoj

Stručný prehľad	3
1 Vonkajšie prostredie	6
2 Finančný vývoj	11
3 Hospodárska aktivita	15
4 Ceny a náklady	20
5 Peňažné a úverové agregáty	24
6 Fiškálny vývoj	29

## Boxy

1 Aktuálny vývoj cien neropných komodít a ich výhľad	31
2 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 22. apríla do 21. júla 2015	33
3 Transakcie uskutočnené cez TARGET2 a ich využitie pri analýze peňažného trhu jednodňových nezabezpečených nástrojov	37
4 Uverejňovanie zostatkov v systéme TARGET	42
5 Revidované zahranično-obchodné váhové koeficienty efektívneho výmenného kurzu eura odrážajú rastúci význam rozvíjajúcich sa trhových ekonomík	45
6 Ukazovateľ nevyužitých kapacít v eurozóne založený na prieskumoch	49
7 Aktuálny vývoj cien potravín v eurozóne	52
8 Odporúčania pre rozpočtovú politiku jednotlivých krajín v rámci európskeho semestra 2015	55

## Články (sú súčasťou anglickej verzie)

1 The state of the house price cycle in the euro area	58
2 The fiscal impact of financial sector support during the crisis	74

## Štatistika

S1

# Hospodársky a menový vývoj

## Stručný prehľad

**Prehľad aktuálnych údajov, najnovšie makroekonomické projekcie odborníkov ECB a predbežné hodnotenie nedávnych výkyvov na trhu naznačujú pokračujúce, hoci o niečo slabšie oživenie hospodárskej aktivity v eurozóne a pomalší rast miery inflácie, než sa pôvodne očakávalo.** Zmena výhľadu do značnej miery vyplýva z externého vývoja. Hoci svetová ekonomika postupne rastie, jej vývoj je stále nerovnomerný. Vo vyspelých ekonomikách hospodársku aktivitu podporujú nízke ceny ropy, naďalej akomodačné podmienky financovania, pomalšie tempo rozpočtovej konsolidácie a zlepšujúca sa situácia na trhoch práce. V rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách sa naopak výhľad hospodárskeho rastu zhoršil vzhľadom na zvýšenú neistotu, keďže v niektorých krajinách rast brzdia štrukturálne prekážky a makroekonomické nerovnováhy, zatiaľ čo ďalšie krajiny sa prispôbujú nižším cenám komodít a menej priaznivým podmienkam financovania. Inflačné tlaky sú zároveň tlmené v dôsledku klesajúcich cien komodít.

**Objavili sa ďalšie riziká spomalenia hospodárskeho rastu a cenového vývoja, okrem iného v dôsledku nedávneho zvýšenia volatility na finančných trhoch.** Počas leta došlo ku dvom významným epizodám zvýšeného napätia. Prvá súvisela s vývojom v Grécku koncom júna a začiatkom júla, pričom celkovo mala na finančné trhy pomerne obmedzený dosah. K druhej došlo v druhej polovici augusta v súvislosti s vývojom v Číne, pričom mala výrazný vplyv na akciové a devízové trhy, ako aj na vnímanie rizika. Od začiatku júna do začiatku septembra došlo celkovo k miernemu poklesu dlhodobých nominálnych výnosov štátnych dlhopisov krajín eurozóny. Ceny na akciových trhoch eurozóny zaznamenali prudký pokles, najmä v dôsledku strát na čínskom akciovom trhu v druhej polovici augusta a súvisiaceho zvýšenia globálnej neistoty. V tomto prostredí zvýšenej averzie voči riziku a slabého vývoja v rozvíjajúcich sa ekonomikách došlo nedávno k výraznému posilneniu efektívneho výmenného kurzu eura.

**Reálny HDP eurozóny rástol v druhom štvrtroku 2015 mierne pomalším tempom než v prvom štvrtroku.** Tempo rastu v druhom štvrtroku bolo o niečo pomalšie, než sa očakávalo. Zmiernenie rastu bolo dôsledkom slabšieho než očakávaného rastu domáceho dopytu, pričom spomalenie bolo zaznamenané vo všetkých krajinách. Z výsledkov najnovších prieskumov vyplýva, že v druhej polovici roka 2015 bude tempo rastu reálneho HDP podobné ako v druhom štvrtroku.

**Čo sa týka budúceho vývoja, hospodárske oživenie v eurozóne by malo pokračovať, aj keď o niečo pomalším tempom, než sa očakávalo.** Tento vývoj je predovšetkým odrazom spomalenia rastu v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách, ktoré brzdia rast svetového hospodárstva a tým aj dopyt po vývoze z eurozóny. Domáci dopyt by mali naďalej podporovať opatrenia menovej politiky ECB, vedúce k ďalšiemu zlepšovaniu finančných podmienok, ako aj pokrok dosiahnutý v oblasti rozpočtovej konsolidácie a štrukturálnych reforiem. Nižšie ceny ropy by mali okrem

toho podporovať reálny disponibilný príjem domácností a ziskovosť podnikov, čo by malo vo zvýšenej miere prispieť k súkromnej spotrebe a investíciám. Oživenie hospodárskej aktivity však budú pravdepodobne tmiť nevyhnutné bilančné úpravy vo viacerých sektoroch a pomalé tempo realizácie štrukturálnych reforiem.

**Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2015<sup>1</sup> predpokladajú ročný rast reálneho HDP o 1,4 % v roku 2015, 1,7 %**

**v roku 2016 a 1,8 % v roku 2017.** V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2015 bol výhľad rastu reálneho HDP upravený nadol, najmä vzhľadom na slabší zahraničný dopyt spôsobený pomalším rastom v rozvíjajúcich sa ekonomikách. Podľa hodnotenia Rady guvernérov zostávajú riziká ohrozujúce výhľad vývoja hospodárskej aktivity v eurozóne na strane pomalšieho rastu, odrážajúc najmä zvýšenú neistotu v súvislosti s externým vývojom. Zmienku si zasluhuje predovšetkým aktuálny vývoj v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách, ktorý môže naďalej nepriaznivo ovplyvňovať svetový rast prostredníctvom svojho dosahu na obchod a dôveru.

**Inflácia HICP v eurozóne, ktorá začiatkom tohto roka zaznamenávala stúpajúci trend, sa v poslednom čase ustálila na nízkej kladnej úrovni.**

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu dosiahla ročná inflácia HICP v auguste už tretí mesiac za sebou úroveň 0,2 %. Infláciu síce tlmili nízke ceny energií, ale tento účinok kompenzoval rýchlejší rast cien potravín a neenergetických priemyselných tovarov. Aktuálne ukazovatele potvrdzujú postupné zvyšovanie základnej inflácie. HICP bez potravín a energií podľa predpokladov vzrástla z minima 0,6 % na začiatku roka na 1,0 % v auguste.

**Podľa dostupných informácií zostane ročná miera inflácie HICP v najbližšom období najmä vzhľadom na aktuálny vývoj cien energií na veľmi nízkej úrovni.**

Očakáva sa však, že ku koncu roka 2015 celková inflácia vzrastie, okrem iného aj v dôsledku bázických účinkov spojených s poklesom cien ropy koncom roka 2014. V rokoch 2016 a 2017 by sa mala miera inflácie ďalej zvyšovať vzhľadom na očakávané oživenie hospodárskej aktivity, vplyv predchádzajúcich poklesov výmenného kurzu eura a predpoklad mierne vyšších cien ropy v nasledujúcich rokoch, ktoré vyplývajú z trhov s ropnými futures. V súčasnosti sa však očakáva, že k tomuto rastu ročnej miery inflácie bude dochádzať o niečo pomalšie, než sa predpokladalo doteraz.

**Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2015 ročná miera inflácie HICP dosiahne 0,1 % v roku 2015, 1,1 %**

**v roku 2016 a 1,7 % v roku 2017.** V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2015 bol výhľad vývoja inflácie HICP najmä v dôsledku nižších cien ropy upravený nadol. Vzhľadom na najnovší vývoj cien ropy a aktuálne výmenné kurzy hrozí riziko, že skutočné hodnoty inflácie budú nižšie, ako sa predpokladá v septembrových projekciách.

**Opatrenia menovej politiky ECB sa aj naďalej premietajú do podmienok poskytovania úverov a prispievajú k dynamike rastu peňažnej zásoby**

<sup>1</sup> Ďalšie informácie sú v článku Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, september 2015, zverejnenom 3. septembra 2015 na internetovej stránke ECB.

**a úverov.** Cílené dlhodobejšie refinančné operácie a rozšírený program nákupu aktív prispievajú k zlepšovaniu ukazovateľov menového a úverového vývoja. Náklady bánk na financovanie sa v druhom štvrtroku 2015 stabilizovali na historicky nízkych úrovniach a priaznivé podmienky poskytovania úverov aj naďalej prispievali k postupnému oživovaniu rastu objemu úverov. Okrem toho došlo k ďalšiemu zmenšeniu rozdielov v úrokových sadzbách bankových úverov medzi jednotlivými krajinami eurozóny. V druhom štvrtroku 2015 podľa predpokladov došlo k stabilizácii celkového ročného toku externého financovania do nefinančných spoločností, hoci dynamika úverov poskytovaných nefinančným spoločnostiam zostala nevýrazná. Výraznejší rast úverov verejnej správe a pokračujúce postupné oživovanie úverov súkromnému sektoru prispievajú k rastu peňažnej zásoby.

**Podľa Rady guvernérov je predčasné vyvodzovať závery o tom, či by najnovší hospodársky vývoj a vývoj na finančných trhoch mohol mať trvalý vplyv na nastolenie udržateľného vývoja inflácie smerom k jej strednodobému cieľu, alebo či ho považovať za prevažne dočasný, a bude aj naďalej pozorne sledovať všetky nové relevantné informácie.** Na svojom zasadnutí 3. septembra 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, a zároveň potvrdila, že program nákupu aktív prebieha naďalej hladko. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, Rada guvernérov bude pozorne sledovať riziká ohrozujúce výhľad cenového vývoja v strednodobom horizonte, pričom sa bude zameriavať najmä na prenos menovopolitických opatrení, ako aj na globálny ekonomický a finančný vývoj a vývoj cien komodít a výmenných kurzov.

**Rada guvernérov zdôrazňuje svoje odhodlanie a schopnosť v prípade potreby využiť všetky nástroje, ktoré má v rámci svojho mandátu k dispozícii, a predovšetkým pripomína, že program nákupu aktív je dostatočne pružný, pokiaľ ide o prispôbenie jeho rozsahu, zloženia a trvania.** Medzitým bude Eurosystem v plnom rozsahu pokračovať v realizácii nákupu aktív v objeme 60 mld. € za mesiac. Nákupy majú prebiehať do konca septembra 2016, v prípade potreby aj dlhšie, avšak minimálne dovtedy, kým sa podľa Rady guvernérov neprejaví trvalá zmena vývoja inflácie, ktorá bude zodpovedať jej cieľu dosiahnuť mieru inflácie na úrovni nižšej, ale blízkej 2 % v strednodobom horizonte. Rada guvernérov znova zdôrazňuje potrebu dôsledne realizovať jej menovopolitické rozhodnutia a pozorne sledovať všetky nové relevantné informácie, pokiaľ ide o ich vplyv na strednodobý výhľad cenovej stability.



# 1 Vonkajšie prostredie

Svetové hospodárstvo mierne expanduje, jeho dynamika je však nejednotná. Na jednej strane hospodársku aktivitu vyspelých ekonomík podporujú nízke ceny ropy, pretrvávajúce priaznivé podmienky financovania, utlmovanie fiškálnych opatrení a zlepšovanie situácie na trhu práce. Na druhej strane sa naopak zhoršuje výhľad ekonomík rozvíjajúcich sa trhov, čo súvisí s väčšou neistotou prameniacou zo štrukturálnych prekážok a makroekonomickej nerovnováhy, ktoré v niektorých krajinách brzdia rast, zatiaľ čo iné ekonomiky musia reagovať na nižšie ceny komodít a horšie podmienky externého financovania. Vzhľadom na nedávny pokles cien ropy a stále značné nevyužitie celosvetové kapacity sa očakáva, že inflačné tlaky zostanú slabé.

## Globálna hospodárska aktivita a obchod

**Údaje z národných účtov a ukazovatele z prieskumov v druhom štvrtroku naznačujú mierny a nerovnomerný rast globálnej hospodárskej aktivity.** Vo

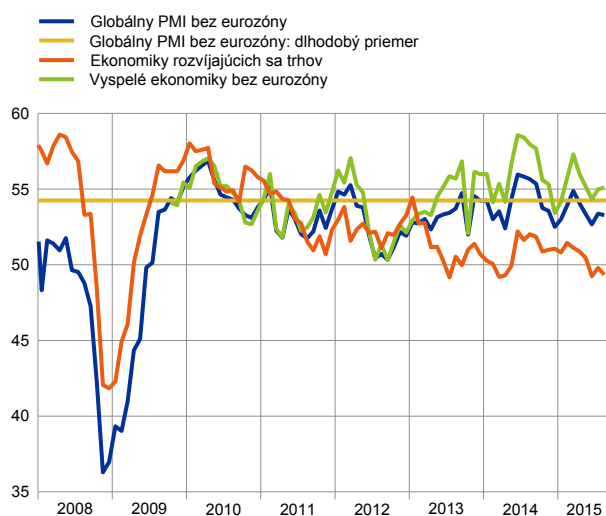
vyspelých ekonomikách stabilne napreduje, pričom v Spojených štátoch a Spojenom

kráľovstve sa rast zrýchlil. Naopak v Japonsku sa jeho dynamika po výraznom prvom štvrtroku značne spomalila. Situácia v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov bola rôznorodá. Na jednej strane Rusko prežíva hlbokú recesiu a v prípade Brazílie údaje poukazujú na ďalšie spomaľovanie. Na druhej strane sa rast v druhom štvrtroku oživil v Číne a očakáva sa, že v krajinách strednej a východnej Európy nepatriacich do eurozóny zostane naďalej stabilný. Prieskumy v posledných mesiacoch poukazujú na tlmenejší vývoj globálnej priemyselnej produkcie, celková aktivita však bola výraznejšia. Globálny kompozitný index nákupných manažérov pre výrobu bez eurozóny zostal v auguste v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom v zásade nezmenený a korešpondoval s priemerom za druhý štvrťrok. Poukazuje to na určitú stabilitu v globálnej aktivite (graf 1). Hlavné kompozitné ukazovatele OECD a ukazovateľ hospodárskej klímy vo svete inštitútu Ifo naznačujú pomalé pokračovanie globálneho oživovania aj v budúcnosti.

**Graf 1**

### Globálny kompozitný index PMI pre výrobu

(difúzný index)



Zdroj: Markit a výpočty ECB.

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

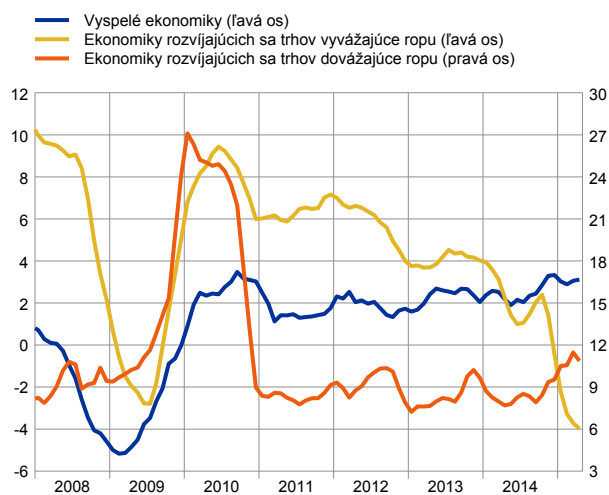
### Nedávny pokles cien komodít predstavuje v krátkodobom horizonte ďalší podnet pre vývoj

**globálneho dopytu.** Po tom, ako sa ceny ropy Brent v druhom štvrtroku zvýšili, v treťom štvrtroku došlo k ich poklesu o viac ako 20 %. Podľa futuritnej krivky však trhy v ďalších rokoch rátajú s postupným zvyšovaním cien ropy. Nedávny pokles cien odráža hlavne vývoj na strane ponuky. Na ropnom trhu je stále nadmerná zásoba, keď produkcia krajín OPEC presahuje cieľový objem a produkcia bridlicovej ropy sa ukazuje byť lepšia, ako sa očakávalo. Okrem toho sa zdá, že trh začína pomaly zohľadňovať očakávané zvýšenie zásob z Iránu. Svoju úlohu však zohráva aj spomaľovanie spotreby, predovšetkým ekonomik rozvíjajúcich sa trhov. Tento vývoj

## Graf 2

### Maloobchodné tržby

(medziročný rast, trojmesačný priemer)



Zdroj: Národné údaje, MMF a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z júna 2015. Vyspelé ekonomiky zahŕňajú eurozónu, Japonsko, Spojené štáty a Spojené kráľovstvo. Medzi ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov dovážajúce ropu je zaradená Čína, Indonézia, Kórea, Turecko a Mexiko. Ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov vyvážajúce ropu sú zastúpené Ruskom, Brazíliou, Kolumbiou, Čile a Južnou Afrikou.

je konzistentný s faktormi vplyvajúcimi na pokles cien ostatných komodít. Napríklad počas uplynulého roka značne klesli ceny kovov, ktoré taktiež mohli odrážať menej výrazný rast v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov (viac v boxe 1). Vo všeobecnosti sa očakáva, že pokles cien ropy zaznamenaný od polovice minulého roka bude priaznivo vplyvať na dopyt v krajinách dovážajúcich ropu, čo preváži nepriaznivý vplyv na ekonomiky vyvážajúce ropu. V dôsledku poklesu cien ropy z maxím roka 2014 sa vo vyspelých ekonomikách prudko znížila celková inflácia a následne značne vzrástol reálny disponibilný príjem. V porovnaní so situáciou spred roka došlo vo vyspelých ekonomikách a krajinách rozvíjajúcich sa trhov dovážajúcich ropu k rastu maloobchodných tržieb. Naopak v popredných krajinách vyvážajúcich ropu prudko klesli (graf 2).

### Menová politika zostáva akomodačná a prispieva k priaznivému vývoju globálnych finančných podmienok.

Trhy naďalej rátajú s prvým zvýšením úrokovej sadzby v Spojených štátoch v nadchádzajúcich šiestich mesiacoch. V Japonsku by mali sadzby menovej

politiky zostať počas ďalších dvoch rokov nízke. Dezinflačný trend viedol v uplynulých mesiacoch k ďalšiemu uvoľňovaniu menovej politiky v Číne, Indii a niekoľkých ďalších ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov (zväčša dovážajúcich ropu). V Rusku pokračovala normalizácia úrokových sadzieb po tom, ako v čase finančných problémov v decembri minulého roka došlo k ich prudkému zvýšeniu. Pokiaľ ide o popredné krajiny rozvíjajúcich sa trhov, rast sadzieb menovej politiky zaznamenala len Brazília, keďže v krajine pretrvávajú zvýšené inflačné tlaky spôsobené prudkým kolísaním regulovaných cien, neelastickým cenovým vývojom a ďalším znehodnotením meny. Čínska centrálna banka s platnosťou od 11. augusta 2015 reformovala spôsob denného fixingu výmenného kurzu so zámerom umožniť väčší vplyv trhu. Týždeň po tomto rozhodnutí sa tak juan znehodnotil voči americkému doláru o 3 %. Vo vyspelých ekonomikách sa za uplynulé dva mesiace stabilizovala úroveň výnosov dlhodobých štátnych dlhopisov po ich prudkom raste v máji a začiatkom júna. Sadzby zostali napriek určitým korekciám nízke a približovali sa úrovňam z konca roka 2014, kým termínové prémie boli naďalej malé. Výnosy dlhopisov v krajinách rozvíjajúcich sa trhov v zásade kopírovali výnosy vo vyspelých ekonomikách. Prílev agregovaných súkromných portfóliových investícií v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov sa však mierne zoslabil, pričom ďalšie znehodnocovanie mien v niektorých krajinách mohlo zvýšiť náklady na dolárové financovanie. Nedávne straty a volatilita čínskych akciových trhov navyše prispievajú k väčšej neistote. Ak bude tento trend pokračovať, môže sa nakoniec odraziť v sprísnení podmienok financovania, a to najmä v krajinách rozvíjajúcich sa trhov s problémami.

### Očakáva sa, že v budúcnosti bude ku globálnemu rastu prispievať najmä pokračujúce oživovanie vo vyspelých ekonomikách.

Keďže problémy spojené so znižovaním dlhového financovania súkromného sektora a fiškálnou konsolidáciou postupne ustupujú, oživenie vo vyspelých ekonomikách by sa malo zrýchľovať. K priaznivejšiemu výhľadu by mali prispieť nízke ceny ropy, pokračujúce dobré

podmienky financovania, ako aj zlepšovanie trhu práce a dôvery. Hospodársky rast v Spojených štátoch bude podporovať výraznejšia spotreba domácností, ktorá vyplýva z rastu reálnych príjmov v dôsledku nižších cien ropy, priaznivých podmienok financovania, trhu práce a trhu nehnuteľností na bývanie, ako aj zmierňovania fiškálnej brzdy a ústupu bilančných úprav domácností. Vzhľadom na predchádzajúce zhodnotenie efektívneho výmenného kurzu amerického dolára sa v krátkodobom horizonte spomalí rast vývozu, zatiaľ čo pokles cien ropy bude brzdiť investície v energetickom sektore. V Japonsku sa v druhom polroku očakáva opätovné zvýšenie rastu, keďže domácnosti profitujú z narastajúcich reálnych príjmov v dôsledku nižších cien ropy, pričom na vývoz priaznivo pôsobí zlepšujúci sa zahraničný dopyt a predchádzajúce oslabenie japonského jenu. Dynamika rastu v Spojenom kráľovstve by mala naďalej relatívne výrazne akcelerovať. Hoci by na rast mala nepriaznivo pôsobiť fiškálna konsolidácia, nízke ceny energií a zrýchľujúci sa rast miezd by mali viesť k vyššiemu reálnemu disponibilnému príjmu a súkromnej spotrebe. Oživenie dopytu a uvoľňovanie úverových podmienok by malo podporiť podnikateľské investície.

### **Naopak strednodobý výhľad ekonomík rozvíjajúcich sa trhov je vzhľadom na väčšiu neistotu rôznorodý.**

Za posledné štyri roky sa v niektorých veľkých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov zaznamenalo výrazné spomalenie rastu a v strednodobom horizonte sa naďalej očakáva len jeho tlmené tempo. V niekoľkých krajinách sa potenciálny rast spomalil kvôli štrukturálnym prekážkam a makroekonomickej nerovnováhe. Vývoj v iných ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov sa prispôsobuje nižším cenám komodít, väčšej politickej neistote a zhoršeným podmienkam externého financovania. Rast Číny sa v druhom štvrtroku zrýchlil. Zníženie menovopolitických sadzieb, mierne fiškálne stimuly iniciované ústrednou vládou a úsilie o odstránenie prekážok spojených s financovaním miestnej správy by podľa očakávaní mali podporiť dopyt. Nedávny prepad na akciovom trhu však prispel k neistote súvisiacej s výhľadom. Čínske politické vedenie okrem toho kladie zvýšený dôraz na riešenie finančných problémov a makroekonomickej nerovnováhy, čo pravdepodobne v strednodobom horizonte povedie k spomaleniu expanzie. Vývoj v krajinách strednej a východnej Európy nepatriacich do eurozóny je priaznivý a ťaží zo silnejúceho domáceho dopytu, keď rastúca dynamika trhu práce a pokles cien ropy by mali prispieť k zvýšeniu spotreby domácností. Na druhej strane, výhľad Brazílie sa zhoršil vzhľadom na menové a fiškálne sprísňovanie, ktoré podľa očakávaní môže brzdiť investície a aktivitu. Strednodobý rast je okrem toho spomaľovaný problémami na strane ponuky, ako aj potrebou riešiť značnú makroekonomickú nerovnováhu a vysokú infláciu. Rusko sa nachádza uprostred hlbkej recesie. Náklady na financovanie zostávajú vysoké napriek určitému uvoľňovaniu podmienok financovania od prelomu rokov. Pretrváva značná neistota a slabá podnikateľská dôvera, zatiaľ čo nízke príjmy z predaja ropy pravdepodobne povedú k prudkému poklesu verejných výdavkov.

### **Prudký pokles dovozu v niektorých veľkých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov viedol v prvom polroku 2015 k spomaleniu celosvetového obchodu.**

Globálny dovoz (bez eurozóny) podľa údajov z národných účtov klesol v prvom štvrtroku o 0,2 %, pričom dostupné údaje naznačujú jeho ďalšie zhoršovanie aj v druhom štvrtroku. Údaje holandského úradu pre ekonomicko-politické analýzy CPB (CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis) o globálnom tovarovom obchode poukazujú na medzištvrtročné zníženie svetového dovozu v druhom štvrtroku

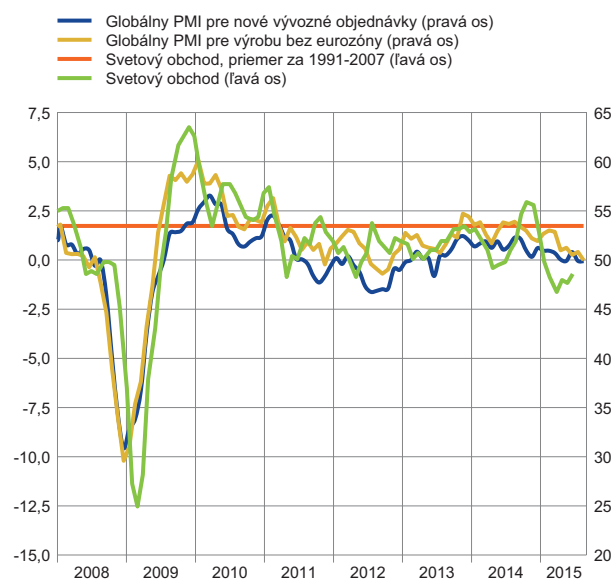


o 0,9 %. Hoci dovoz vyspelých ekonomík a krajín strednej a východnej Európy zostáva počas roka 2015 stabilný, jeho výrazný pokles v niekoľkých popredných ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov spôsobil zmenu agregovaných celosvetových údajov. V prvom štvrtroku sa dovoz prepadol v Rusku, k čomu prispel hlavne klesajúci domáci dopyt a oslabenie výmenného kurzu. Podobne dovoz v Číne vykazoval

### Graf 3

#### Svetový obchod s tovarom

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



Zdroj: Markit, CPB a výpočty ECB.  
Poznámka: Najnovšie údaje o PMI sú z augusta 2015 a o svetovom obchode z júna 2015.

v prvom polroku nevýrazné hodnoty taktiež kvôli spomaľovaniu domáceho dopytu. V blízkej budúcnosti sa očakáva nevýrazné oživovanie svetového obchodu. Ukazovatele z prieskumov zároveň naznačujú skôr pomalý rast globálneho obchodu. Konkrétne globálny index nákupných manažérov pre nové objednávky v júli klesol (graf 3). Vzhľadom na očakávané pretrvávanie nevýrazného výhľadu dovozu ekonomik rozvíjajúcich sa trhov sa v budúcnosti naďalej predpokladá pomalý rast svetového obchodu, pričom sa neočakáva, že by globálny dovoz rástol rýchlejšie ako globálny HDP.

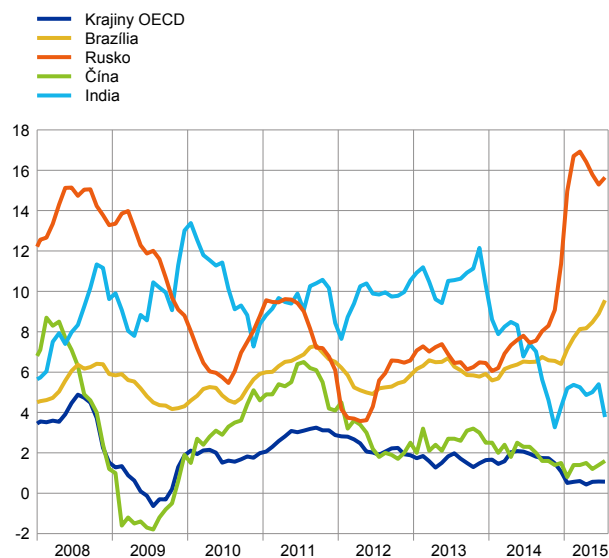
#### Výhľad globálneho rastu vo všeobecnosti predpokladá jeho pomalé a nerovnomerné oživovanie.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2015, ktorých posledným dňom pre projekcie cien finančných produktov a komodít bol 12. august, sa očakáva, že rast svetového reálneho HDP (bez eurozóny) sa bude postupne zrýchľovať z 3,2 % v roku 2015 na 3,8 % v roku 2016 a 4,0 % v roku 2017. Zahraničný dopyt eurozóny by sa mal zvýšiť z 1,4 % v roku 2015 na 3,3 % v roku 2016 a 4,1 % v roku 2017. V porovnaní so všeobecnou makroekonomickou projekciou z júna 2015 ide o ďalšiu úpravu svetového rastu smerom nadol, ktorá zohľadňuje najmä oproti očakávaniam horší výhľad naprieč ekonomikami rozvíjajúcich sa trhov. Revízie zahraničného dopytu eurozóny sú väčšie, keďže sa usudzuje, že slabá aktivita ekonomik rozvíjajúcich sa trhov bude mať na dovoz väčší vplyv, ako sa pôvodne očakávalo.

### Graf 4

#### Inflácia CPI

(medziročná percentuálna zmena)



Zdroj: Národné údaje a OECD.  
Poznámka: Posledné údaje sú z júla 2015.

#### Pretrvávajú riziká pomalšieho tempa rastu svetového obchodu a hospodárskej aktivity.

Najmä aktuálny vývoj v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov má stále potenciál nepriaznivo pôsobiť na globálny rast, a to prostredníctvom obchodu, financií a dôvery. Niektoré ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov sú po nedávnom šírení rizika a zväčšení volatility taktiež citlivé na zmenu globálneho rizikového sentimentu. Na hospodársky výhľad naďalej nepriaznivo pôsobia aj geopolitické riziká, pričom zvýšené napätie medzi Ruskom a Ukrajinou by mohlo mať negatívny dosah na globálny rast.

## Vývoj globálnych cien

### **Globálna inflácia zostáva vzhľadom na prudké zníženie cien ropy nevýrazná.**

Ročná miera inflácie spotrebiteľských cien bola v júli v krajinách OECD na nezmenenej úrovni 0,6 %. Rovnako ročná miera inflácie OECD bez cien potravín a energií zostala stabilná, pričom dosiahla 1,6 % (graf 4). Celková inflácia vo významných vyspelých ekonomikách sa taktiež v zásade nezmenila a je nízka. Mimo krajín OECD pretrvávajú deflacioné tlaky v Číne a Indii. Naopak v Brazílii a Rusku stále prevláda zvýšená miera inflácie, keďže znehodnotenie ich mien viedlo k zvýšeniu cien dovozov.

### **V budúcnosti sa očakáva len postupné zvyšovanie globálnej inflácie.**

V krátkodobom horizonte by mal nedávny pokles cien ropy a iných komodít naďalej oslabovať inflačné tlaky. Neskôr, s odznievaním účinkov minulého zníženia cien ropy, by sa však mal záporný príspevok energetického komponentu postupne znižovať. Stúpajúca krivka ropných futurít zároveň naznačuje určité zvyšovanie cien ropy, ktoré by malo posilniť príspevok cien energií k celkovej inflácii. Očakáva sa však, že prognózované pomalé obnovovanie svetovej hospodárskej aktivity povedie len k postupnému znižovaniu nevyužitých kapacít, pričom inflačné tlaky z miezd a nákladov zostanú pravdepodobne vo všeobecnosti tlmené.

## 2 Finančný vývoj

*Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov eurozóny od začiatku júna do začiatku septembra mierne poklesli, po výraznom náraste v predchádzajúcich mesiacoch. K tomuto poklesu došlo v prostredí, ktoré sa vyznačovalo zhoršovaním vyhladok hospodárskeho rastu svetového hospodárstva, poklesom cien ropy a poklesom swapových sadzieb viazaných na infláciu. V prostredí vysokej volatility poklesli aj ceny akcií, najmä po znehodnotení meny a veľkých stratách na akciových trhoch v Číne v auguste. Neistota spojená s vývojom v Grécku, ktorá vrcholila koncom júna a začiatkom júla, mala o niečo väčší vplyv na akciové trhy, ako na dlhopisové a devízové trhy, ale celkovo bol jej finančný vplyv obmedzený a dočasný. Efektívny výmenný kurz eura sa od začiatku júna do 2. septembra 2015 výrazne posilnil.*

**V sledovanom období sa vyskytli dve významné epizódy zvýšeného napätia, prvá súvisela s vývojom v Grécku koncom júna a začiatkom júla.** Táto epizóda mala na finančné trhy celkovo relatívne tlmený vplyv. Možno to vidieť napríklad na spreadoch medzi výnosmi desaťročných štátnych dlhopisov v krajinách eurozóny s nižším ratingom a výnosmi zodpovedajúcich nemeckých dlhopisov, ktoré sa počas tohto obdobia zväčšili len mierne, a potom sa vrátili na svoje predchádzajúce úrovne. V čase vyvrcholenia turbulencií sa spready voči nemeckým desaťročným dlhopisom zväčšili o maximálne 35 bázických bodov vo väčšine krajín eurozóny. Implikovaná volatilita na dlhopisových trhoch sa v uvedenom období zvýšila len nepatrne a dočasne, podobne ako ostatné ukazovatele rizika. Vývoj v Grécku však mal o niečo výraznejší vplyv na akciové trhy, čo viedlo k zvýšeniu implikovanej volatility a k poklesu cien. V období od 26. júna do 7. júla poklesol index akciových cien Dow Jones EURO STOXX 50 o viac ako 8 %, pričom implikovaná volatilita tohto indexu sa výrazne zvýšila. Euro v uvedenom období voči doláru mierne oslabilo.

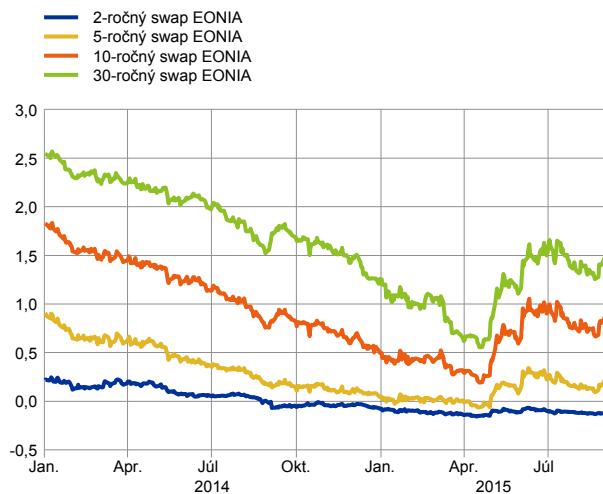
**Druhá epizóda zvýšenej neistoty na finančných trhoch sa začala okolo polovice augusta a súvisela s vývojom v Číne.** Táto epizóda mala na rozdiel od predchádzajúcej výrazný vplyv na akciové a devízové trhy, ako aj na vnímanie rizika. Po znehodnocovaní čínskeho jüanu, ktoré sa začalo 11. augusta, nasledovali obdobie prudkého poklesu cien čínskych akcií a výrazný nárast globálnej neistoty. Tento vývoj sa spolu s rýchlym poklesom cien ropy považoval za znak toho, že sa celosvetový hospodársky výhľad ďalej oslaboval a mal vplyv na finančné trhy a implikovanú volatilitu. Ceny akcií v eurozóne poklesli od 11. do 24. augusta o približne 16 %, zatiaľ čo výnosy desaťročných štátnych dlhopisov s ratingom AAA poklesli počas tohto obdobia o približne 10 bázických bodov. K tomuto poklesu pravdepodobne prispelo aj zhodnocovanie eura, v prostredí zmien pozícií v transakciách typu „carry trade“ (ktoré sú v obdobiach zvýšenej neistoty obvykle uzatvárané), pri ktorých sa ako mena financovania použilo euro. Ďalej k nemu prispeli aj klesajúce očakávania trhu o bezprostrednom zvýšení sadzieb menovej politiky v Spojených štátoch. K zvýšeniu fluktuácií na akciových a dlhopisových trhoch možno prispel aj objem likvidity na trhu, ktorý bol aj v dôsledku sezónnych faktorov nižší ako obvykle.

**Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny s ratingom AAA od začiatku júna do začiatku septembra mierne poklesli, a dostali sa až na veľmi nízke úrovne.** Priemer výnosov desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny s ratingom AAA najprv ďalej rástol z 0,93 % dňa 4. júna na 1,08 % dňa 10. júna, teda

pokračoval v trende pozorovanom od polovice apríla. Potom zostal do polovice júla v podstate nezmenený, čo je pravdepodobne odrazom zverejnenia nepresvedčivých údajov. Neskôr výnosy poklesli, pričom začiatkom septembra dosahovali 0,90 %. Spredu medzi výnosmi štátnych dlhopisov eurozóny a výnosmi nemeckých štátnych dlhopisov v sledovanom období mierne poklesli, pri určitej volatilita počas epizód zvýšenej neistoty. Implikovaná volatilita na dlhopisových trhoch zostala v podstate stabilná, napriek určitým dočasným zvýšeniam.

**Graf 5**  
Swapové sadzby EONIA

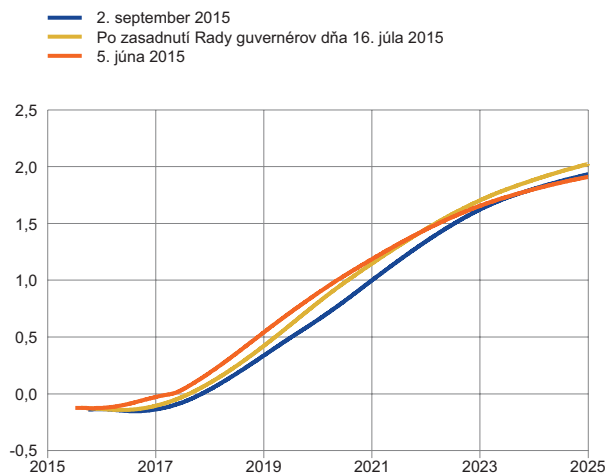
(v % p. a.)



Zdroj: Thomson Reuters.  
Poznámka: Posledné údaje sú z 2. septembra 2015.

**Graf 6**  
Krivka forwardových sadzieb EONIA

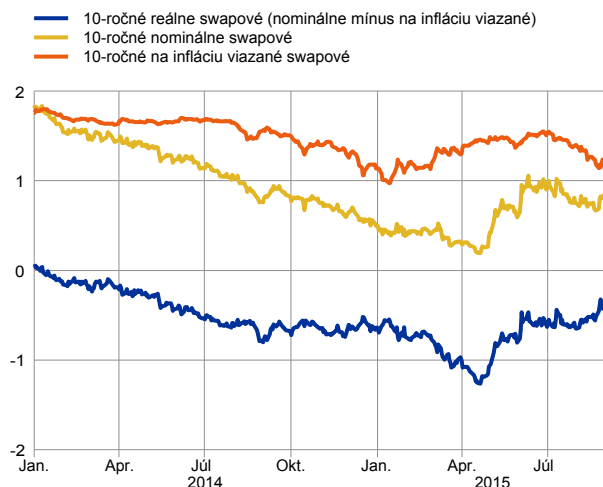
(v % p. a.)



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.

**Graf 7**  
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 nominálnej swapovej sadzby EONIA a desaťročnej swapovej sadzby viazanej na infláciu. Posledné údaje sú z 2. septembra 2015.

**Swapové sadzby EONIA odzrkadľovali trend vývoja výnosov dlhopisov s ratingom AAA.**

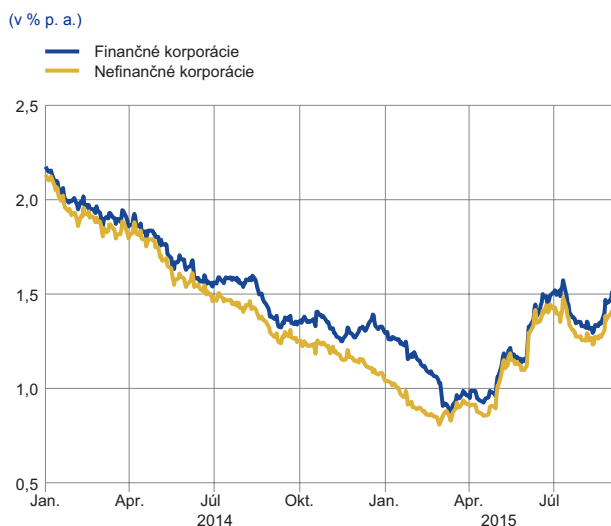
Swapové sadzby EONIA poklesli najviac v segmentoch strednodobých splatností, zatiaľ čo pri najdlhších splatnostiach sa zaznamenalo malé zvýšenie (graf 5). Forwardové sadzby EONIA počas sledovaného obdobia klesli až do horizontu ôsmich rokov, pričom maximálny pokles o približne 20 bázických bodov zaznamenali pri štvorročnom horizonte (graf 6).

**Pokles nominálnych sadzieb sa v júli a auguste odrazil v nižších swapových mierach viazaných na infláciu.** Účtovná dekompozícia desaťročných nominálnych swapových sadzieb EONIA na swapové desaťročné sadzby viazané na infláciu a desaťročné reálne sadzby, ako zvyšok, ukazuje, že približne dve tretiny fluktuácií nominálnych výnosov pochádzali v júni zo zmien reálnej sadzby, a jedna tretina zo swapovej sadzby viazanej na infláciu (graf 7). Na rozdiel od toho, v júli a auguste sa tieto dva relatívne príspevky

výrazne zmenili, pričom nižšie nominálne výnosy boli v plnej miere dôsledkom nižších swapových sadzieb viazaných na infláciu. (Ďalšie informácie k vývoju inflačných očakávaní sú aj v časti 4.)

**Graf 8**

Krivka výnosov podnikových dlhopisov v eurozóne



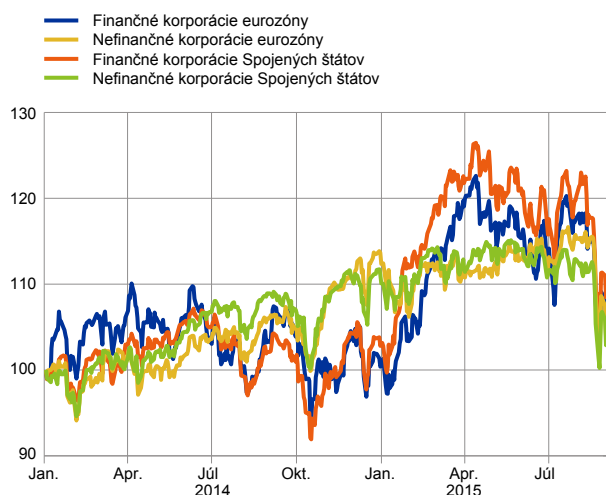
Zdroj: iBoxx a ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 2. septembra 2015.

**Graf 9**

Indexy cien akcií finančného a nefinančného sektora

(1. január 2014 = 100)



Zdroj: Thomson Reuters.

Poznámka: Na základe trhových indexov DataStream. Posledné údaje sú z 2. septembra 2015.

**Výnosy podnikových dlhopisov vcelku nereagovali na rozpätie na niektorých finančných trhoch, i keď sa v sledovanom období mierne zvýšili.**

Výnosy podnikových dlhopisov voči priemeru výnosov štátnych dlhopisov s ratingom AAA za eurozónu sa vyvíjali v súlade s vývojom vnímania rizika. Najprv mali tendenciu rásť v dôsledku neistoty súvisiacej s Gréckom koncom júna a začiatkom júla, potom sa ich nárast mierne spomalil, a v druhej polovici augusta sa spready zvýšili v súvislosti s nárastom celkovej neistoty (graf 8). Výnosy podnikových dlhopisov sa od začiatku júna do začiatku septembra zvýšili o 5 až 20 bázických bodov, v závislosti od sektora a ratingovej triedy.

**Spready tried aktív iných ako cenné papiere verejného sektora nakupované v rámci rozšíreného programu nákupu aktív – zahŕňajú kryté dlhopisy a cenné papiere kryté aktívami – sa v podstate správali rovnakým spôsobom.** Avšak zatiaľ čo spready krytých dlhopisov zostali v sledovanom období v podstate nezmenené, určité zvýšenie sa zaznamenalo pri diskontných maržiach cenných papierov krytých aktívami s nižším ratingom.

**Na akciových trhoch eurozóny sa zaznamenali významné straty, a to tak vo finančnom, ako aj v nefinančnom sektore.**

Ceny akcií finančného i nefinančného sektora eurozóny zaznamenali od začiatku júna do začiatku septembra celkový pokles po sebe o 8 a 10 % (graf 9). Zatiaľ čo straty súvisiace s vývojom v Grécku sa do polovice júla kompenzovali, ceny akcií výrazne poklesli po náraste neistoty spojenej s globálnym výhľadom v druhej polovici augusta. Na rozdiel od eurozóny boli ceny akcií finančného a nefinančného sektora v Spojených štátoch od začiatku júna do polovice júla vo všeobecnosti stabilné, čo je dôkazom toho, že turbulencie v uvedenom období boli špecifické len pre eurozónu. Ceny akcií v Spojených štátoch však potom zaznamenali takmer dvakrát také veľké straty ako akcie eurozóny od polovice júla, z dôvodu zhoršovania výhľadu globálneho rastu. Volatilita na akciových trhoch

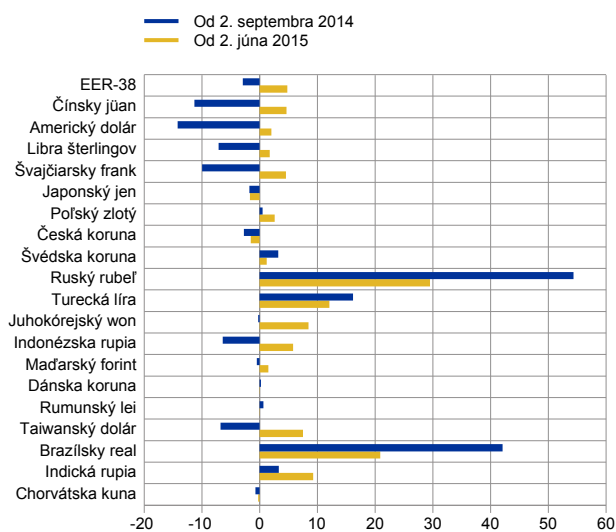
meraná implikovanou volatilitou sa počas sledovaného obdobia v eurozóne zvýšila o 8 percentuálnych bodov a v Spojených štátoch o 10 percentuálnych bodov.



**Sadzba EONIA sa od začiatku júna do začiatku septembra v prostredí postupného zvyšovania nadbytočnej likvidity stabilizovala.** Po postupnom poklese po oznámení rozšíreného programu nákupu aktív sa sadzba EONIA stabilizovala, pričom od začiatku júna do 2. septembra dosahovala v prostredí postupného zvyšovania objemu likvidity v priemere -0,12 %. Tieto vyššie úrovne nadbytočnej likvidity boli prevažne dôsledkom nákupov v rámci programu nákupu aktív a cielenej dlhodobejšej refinančnej operácie, v rámci ktorej boli prostriedky pridelené v júni. Box 2 obsahuje podrobnejšie informácie o situácii v oblasti likvidity a operáciách menovej politiky. Trojmesačná sadzba EURIBOR bola po prvýkrát fixovaná ako záporná hodnota koncom apríla a 2. septembra mala hodnotu -0,033 %. Box 3 poskytuje bližší pohľad na vývoj na peňažnom trhu s nezabezpečenými jednoduchými nástrojmi od roku 2008, pričom využíva údaje o transakciách vykonaných v rámci systému TARGET2, zatiaľ čo Box 4, stručne vysvetľuje, čo sú zostatky systému TARGET a faktory, ktoré majú vplyv na ich vývoj.

**Graf 10**  
Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám

(v %)



Zdroj: ECB.

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

**Efektívny výmenný kurz eura v zmysle zahranično-obchodných váh sa od začiatku júna do 2.**

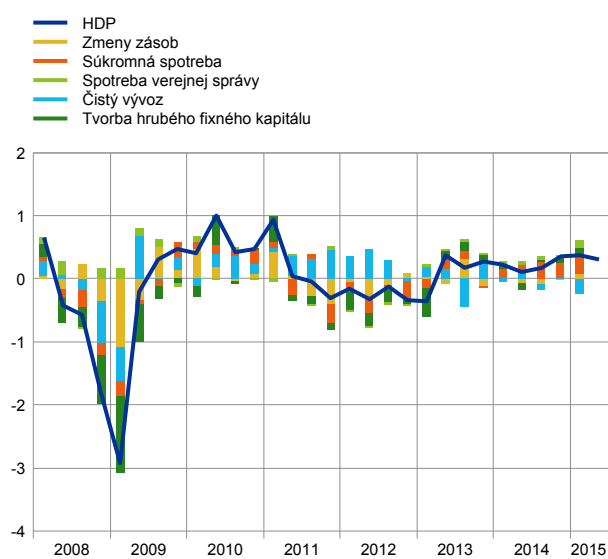
**septembra znehodnotil o 4,8 %.** V bilaterálnom vyjadrení voči americkému doláru euro oslabilo o 2,0 % (graf 10). Euro oslabilo aj voči libe šterlingov, švajčiarskemu franku, švédskej korune a čínskemu jüanu. Pritom pokles cien ropy a slabá úroveň ekonomickej aktivity v Rusku nepriaznivo ovplyvnili ruský rubel, v dôsledku čoho sa výmenný kurz eura voči tejto mene zhodnotil o 30 %. Euro posilnilo aj voči menám niekoľkých ďalších rozvíjajúcich sa trhov ekonomík a krajín vyvážajúcich komodity. Naopak, voči japonskému jenu a českej korune euro oslabilo. S dánskou korunou sa naďalej obchodovalo na úrovni blízko centrálnej parity ERM II. Box 5 obsahuje najnovšiu aktualizáciu váhových koeficientov zahraničného obchodu používaných pri kalkulácii efektívnych výmenných kurzov eura.

### 3 Hospodárska aktivita

Hospodárske oživenie v eurozóne sa postupne posilňovalo, aj keď pomalším tempom ako sa očakávalo. Reálny HDP eurozóny rástol aj v druhom štvrtroku 2015, aj keď o niečo pomalším tempom ako v prvom štvrtroku. Najnovšie ukazovatele z prieskumov poukazujú na zhruba rovnaké tempo rastu reálneho HDP v druhom polroku tohto roka ako v druhom štvrtroku. V nasledujúcom období by malo oživenie hospodárskej aktivity pokračovať. Nízka úroveň cien ropy podporí reálny disponibilný príjem, a teda aj súkromnú spotrebu a ziskovosť spoločností. Veľmi akomodatívne nastavenie menovej politiky by malo zasa prispievať k uvoľňovaniu celkových podmienok financovania a uľahčovať prístup k úverom, čo podnieti viac podnikateľských investícií. Súčasne sa očakáva o niečo pomalší vývoj rastu ako sa pôvodne predpokladalo, najmä v dôsledku spomalenia v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov, ktoré negatívne ovplyvňuje globálny rast, a tým aj dopyt po vývoze eurozóny. V týchto podmienkach sa v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2015 predpokladá o niečo pomalší rast v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2015.

**Graf 11**  
Rast reálneho HDP eurozóny a jeho zložky

(medzištvrtročná percentuálna zmena; medzištvrtročný percentuálny príspevok)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Rast HDP v eurozóne za druhý štvrtrok 2015 je rýchly odhad Eurostatu.

#### Reálny HDP eurozóny rástol aj v druhom štvrtroku 2015, aj keď o niečo pomalším tempom ako v prvom štvrtroku.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu vzrástol reálny HDP v druhom štvrtroku 2015 medzištvrtročne o 0,3 %, čo je menej ako 0,4 % v prvom štvrtroku (graf 11). Tento vývoj rastu bol o niečo nižší ako sa očakávalo v projekciách odborníkov Eurosystemu z júna 2015. Hoci v čase uzávierky tohto čísla Ekonomického bulletinu nebolo k dispozícii žiadne členenie, dostupné informácie naznačujú, že kladný príspevok k rastu zaznamenala súkromná spotreba a čistý obchod, v ktorom sa prejavilo zvýšenie trhových podielov eurozóny spôsobené priaznivým výmenným kurzom eura. Naopak investície a zmeny zásob prispeli v druhom štvrtroku k rastu pravdepodobne záporne.

#### Ukazovatele podnikateľskej dôvery poukazujú v najbližšom období na podobné tempo rastu ako v druhom štvrtroku.

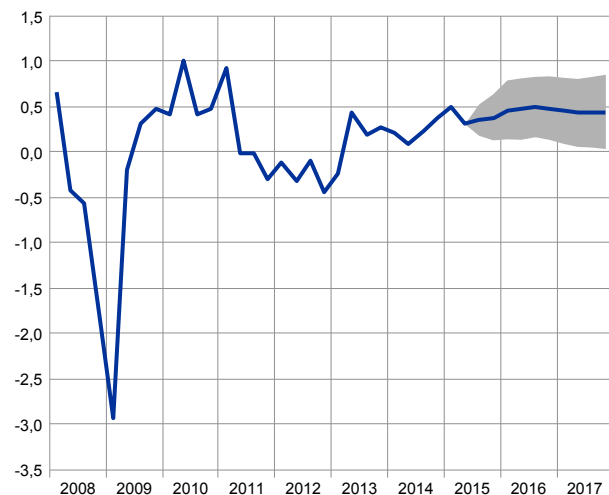
Údaje z prieskumov dostupné do augusta signalizujú na najbližšie obdobie pokračujúci mierny rast. V období od druhého štvrtroka 2015 do prvých dvoch mesiacov tretieho

štvrtroka sa napríklad mierne zlepšil ukazovateľ ekonomického sentimentu Európskej komisie (ESI) aj index nákupných manažérov (PMI) kompozitnej produkcie. Obidva ukazovatele navyše v júli a auguste presiahli úroveň svojho dlhodobého priemeru. Zatiaľ čo sa v auguste zvýšili obidva ukazovatele ESI aj PMI, podnikateľská dôvera klesla v sektore investičného tovaru aj v sektore polotovarov, čo bolo sčasti spôsobené nižším hodnotením úrovne nevybavených vývozných objednávok v prostredí zhoršujúcich sa výhľadov pre globálny rast.

## Graf 12

### Reálny HDP eurozóny (vrátane projekcií)

(medzištvrtročná percentuálna zmena)

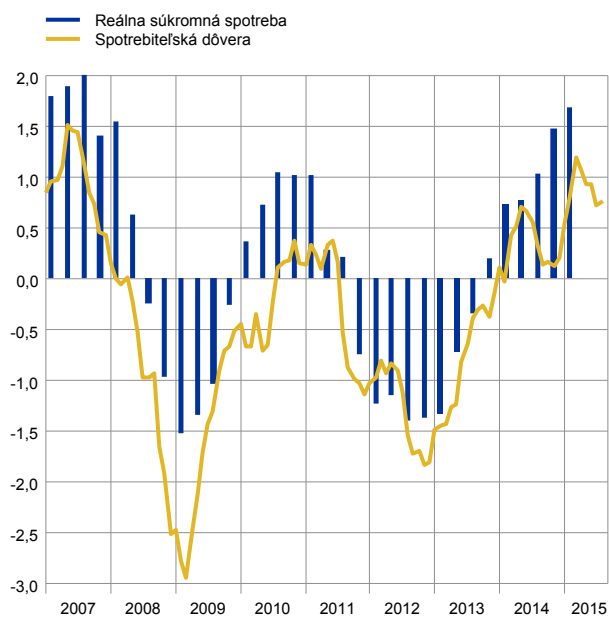


Zdroj: Eurostat a článok Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu - september 2015 uverejnený na internetovej stránke ECB 3. septembra 2015.  
Poznámka: Údaje očistené od rozdielneho počtu pracovných dní. Intervaly okolo stredu projekcií sa určujú na základe rozdielu medzi skutočnými výsledkami a predchádzajúcimi projekciami za niekoľko rokov. Šírka intervalov je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty týchto rozdielov. Tento postup výpočtu intervalov, ktorý zahŕňa tiež úpravy v prípade výnimočných udalostí, je bližšie vysvetlený v dokumente „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges“, ECB, december 2009.

## Graf 13

### Súkromná spotreba a spotrebiteľská dôvera v eurozóne

(medziročná percentuálna zmena; upravené podľa strednej hodnoty)



Zdroj: Eurostat, Európska komisia a výpočty ECB.

Keďže pomalší svetový obchod znižuje aj dynamiku rastu v eurozóne, posledné oslabenie eura a nízke úrokové miery pravdepodobne podporia podnikateľské investície a priaznivý vývoj na trhu práce a nižšie ceny energií by mali v najbližšom období podporiť súkromnú spotrebu.

### Toto hodnotenie pomalšieho hospodárskeho oživenia sa odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2015.<sup>1</sup>

Hospodárske oživenie v eurozóne by sa malo v nasledujúcich dvoch rokoch postupne rozširovať, aj keď bude pomalšie ako sa pôvodne očakávalo, najmä v dôsledku spomalenia v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov. Kladné príspevky k rastu sa očakávajú pri domácom a v menšej miere ako prv aj pri zahraničnom dopyte. Opatrenia menovej politiky ECB by mali ďalej viacerými spôsobmi podporovať aktivitu v najbližšej budúcnosti aj zo strednodobého hľadiska. Úročenie bankových úverov by malo zostať na historicky nízkych úrovniach a agregovaný dopyt, najmä tvorbu fixného kapitálu, by malo podporiť veľmi akomodatívne nastavenie menovej politiky. Súčasne však bude na rast naďalej nepriaznivo vplývať pomalé zavádzanie štrukturálnych reforiem a nevyhnutné úpravy rozpočtov vo viacerých sektoroch. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2015 sa v eurozóne predpokladá v roku 2015 ročný rast reálneho HDP o 1,4 %, v roku 2016 o 1,7 % a v roku 2017 o 1,8 % (graf 12).

### Rast súkromnej spotreby, ktorý bol hlavným motorom rastu v minulom roku, pravdepodobne v poslednom čase čiastočne stratil dynamiku.

Napríklad kombinovaný ukazovateľ maloobchodného predaja a registrácie nových osobných automobilov v eurozóne v druhom štvrtroku 2015 medzištvrtročne stúpol o 0,3 %, čo je menej ako 1,3 % v prvom štvrtroku. Zatiaľ čo sa spotreba v druhom štvrtroku pravdepodobne spomalila, ukazovateľ spotrebiteľskej dôvery za eurozónu Európskej komisie, ktorý poskytuje celkom dobrý obraz vývojových trendov súkromnej spotreby, bol v auguste nad úrovňou dlhodobého priemeru a poukazoval na pokračujúcu dynamiku rastu (graf 13).

<sup>1</sup> Viac v Makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2015 (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201509.en.pdf?373c7ff1a4072123c81757486566b3f2>).

### **Pokiaľ ide o ďalší vývoj, hlavným motorom stúpajúcej hospodárskej aktivity by mal zostať rast súkromnej spotreby.**

Súkromnej spotrebe by mal ďalej prospievať priaznivý vplyv poklesu cien energií na reálny disponibilný príjem. Následne sa v dôsledku stabilného zvyšovania zamestnanosti a rýchlejšieho rastu nominálnej odmeny na zamestnanca očakáva aj rast mzdových príjmov. Súkromnú spotrebu by malo ďalej podporovať uvoľnenie podmienok financovania, ako aj nízke náklady na financovanie, ktoré posilnili neštandardné menovopolitické opatrenia ECB.

### **Rast celkových investícií eurozóny sa v druhom štvrtroku tohto roka pravdepodobne spomalil.**

V prvom štvrtroku investície podporil stúpajúci dopyt, priaznivé podmienky financovania, mierna zima a dočasné fiškálne stimuly v niektorých krajinách. V druhom štvrtroku 2015 sa predpokladá spomalenie rastu celkových investícií eurozóny, keďže sa spomalila dynamika v priemyselnej produkcii investičného tovaru a využívanie kapacít vo výrobnom sektore zostalo celkovo nezmenené. Pokiaľ ide o stavebné investície, rast stavebnej produkcie sa spomalil a ukazovatele dôvery zostávajú na úrovniach spájaných so znížením, čo poukazuje na nízky rast v druhom štvrtroku.

### **Rast podnikateľských investícií môže byť o niečo pomalší ako sa pôvodne predpokladalo, zostane však hybnou silou oživenia.**

Údaje z prieskumov o sektore investičného tovaru naznačujú v období do augusta celkovú stabilizáciu alebo mierne oslabenie dôvery a očakávaní nižšej produkcie (graf 14). Na krátkodobý výhľad v oblasti investícií má nepriaznivý vplyv aj zhoršovanie vonkajšieho prostredia. V ďalšom období by sa mali podnikateľské investície napriek tomu postupne oživovať v prostredí veľmi akomodatívnej menovej politiky, uvoľnenia podmienok poskytovania úverov, rastu ziskových marží, posilňovania dopytu a potreby nahrádzať existujúce kapacity.

### **V druhom polroku 2015 sa očakáva postupné oživenie stavebných investícií.**

Po skončení dlhotrvajúceho obdobia úprav by mali stavebné investície podporiť priaznivé podmienky financovania a rast disponibilného príjmu domácností. Pokračujúce zmeny na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie v niektorých krajinách signalizované úpravou stavebných povolení a cien domov časom povedú k zvýšeniu rezidenčných investícií.

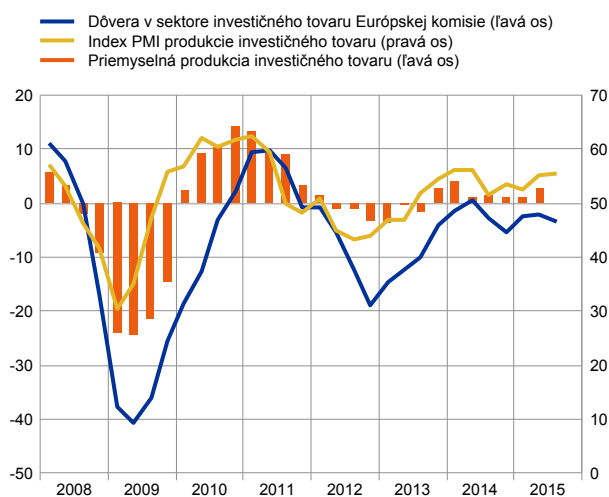
### **Vzhľadom na horšiu situáciu vo vonkajšom prostredí boli očakávania v oblasti rastu vývozu upravené smerom nadol.**

Rast vývozu tovarov a služieb eurozóny sa v prvom štvrtroku 2015 mierne

**Graf 14**

#### **Produkcia investičného tovaru a investičná dôvera v eurozóne**

(medziročná percentuálna zmena; čisté percentuálne saldo; index)

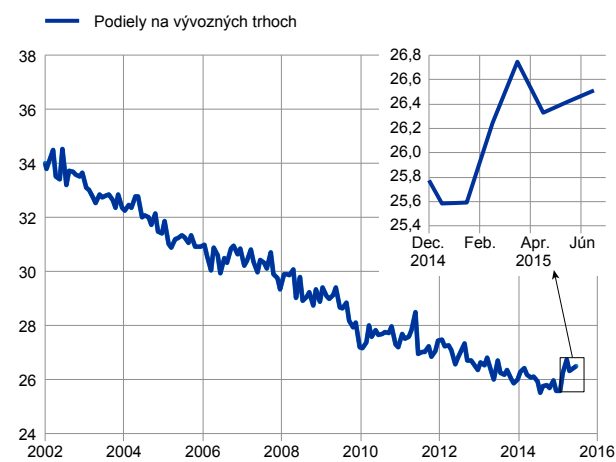


Zdroj: Eurostat, Európska komisia a Markit.

**Graf 15**

#### **Podiely eurozóny na vývozných trhoch**

(celkový vývoz tovaru z eurozóny v pomere k svetovému vývozu tovarov)

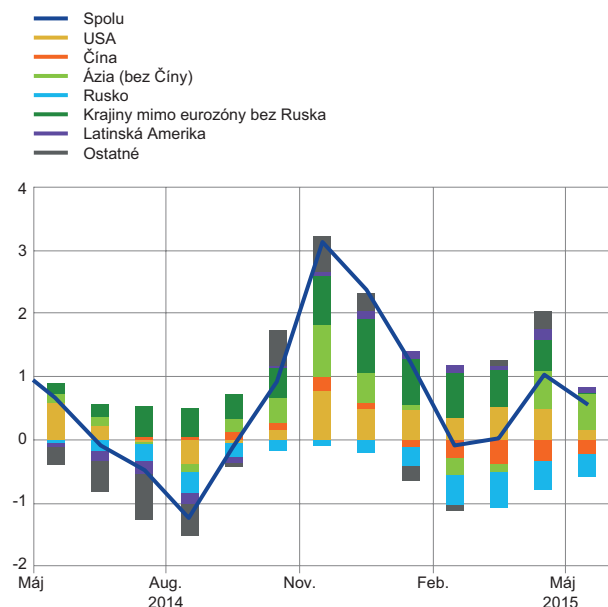


Zdroj: Holandský úrad pre ekonomicko-politické analýzy CPB a výpočty ECB.

## Graf 16

### Objem vývozu tovarov krajín Európy mimo eurozóny do krajín hlavných obchodných partnerov

(medzištvrtročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



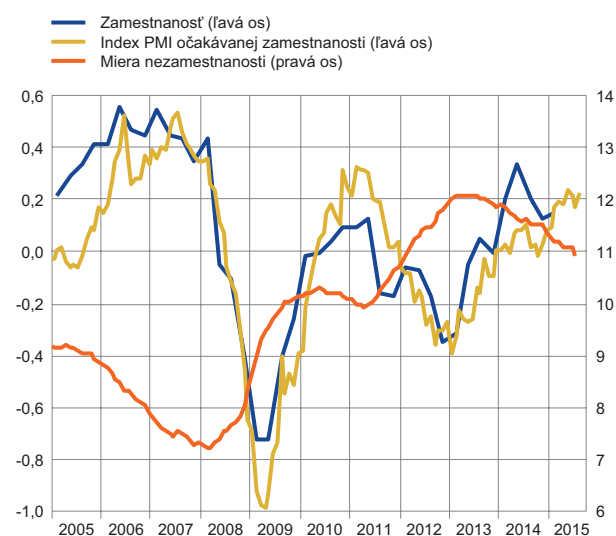
Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Krajiny Európy mimo eurozóny zahŕňajú aj niektoré krajiny nepatriace do EÚ (napr. Nórsko, Švajčiarsko a Turecko).

## Graf 17

### 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.

spomalil. Hoci sa globálny rast výrazne spomalil, údaje o obchode s tovarmi za druhý štvrtrok 2015 poukazujú na nárast vývozu tovarov. Naznačuje to zvýšenie trhových podielov eurozóny v prvom polroku 2015, ktoré bolo sčasti spôsobené priaznivým výmenným kurzom eura (graf 15). V tomto vývoji sa odráža nárast vývozu do Spojených štátov a Ázie (okrem Číny), kým vývoz do Číny a Ruska zostal nízky (graf 16).

**Pokiaľ ide o ďalší vývoj, je pravdepodobné, že rast vývozu výrazne zaostane za svojou predkrízovou dynamikou** vzhľadom na nižší globálny dopyt a horšiu elasticitu globálneho obchodu vo vzťahu k rastu. Dovoz eurozóny by sa mal v strednodobom horizonte ďalej posilňovať paralelne s oživením domáceho dopytu. V dôsledku toho by mal čistý vývoz v nasledujúcich dvoch rokoch zaznamenať celkovo neutrálny príspevok k rastu reálneho HDP.

### Situácia na trhu práce v eurozóne sa postupne zlepšuje.

Počet zamestnaných osôb (graf 17) sa v prvom štvrtroku 2015 (posledné obdobie, za ktoré sú dostupné údaje) medzištvrtročne mierne zvýšil o 0,1 %. Na sektorovej úrovni stálo za rastom zamestnanosti oživenie zamestnanosti v stavebníctve. Rast zamestnanosti v sektore služieb zaznamenáva spomalenie už štvrtý štvrtrok po sebe. Napriek rastu celkovej zamestnanosti sa v prvom štvrtroku mierne znížil celkový počet odpracovaných hodín, čo je prejavom klesajúceho počtu odpracovaných hodín na zamestnanú osobu. Výsledky prieskumov naznačujú, že zamestnanosť rástla aj v druhom štvrtroku 2015. Aj tieto ukazovatele poukazujú na zlepšovanie podmienok na trhu práce v priemysle aj v službách v druhom polroku 2015 a na mierny pokles v stavebníctve.

### Nezamestnanosť postupne klesá z vysokých úrovní.

Miera nezamestnanosti v eurozóne sa v druhom štvrtroku 2015 znížila na 11,1 % oproti 11,2 % zaznamenaným v prvom štvrtroku. V júli klesla miera nezamestnanosti na 10,9 %. Pokračujúci pokles miery nezamestnanosti možno pozorovať vo všetkých skupinách pracovníkov (mládež, dospelí, muži aj ženy) a vo väčšine ekonomík eurozóny, hoci pretrvávajú podstatné rozdiely na úrovni vekových skupín a 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 vďaka hospodárskemu oživeniu mierne zrýchliť.



V dôsledku toho sa očakáva, že sa miera nezamestnanosti bude s rozširujúcim oživením ďalej znižovať.

**Hospodársky výhľad eurozóny sa spája s rizikom.** Spája sa najmä so zvýšenou neistotou v súvislosti s vonkajším prostredím. Predovšetkým vývoj v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov má potenciál nepriaznivo pôsobiť na globálny rast ovplyvňovaním obchodu a dôvery.

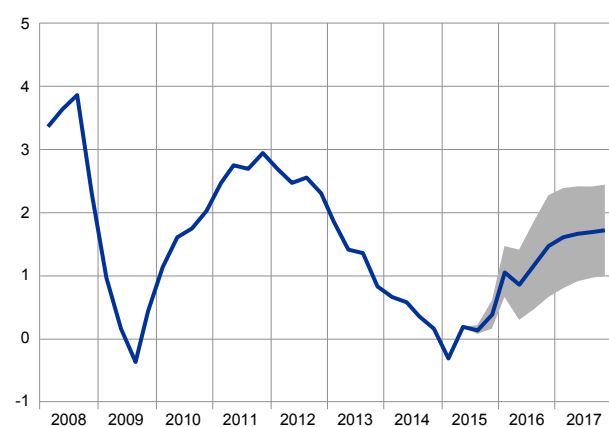
## 4 Ceny a náklady

Inflácia HICP sa v poslednom čase ustálila na nízkej kladnej úrovni. Podľa dostupných informácií a súčasných cien ropných futures zostane ročná miera inflácie HICP v najbližšom období na veľmi nízkej úrovni. Ku koncu roka sa očakáva nárast ročnej miery inflácie HICP, okrem iného v dôsledku bázických efektov spojených s poklesom cien ropy koncom roka 2014. V rokoch 2016 a 2017 by sa mala miera inflácie ďalej zvyšovať vzhľadom na očakávané oživenie hospodárskej aktivity, vplyv predchádzajúceho klesania výmenného kurzu eura a predpoklad

**Graf 18**

Inflácia HICP eurozóny (vrátane projekcií)

(ročná percentuálna zmena)



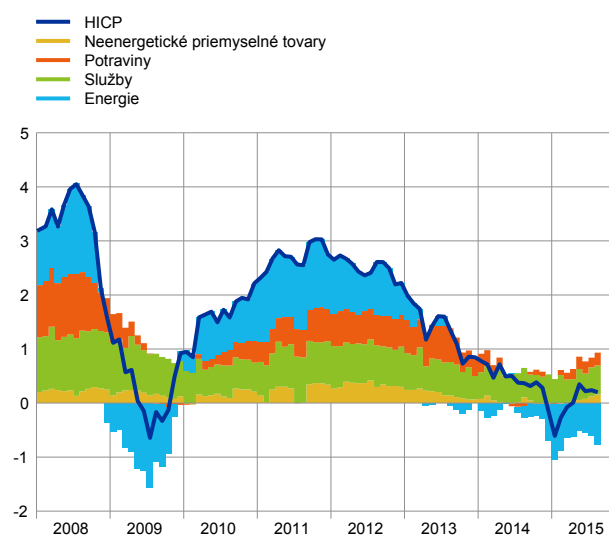
Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z augusta 2015 (rýchly odhad).

**Graf 19**

Príspevok jednotlivých zložiek k celkovej inflácii HICP v eurozóne

(ročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z augusta 2015 (rýchly odhad).

mierne vyšších cien ropy v nasledujúcich rokoch, ktoré v súčasnosti vyplývajú z trhov s ropnými futures. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2015 ročná miera inflácie HICP dosiahne 0,1 % v roku 2015, 1,1 % v roku 2016 a 1,7 % v roku 2017. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2015 bol výhľad vývoja inflácie HICP najmä v dôsledku nižších cien ropy upravený nadol.

**Po návrate zo záporných hodnôt zaznamenaných začiatkom tohto roka sa inflácia HICP v poslednom čase ustálila na nízkej kladnej úrovni (graf 18).**

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v eurozóne v auguste, rovnako ako v júli a júni, dosiahla 0,2 %. Jej nedávna stabilizácia je odrazom dvoch súborov protichodných faktorov (graf 19). Na jednej strane opätovný pokles cien ropy spôsobuje znižovanie inflácie cien energií. Na druhej strane inflácia HICP bez energií a potravín v posledných mesiacoch mierne vzrástla v dôsledku inflácie cien neenergetických priemyselných tovarov, kým inflácia cien služieb bola naďalej pomerne stála. V auguste zároveň došlo k podstatnému nárastu inflácie cien potravín zapríčinenému vyšším podielom cien nespracovaných potravín, zatiaľ čo inflácia cien spracovaných potravín zostala v dôsledku tlmiaceho účinku cien mliečnych výrobkov pomerne stála.

**Inflácia cien energií a potravín zvýraznila priebeh vývoja inflácie v eurozóne v posledných štvrtrokoch.**

Inflácia cien energií bola záporná od júla 2014, keď ceny ropy začali prudko klesať. Po dosiahnutí maxima v polovici júna 2014 cena ropy vyjadrená v eurách do januára klesla o približne 50 %. V dôsledku rastu cien ropy z tohto minima dosiahnutého začiatkom roka 2015 začala inflácia cien energií v prvej polovici tohto roka znova rásť. Od júla však dochádza k opätovnému znižovaniu cien ropy, ktoré vyvíja tlak na pokles inflácie cien energií.

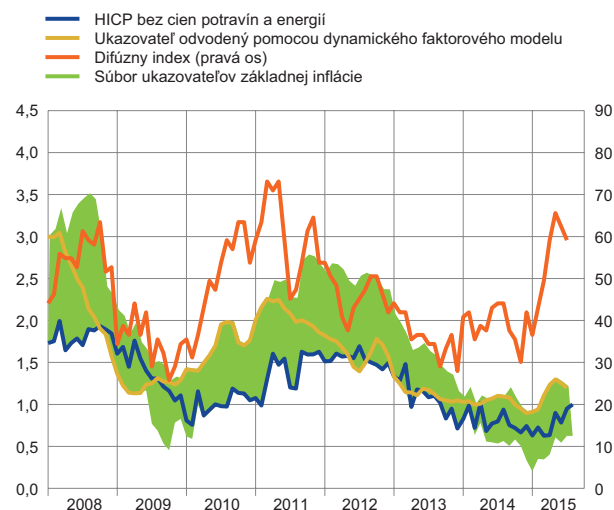
Aj príspevok inflácie cien potravín sa v roku 2014 citeľne znížil, hoci od začiatku tohto roka pod vplyvom významných bazických efektov znova o niečo vzrástol.

Z historického hľadiska však inflácia cien potravín stále zostáva pomerne nízka (box 7).

## Graf 20

### Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: V súbore ukazovateľov základnej inflácie sa brali do úvahy nasledujúce ukazovatele: HICP bez energií, HICP bez nespracovaných potravín a energií, HICP bez energií a potravín, čiastočný priemer (10 %), čiastočný priemer (30 %), medián HICP a ukazovateľ odvodený pomocou dynamického faktorového modelu. Difúzny index sa počíta ako podiel jednotlivých položiek HICP, ktoré v posledných troch mesiacoch zaznamenali nárast ročnej miery zmeny. V prípade HICP bez energií a potravín sú posledné údaje z augusta 2015 (rýchly odhad) a v prípade všetkých ostatných ukazovateľov z júla 2015.

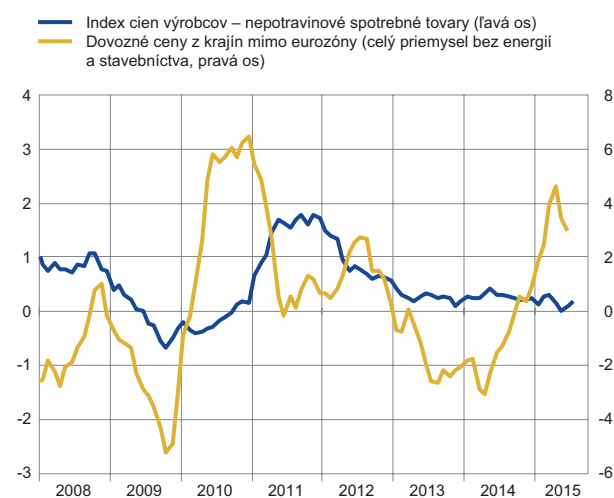
### Aktuálne ukazovatele poukazujú na postupné zvyšovanie základnej inflácie.

Inflácia HICP bez energií a potravín (ako ukazovateľ základnej inflácie) zostala v auguste stabilná na úrovni 1,0 %. Väčšina ďalších ukazovateľov základnej inflácie v rámci širokého súboru (uvedeného v boxe 4 v predchádzajúcom vydaní Ekonomického bulletinu)<sup>1</sup> v júli 2015 naďalej zaznamenávala vyššie hodnoty než začiatkom tohto roka (graf 20). Ďalší nárast základnej inflácie by malo vyvolať premietanie výrazného znehodnocovania eura od mája 2014 do apríla 2015 do neenergetických spotrebiteľských cien a pokračujúce oživovanie domáceho dopytu v eurozóne. Momentálne je však stále predčasné vyvodzovať záver, že základná inflácia nastúpila vzostupný trend, pretože nepriame účinky poklesu cien ropy i neropných komodít a celosvetovo nízka hladina inflácie by mohli vyvolať opätovné tlaky na znižovanie základnej inflácie HICP. Rastový vplyv predchádzajúceho výrazného znehodnocovania eura by tiež mohlo do istej miery oslabiť jeho nedávne posilnenie.

## Graf 21

### Ceny výrobcov nepotravinových spotrebných tovarov a dovozné ceny z krajín mimo eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z júla 2015 (PPI), resp. z júna 2015 (dovozné ceny).

### Vplyv znehodnocovania výmenného kurzu sa v čoraz väčšej miere prejavuje rastom inflácie cien tovarov.

Inflácia cien neenergetických priemyselných tovarov zaznamenala všeobecný nárast z -0,1 % vo februári 2015 na 0,6 % v auguste. Tento rastový trend je odrazom premietania výrazného zvyšovania dovozných cien nepotravinových spotrebných tovarov v súvislosti so znehodnocovaním eura a rastom spotreby tovarov dlhodobej spotreby v posledných štvrtrokoch.

### V nasledujúcich štvrtrokoch by mal byť vplyv oslabovania eura na tlaky v domácom reťazci zreteľnejší.

Zatiaľ čo dovozné ceny z krajín mimo eurozóny zostali na zvýšenej úrovni (graf 21), domáce zdroje cenových tlakov v cenovom reťazci zostávajú nízke. Tlaky na rast cien potravín v priebehu cenového reťazca vykazujú miernu dynamiku, kým ročná miera zmeny výrobných cien nepotravinových spotrebných

<sup>1</sup> Viac informácií je v boxe „Has underlying inflation reached a turning point?“, *Ekonomický bulletin*, číslo 5, ECB, júl 2015.

tovarov v júli dosiahla 0,2 % a druhý mesiac po sebe tak zaznamenala menší nárast. Ukazovatele vyplývajúce z prieskumov vykazujú určité oslabenie. Index nákupných manažérov (PMI) pre vstupné ceny nepotravinových tovarov v sektore maloobchodu v auguste ďalej klesal a prerušil tak svoj vzostup pozorovaný do júna. Hoci je rast ročnej miery zmeny cien výrobcov nepotravinových spotrebných tovarov tlmený, jeho nedávny nárast by mal vzhľadom na stále výraznejšie premietanie značného oslabenia eura pokračovať.

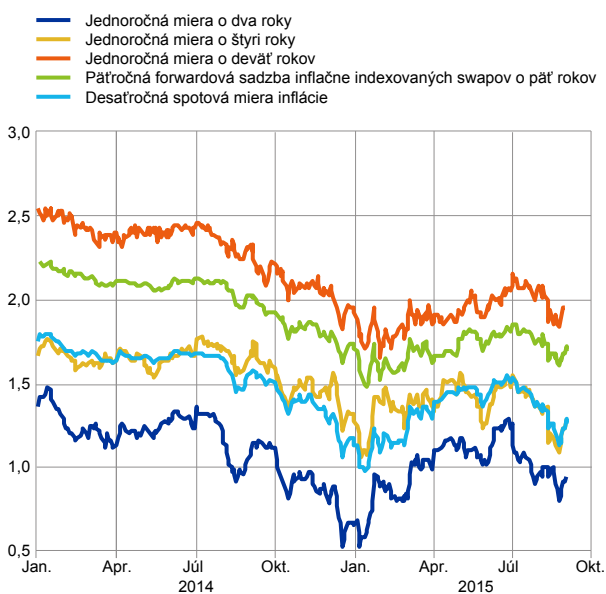
Domáce cenové tlaky sa momentálne ustálili. Deflátor HDP, ktorý je indikátorom domácich inflačných tlakov, sa v prvom štvrtroku 2015 nevýrazne zvýšil v dôsledku stále tlmeného vývoja nákladov práce a menšieho nárastu ziskových marží. Tempo rastu jednotkových nákladov práce sa v prvom štvrtroku 2015 mierne spomalilo, keďže rast produktivity predstihol rast kompenzácií na zamestnanca. Rast zisku (vyjadrený ako hrubý prevádzkový prebytok) sa mierne zrýchlil pod vplyvom pokračujúceho zvyšovania rastu reálneho HDP a rýchlejšieho rastu zisku na jednotku produkcie.

Vysoká miera nevyužitých kapacít v hospodárstve naďalej tlmí infláciu cien služieb. Ročná miera inflácie cien služieb sa v posledných mesiacoch pohybovala tesne nad úrovňou 1 %. Väčšina fluktuácie okolo uvedenej úrovne bola zapríčinená položkami súvisiacimi s cestovným ruchom, keďže tempo rastu miezd i ziskových marží bolo obmedzené. Príčinou pomalého rastu miezd a ziskových marží mohol byť celý rad faktorov vrátane vysokej úrovne nevyužitých kapacít v hospodárstve a na trhu práce a vyššej mzdovej a cenovej flexibility v niektorých krajinách po zavedení štrukturálnych reforiem na trhu práce a na trhu tovarov a služieb v posledných rokoch.

## Graf 22

### Trhové ukazovatele inflačných očakávaní

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: Posledný záznam je z 2. septembra 2015.

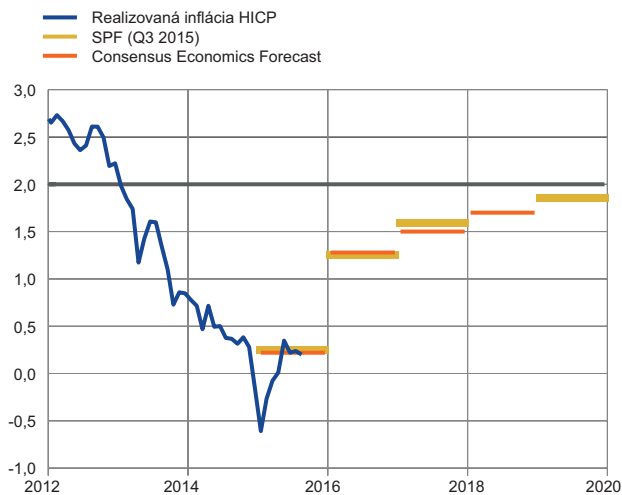
### Trhové ukazovatele inflačných očakávaní, ktoré od januára zaznamenávali priebežne stúpajúci trend, aktuálne klesajú, zatiaľ čo ukazovatele odvodené z výsledkov prieskumov zostávajú pomerne stabilné.

Stúpajúci trend inflačných očakávaní signalizovaný inflačne indexovanými swapmi od začiatku roka 2015 sa koncom júna zastavil. Sadzby dlhodobých forwardových inflačne indexovaných swapov celkovo za prvých šesť mesiacov roka 2015 vzrástli o približne 0,4 percentuálneho bodu. Od konca júna do začiatku septembra sa sadzby znížili vzhľadom na známky spomaľovania svetovej hospodárskej aktivity a klesajúce ceny komodít. K poklesu však mohli prispieť aj iné faktory, napr. nízka úroveň likvidity na trhu počas letných mesiacov a nižšie inflačné rizikové prémie zahrnuté do sadziieb inflačne indexovaných swapov. Päťročná forwardová miera inflácie o päť rokov sa od začiatku júla do 2. septembra znížila o 15 bazických bodov na 1,7 % (graf 22). Sadzby krátkodobých až strednodobých inflačne indexovaných swapov za to isté obdobie klesli výraznejšie než

## Graf 23

### Ukazovatele inflačných očakávaní odvodené z prieskumov

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat, Reuters, ECB Survey of Professional Forecasters, výpočty ECB a Consensus Economics.

Poznámka: Údaje o realizovanej HICP do augusta 2015 (rýchly odhad). Údaje SPF vychádzajú z výsledkov prieskumov za Q3 2015. Dlhodobá prognóza sa týka údajov o päť rokov. Prognózy Consensus Economics na roky 2015 a 2016 vychádzajú z prognóz z augusta 2015 a v prípade rokov 2017 a 2018 z prognóz z apríla 2015.

sadzby dlhodobejších swapov. Ukazovatele inflačných očakávaní odvodené z výsledkov prieskumov zatiaľ zostávajú pomerne stabilné a naďalej naznačujú, že inflačné očakávania sa v strednodobom horizonte vrátia na úroveň blízku, ale nižšiu ako 2 % (graf 23).

Celkovo sa očakáva, že inflácia HICP v eurozóne bude od konca roka 2015 rásť (graf 18). Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2015 (na základe informácií dostupných v polovici augusta) by mala inflácia HICP dosiahnuť v priemere 0,1 % v roku 2015, pričom v roku 2016 by sa mala zvýšiť na 1,1 % a v roku 2017 na 1,7 %.<sup>2</sup> Jej počiatočný nárast súvisí najmä s základnými efektmi predchádzajúceho klesania cien ropy. V rokoch 2016 a 2017 sa očakáva podstatný nárast celkovej inflácie vzhľadom na to, že ďalšie znižovanie miery nevyužitých kapacít v hospodárstve a na trhu práce povedie k postupnému nárastu základnej inflácie. K vyššej inflácii navyše prispeje rast vonkajších cenových tlakov spôsobený pokračujúcim premietaním kurzových pohybov do spotrebiteľských cien a rastové účinky predpokladaného nárastu cien energií

a neenergetických komodít, spolu so silnými rastovými základnými efektmi nedávneho poklesu cien ropy. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2015 bol výhľad vývoja inflácie HICP na celý projekčný horizont revidovaný nadol, aj keď na rok 2017 len marginálne. Zníženie projekcií bolo spôsobené predovšetkým priamymi a nepriamymi účinkami nižších cien ropy.

**Vzhľadom na najnovší vývoj cien ropy a aktuálne výmenné kurzy existuje riziko, že skutočné hodnoty inflácie budú v porovnaní so septembrovými projekciami odborníkov ECB nižšie.** Odo dňa uzávierky technických predpokladov septembrových projekcií došlo k poklesu cien ropy, zatiaľ čo efektívny výmenný kurz sa posilnil, a to čiastočne v spojitosti s finančnými turbulenciami v niektorých rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách.

**Oživenie cien nehnuteľností na bývanie je pomerne plošné, hoci tempo rastu cien v jednotlivých krajinách sa naďalej líši.** Ukazovateľ ECB pre ceny nehnuteľností na bývanie v eurozóne i naďalej rastie pomerne obmedzeným tempom, pričom v prvom štvrtroku 2015 sa zvýšil o 1,0 % (medziročne). Tempo rastu cien nehnuteľností na bývanie v eurozóne ako celku by sa malo v nasledujúcom období ďalej zrýchľovať vďaka lepším vyhladkam príjmov domácností a vývoja zamestnanosti, priaznivým podmienkam financovania a korekcii predchádzajúceho nadhodnotenia cien nehnuteľností<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> Ďalšie informácie sú v článku Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, september 2015, zverejnenom 3. septembra 2015 na internetovej stránke ECB.

<sup>3</sup> Viac informácií v článku „The state of the house price cycle in the euro area“ v anglickom vydaní tohto Ekonomického bulletinu.



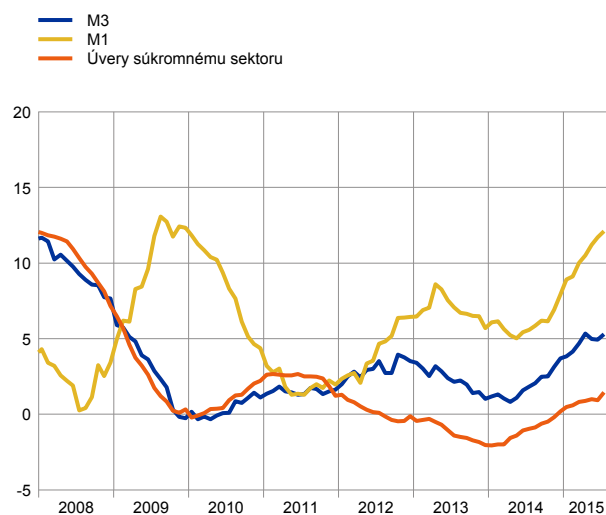
## 5 Peňažné a úverové agregáty

Rast peňažnej zásoby a poskytovanie úverov sa v prostredí veľmi nízkych úrokových sadzieb ďalej zvyšovali. K rastu peňažnej zásoby prispievali substitúcie v rámci portfólií a zlepšená dynamika úverov. K zlepšeniu menových a úverových ukazovateľov okrem toho prispeli ciele dlhodobejšie refinančné operácie a rozšírený program nákupu aktív. Náklady na financovanie bánk sa v druhom štvrtroku 2015 stabilizovali na historickom minime. Priaznivé podmienky poskytovania úverov naďalej prispievali k ďalšiemu oživeniu ich rastu, ktoré sa postupne zaznamenáva. Okrem toho sa rozdiely medzi úrokovými sadzbami bankových úverov v jednotlivých

krajinách ďalej znižovali. Zatiaľ čo bankové úvery sú hlavným zdrojom financovania nefinančných korporácií z vonkajších zdrojov, odhaduje sa, že celkový ročný tok financovania nefinančných korporácií sa v druhom štvrtroku 2015 stabilizoval. Nedávny vývoj celkovo potvrdzuje, že opatrenia menovej politiky ECB sa postupne prenášajú do oblasti poskytovania úverov a v konečnom dôsledku prispievajú k dynamike širokého peňažného agregátu a objemu úverov.

**Graf 24**  
Agregáty M3 a M1 a úvery súkromnému sektoru

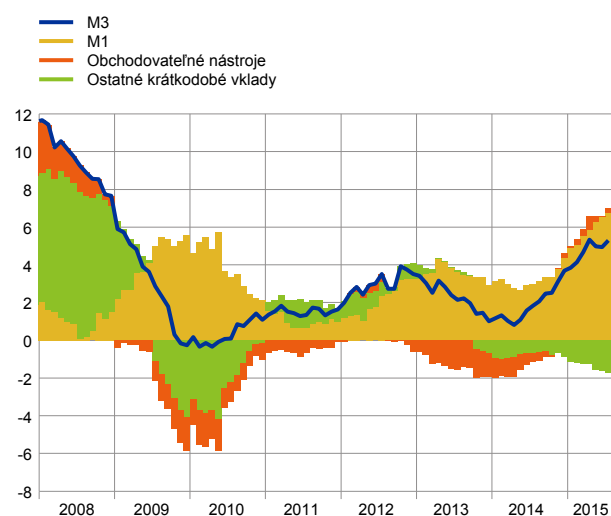
(ročná percentuálna zmena, očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



Zdroj: ECB.

**Graf 25**  
Agregát M3 a jeho zložky

(príspevok k ročnej miere rastu M3, očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



Zdroj: ECB.

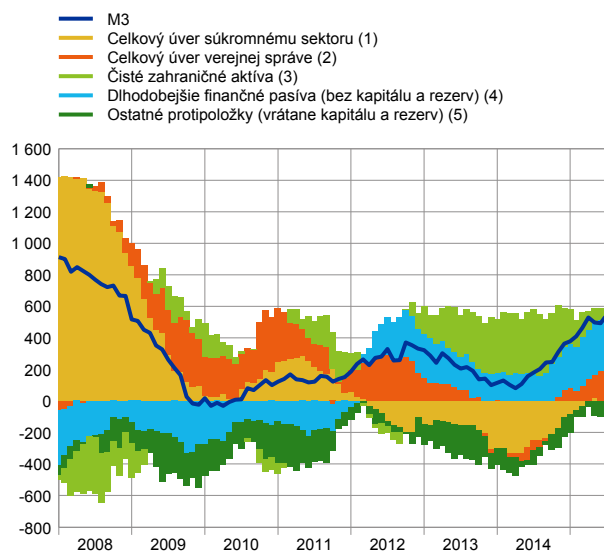
**Najnovšie údaje o menovom vývoji potvrdzujú rozsah dynamiky rastu menového agregátu.** Ročný rast agregátu M3 dosiahol v júli 5,3 %, v porovnaní s 5,0 % v druhom štvrtroku 2015 (graf 24). Toto zvýšenie rastu agregátu M3 bolo v najväčšej miere spôsobené úzkym menovým agregátom M1. Ročný rast agregátu M1 sa v júli 2015 ďalej zrýchľoval, pričom jeho ročná miera rastu dosiahla 12,1 % v porovnaní s 10,9 % v druhom štvrtroku 2015. Aktuálny vývoj úzkeho menového agregátu je v súlade s vyhlídkami ďalšieho oživenia hospodárskej aktivity.

**Držitelia peňazí sa zameriavajú na jednoduchové vklady.** Agregát M1 prispel v júli značnou mierou k rastu agregátu M3, rovnako ako v druhom štvrtroku 2015 (graf 25). Prostredie veľmi nízkych úrokových mier motivuje držiteľov peňazí, aby investovali do jednoduchových vkladov zahrnutých do agregátu M3. Príspevok M1 je aj odrazom prílevu súvisiaceho s predajom dlhopisov verejného sektora, krytých dlhopisov a cenných papierov krytých aktívami sektorom držiacim peniaze v dôsledku rozšíreného programu nákupu aktív. V prvom polroku 2015 nízke úrovne úročenia menej likvidných menových aktív prispeli zároveň aj k pokračujúcemu znižovaniu objemu krátkodobých vkladov iných ako jednoduchových, ktoré boli naďalej brzdou rastu agregátu M3. K rastu agregátu M3 ďalej prispievali obchodovateľné nástroje (M3 mínus M2), ktorých príspevok bol síce malý, ale kladný.

## Graf 26

### Protipoložky menového agregátu M3

(ročný tok; v mld. EUR; očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



Zdroj: ECB.

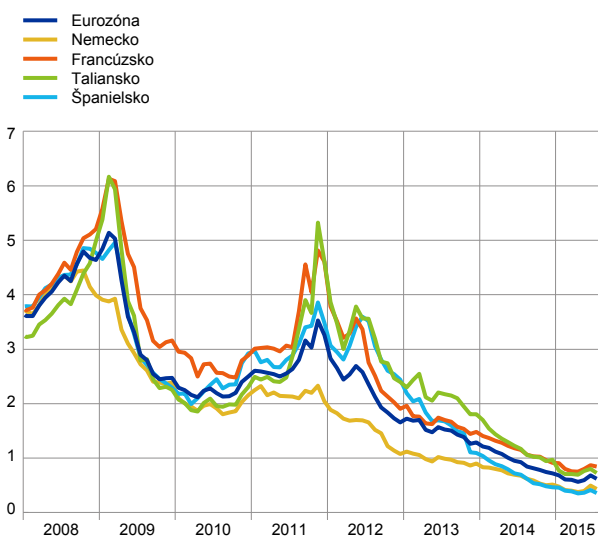
Poznámka: Agregát M3 sa uvádza len na informáciu ( $M3 = 1+2+3-4+5$ ).

štatných cenných papierov. To vytvára priestor na opätovné nastolenie rovnováhy medzi investíciami PFI a aktívami súkromného sektora. V druhom štvrtroku 2015 sa zároveň zmiernil príspevok čistej pozície zahraničných aktív PFI, ktorý odráža značný prebytok na bežnom účte eurozóny, ktorý sa v júli 2015 dostal do záporných hodnôt.

## Graf 27

### Zložené náklady na financovanie prostredníctvom dlhu

(v % p. a.)



Zdroj: ECB, Merrill Lynch, Thomson Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: Priemer úrokových sadzieb vkladov sa týka nových obchodov (t. j. spojené náklady na vklady) a nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu nezabezpečených nástrojov vážených zodpovedajúcimi nesplatenými sumami.

**Tvorba peňažnej zásoby sa v júli naďalej posúvala smerom k domácim zdrojom, čo čiastočne súviselo s vplyvom cieľných dlhodobějších refinančných operácií a programu nákupu aktív.** V rámci ostatných protipoložiek agregátu M3 (graf 26) k ročnému rastu

peňažnej zásoby v uplynulých mesiacoch prispeli najmä presuny z dlhodobějších finančných pasív a zvýšený objem pohľadávok voči verejnej správe, zatiaľ čo príspevok pohľadávok voči verejnemu sektoru zaznamenával mierne kladné hodnoty. Ročná miera znižovania dlhodobějších finančných pasív PFI (okrem kapitálu a rezerv) v držbe sektora držiaceho peniaze bola naďalej výrazná a v júli 2015 dosiahla -6,5 %, a teda od druhého štvrtroka 2015 zostala nezmenená). Toto zníženie dlhodobějších finančných pasív PFI je čiastočne spôsobené atraktivnosťou cieľných dlhodobějších refinančných operácií ako alternatívy dlhodobého financovania bánk prostredníctvom trhu, ako aj nákupov v rámci programu nákupu aktív. V júli sa zvýšili pohľadávky PFI (vrátane Euro systému) voči verejnej správe v rámci programu nákupov od verejného sektora, zatiaľ čo banky naďalej znižovali svoje držby

Veľké odlevy z čistých zahraničných aktív v júli nastali napriek pretrvávajúcemu kladnému príspevku prebytku bežného účtu.

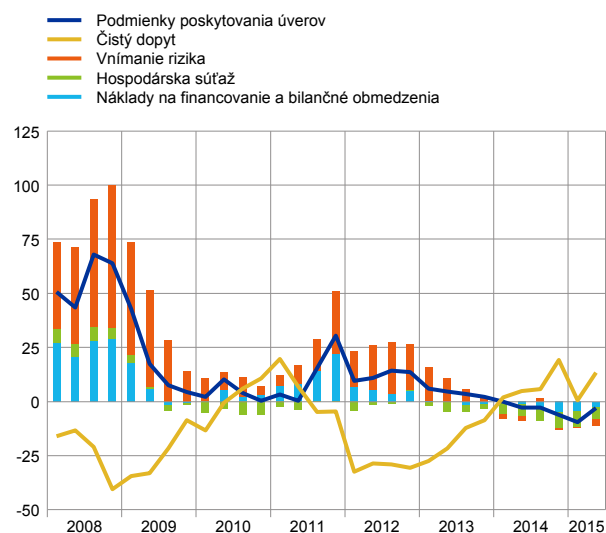
**Náklady na financovanie bánk v druhom štvrtroku 2015 stúpili, ale zostali na nízkych úrovniach.** Pri pohľade na niekoľko uplynulých rokov vykazujú zložené

náklady na financovanie bánk v prostredí čistého splácania dlhodobějších finančných záväzkov PFI postupne klesajúci trend (graf 27). Rozšírený program nákupu aktív od svojho vyhlásenie výrazne prispieval k ďalšiemu znižovaniu nákladov na financovanie bánk. Nedávne zvýšenie nákladov bánk na financovanie prostredníctvom dlhu bolo spôsobené zvýšením výnosov bankových dlhopisov, pričom úrokové sadzby vkladov zostali stabilné, na historických minimách. V tejto súvislosti výsledky prieskumu úverovej aktivity bánk v eurozóne z júla 2015 (<https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>) poukazujú na to, že v druhom štvrtroku 2015 sa prístup bánk k retailovým vkladom a financovaniu prostredníctvom dlhových cenných papierov zhoršil,

## Graf 28

### Faktory prispievajúce k sprísňovaniu podmienok poskytovania úverov nefinančným korporáciám a čistý dopyt

(priemerný čistý percentuálny podiel podľa kategórie)



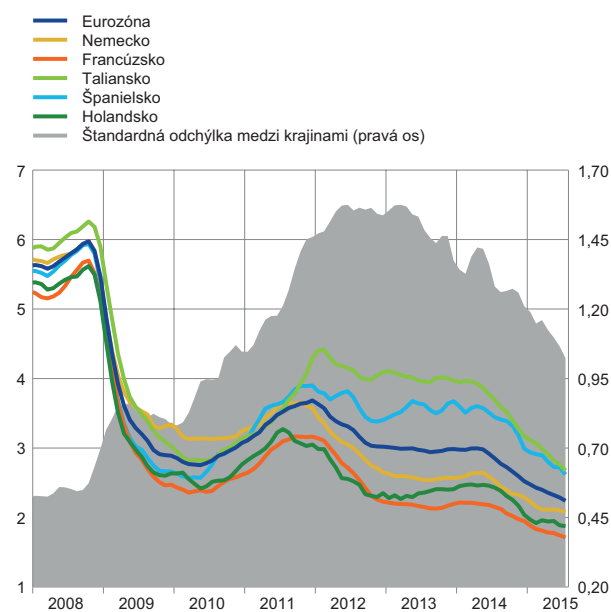
Zdroj: ECB.

Poznámka: Náklady na finančné prostriedky a bilančné obmedzenia sú neváženým priemerom nákladov súvisiacich s kapitálovou pozíciou, prístupom na trh a stavom likvidity. Vnímanie rizika je neváženým priemerom celkovej hospodárskej situácie a výhľadu, perspektívy vývoja daného odvetvia alebo podniku a výhľadu/úverovej kvality dlužníka a rizík spojených s požadovaným kolaterálom. Konkurencia je neváženým priemerom konkurencie bánk, konkurencie nebankových inštitúcií a konkurencie trhového financovania.

## Graf 29

### Zložený ukazovateľ nákladov na úvery nefinančným korporáciám

(v % p. a.; trojmesačný kĺzavý priemer)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Ukazovateľ celkových nákladov na bankové úvery sa počíta agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb použitím 24 mesačného kĺzavého priemeru objemu nových obchodov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné informácie v grafe sú za júl 2015.

zatiaľ čo prístup na peňažný trh a k sekuritizácii sa zlepšil, aj keď v menšej miere ako v predchádzajúcom štvrťroku. Nič nenasvedčuje tomu, že by sa náklady bánk na vklady dostali v dôsledku zápornej úrokovej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií do záporných hodnôt.

### K zlepšeniu podmienok poskytovania bankových úverov prispieva vývoj ponukových a dopytových faktorov.

Výsledky úverovej aktivity bánk eurozóny z júla 2015 ukazujú, že zvýšená konkurencia medzi bankami prispela v druhom štvrťroku 2015 k uvoľňovaniu podmienok poskytovania úverov tak podnikom, ako aj domácnostiam. Tento vývoj sa zhoduje so zvýšením čistého dopytu korporácií po úveroch (graf 28). V druhom štvrťroku banky naďalej uvoľňovali svoje podmienky aj pri všetkých kategóriách nových úverov, čo bolo spôsobené najmä ďalším znižovaním marže pri priemerných úveroch. Celkovo to naznačuje, že tlmiaci účinok ponukových faktorov v oblasti úverov sa ďalej zmenšil a vplyv dopytových faktorov na rast úverov nefinančným korporáciám sa dostal do mierne kladných hodnôt, čo prispelo k rastu úverov súkromnému sektoru. V tejto súvislosti júlový prieskum ukázal, že v druhom štvrťroku banky využívali finančné prostriedky získané pomocou cielených dlhodobějších operácií ako substitúciu financovania prostredníctvom trhu a na podporu ponuky úverov.

### Úrokové sadzby bankových úverov v druhom štvrťroku poklesli, najmä v dôsledku neštandardných opatrení ECB.

Zaznamenal sa významný pokles nominálnych nákladov na bankové úvery nefinančným korporáciám a domácnostiam. Najmä od tretieho štvrťroku 2014, keď ECB zvýšila akomodatívnosť menovej politiky, banky postupne prenášali zníženie nákladov na financovanie do nižších úrokových sadzieb bankových úverov. Zložené náklady na úvery domácnostiam eurozóny poklesli približne o 70 bázických bodov a nefinančným korporáciám eurozóny o 75 bázických bodov (grafy 29 a 30). Najnovšie údaje za júl naznačujú, že úrokové sadzby bankových úverov dosiahli historické minimum.

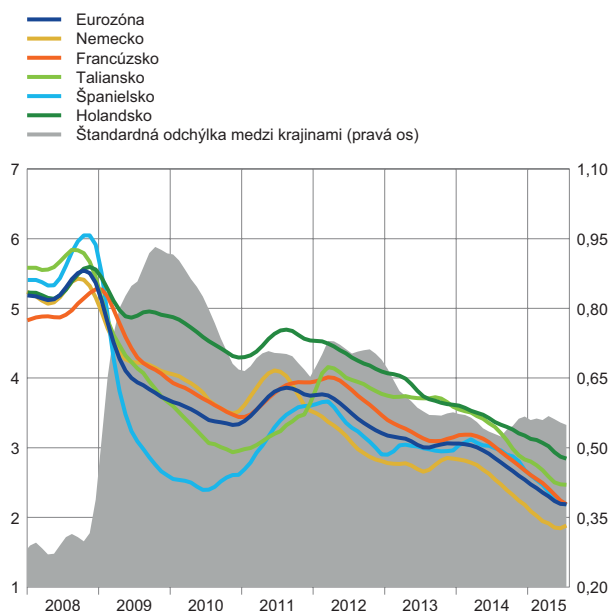
### Rozdiely medzi úrokovými sadzbami bankových úverov v jednotlivých krajinách sú značné, avšak ich znižovanie pokračovalo.

Treba poznamenať, že napriek veľmi priaznivému vývoju podmienok poskytovania úverov v eurozóne ako celku sa situácia v oblasti poskytovania úverov medzi jednotlivými

### Graf 30

#### Zložený ukazovateľ nákladov na úvery domácnostiam na kúpu nehnuteľnosti na bývanie

(v % p. a.; trojmesačný kĺzavý priemer)



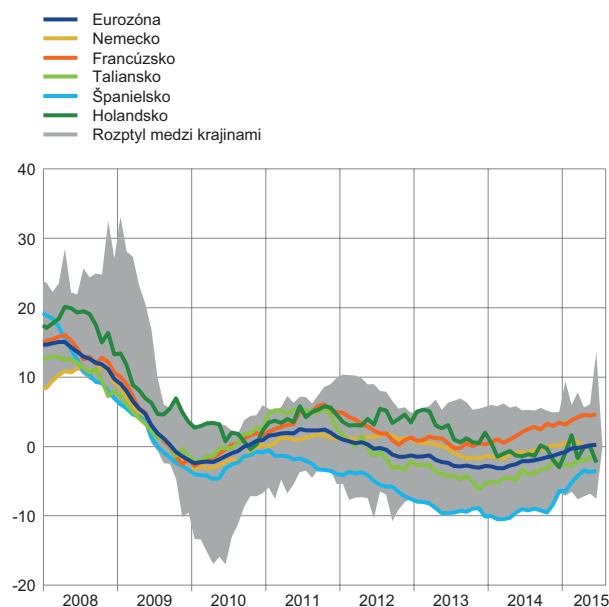
Zdroj: ECB.

Poznámka: Ukazovateľ celkových nákladov na bankové úvery sa počíta agregovaním krátkodobých- a dlhodobých úrokových sadzieb s použitím 24-mesačného kĺzavého priemeru objemov nových obchodov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné informácie v grafe sú za júl 2015.

### Graf 31

#### Úvery PFI nefinančným korporáciám

(ročná miera rastu)



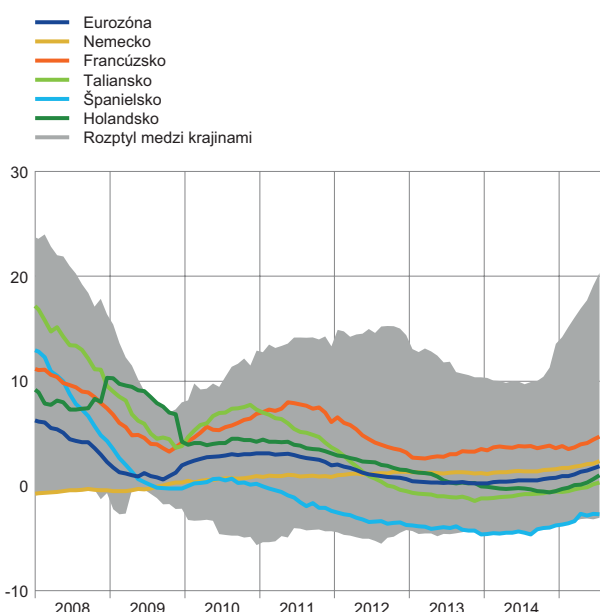
Zdroj: ECB.

Poznámka: Očistené od predaja úverov a sekuritizácie. Rozdiel medzi krajinami je vypočítaný ako minimum/maximum z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné informácie v grafe sú za júl 2015.

### Graf 32

#### Úvery PFI domácnostiam

(ročná miera rastu)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Očistené od predaja úverov a sekuritizácie. Rozdiel medzi krajinami je vypočítaný ako minimum/maximum z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné informácie v grafe sú za júl 2015.

krajinami a sektormi naďalej odlišovala. Zdá sa, že balíček na uľahčenie prístupu k úverom prijatý v júni 2014 a program nákupu aktív prispeli k zmenšovaniu rozdielov nákladov na poskytovanie úverov medzi krajinami. Tie krajiny eurozóny, ktoré v súčasnosti vykazujú relatívne nízke miery rastu úverov nefinančným korporáciám, zaznamenali aj obzvlášť výrazný pokles úrokových sadzieb týchto úverov.

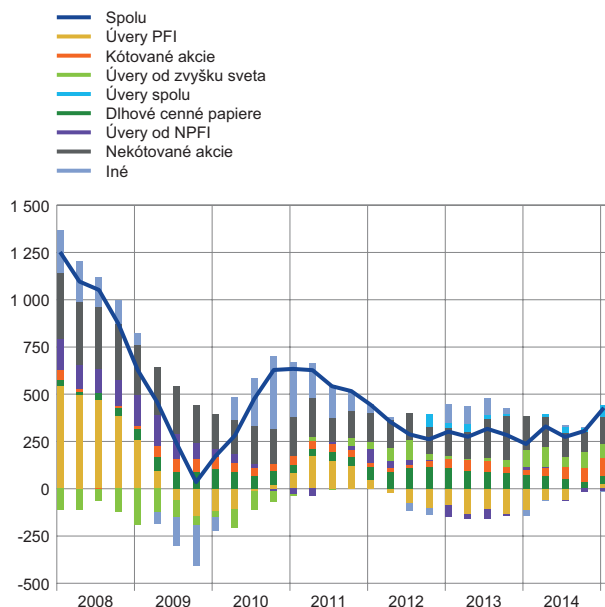
#### Rast objemu úverov súkromnému sektoru sa postupne oživuje.

Ročná miera rastu úverov súkromnému sektoru očistená od predaja úverov a sekuritizácie sa v júli 2015 zvýšila na 1,4 % z 0,9 % v druhom štvrtroku 2015. Po dlhšom období rýchleho poklesu sa ročný rast úverov nefinančným korporáciám začal od začiatku roka 2014 postupne oživovať, pričom v júli 2015 dosiahol 0,9 % (graf 31). Napriek tomuto zlepšeniu zostala dynamika úverov nefinančným korporáciám tlmená. Rast objemu úverov domácnostiam sa počas druhého štvrtroku ďalej zlepšoval a v júli dosiahol 1,9 % (graf 32). Ako už bolo uvedené, na tomto vývoji sa výraznou mierou podieľal výrazný pokles úrokových sadzieb bankových úverov, ktorý sa

### Graf 33

#### Financovanie nefinančných korporácií z vonkajších zdrojov v eurozóne

(v mld. EUR; štyri štvrtročné toky)



Zdroj: Eurostat a ECB.

Poznámka: Úvery PFI a úvery od nepeňažných finančných inštitúcií (zahŕňajú ostatných finančných sprostredkovateľov, poisťovacie korporácie a penzijné fondy) upravené o predaj úverov a sekuritizáciu. Položka ostatné je rozdielom medzi zdrojmi spolu a nástrojmi v grafe a zahŕňa medzipodnikové úvery a rozdiely medzi údajmi z nefinančných a finančných účtov. Posledné informácie v grafe sú za júl 2015.

zaznamenáva v eurozóne od leta 2014, ako aj náznaky zlepšenia na strane ponuky a dopytu po bankových úveroch. Na ponuku úverov v niektorých častiach eurozóny má stále vplyv tlmená ekonomická klíma a relatívne prísne podmienky poskytovania úverov.

#### Predpokladá sa, že celkový ročný tok financovania nefinančných korporácií z vonkajších zdrojov sa v druhom štvrtroku 2015 stabilizoval, po ďalšom zlepšovaní v predchádzajúcom štvrtroku.

Financovanie nefinančných korporácií dosahovalo v druhom štvrtroku úrovne podobné ako na začiatku roka 2012 (graf 33) a v rokoch 2004 a 2005, v čase pred prudkým rastom úverov. K vonkajšiemu financovaniu nefinančných spoločností prispeli zlepšovanie ekonomickej aktivity, ďalší pokles nákladov bánk na poskytovanie úverov, uvoľňovanie podmienok poskytovania úverov a veľmi nízke náklady financovania dlhu prostredníctvom trhu. Zároveň v súvislosti s nízkymi oportunitnými nákladmi udržiavali nefinančné korporácie, najmä kótované, zostatky hotovosti na historických maximách, ako preventívne zásoby likvidity, a prípadne aj na financovanie možných budúcich fúzií a akvizícií.

#### Najnovšie údaje ukazujú, že vydávanie dlhových cenných papierov nefinančnými korporáciami

**sa v máji a júni 2015 zmiernilo.** Tento vývoj nasledoval po prudkom náraste tak priameho, ako aj nepriameho vydávania cenných papierov nefinančnými korporáciami a ich špecializovanými inštitúciami v prvom štvrtroku 2015 po spustení programu nákupu cenných papierov verejného sektora. Od januára do apríla 2015 začali korporácie častejšie využívať financovanie prostredníctvom trhu s cieľom využiť veľmi priaznivé podmienky na trhu a nízke úrokové sadzby.

**Celkové nominálne náklady na financovanie nefinančných korporácií eurozóny z vonkajších zdrojov sa v druhom štvrtroku 2015 mierne zvýšili, po dosiahnutí historických minim vo februári.** Príčinou tohto zvýšenia bol hlavne pokles cien finančných aktív v druhom štvrtroku, čo malo za následok nárast tak nákladov nefinančných korporácií na financovanie dlhu prostredníctvom trhu, ako aj prostredníctvom emisie akcií, ktoré sa v júli a auguste 2015 pohybovali v priemere na úrovni o 45 bazických bodoch vyššej ako vo februári. Tento nárast nákladov na financovanie prostredníctvom trhu bol čiastočne kompenzovaný pokračujúcim poklesom úrokových sadzieb bankových úverov v druhom polroku 2015.



## 6 Fiškálny vývoj

*Fiškálne saldo eurozóny by sa malo na základe prognóz naďalej zlepšovať vďaka cyklickému oživeniu a nízkym úrokovým sadzbám. Štrukturálne zlepšovanie sa však podľa dostupných informácií pravdepodobne zastavilo. Pokiaľ ide o budúci vývoj, v mnohých krajinách bude potrebné vynaložiť ďalšie konsolidačné úsilie na zaistenie trvalého poklesu vysokej miery verejného dlhu.*

### **Priemerný rozpočtový deficit eurozóny sa má podľa prognóz naďalej znižovať.**

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2015 by sa pomer deficitu verejných financií mal znížiť z 2,4 % HDP v roku 2014 na 1,7 % HDP v roku 2017 (tabuľka 1). Zlepšenie fiškálnej situácie by malo byť založené výlučne na prognózovanom cyklickom zlepšení a nižších úrokových nákladoch v základnom scenári. V porovnaní s projekciami z júna 2015 sa výhľad pre celkový deficit na rok 2015 v podstate nezmenil, čo odzrkadľuje skutočnosť, že krajiny doposiaľ prijali len veľmi málo rozpočtových opatrení. V ostatných rokoch by malo byť zlepšenie deficitu miernejšie z dôvodu menej priaznivého hospodárskeho oživenia.

### Tabuľka 1

#### Fiškálny vývoj v eurozóne

(v % HDP)

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

Zdroj: Eurostat a makroekonomické projekcie odborníkov ECB zo septembra 2015.

Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy za eurozónu vrátane Litvy (aj za obdobie pred rokom 2015). Z dôvodu zaokrúhľovania súčty nemusia súhlasiť.

**Štrukturálne saldo by malo zostať do roku 2017 prakticky nezmenené.** Tento vývoj odráža zlepšenie na strane výdavkov, hlavne vo forme nižších úrokových nákladov, ktoré by v niektorých krajinách malo viac-menej vykompenzovať zníženie priamych daní a sociálnych odvodov na strane príjmov. Predpokladá sa, že rozpočtový deficit eurozóny v štrukturálnom vyjadrení klesne len marginálne, z 1,8 % HDP v roku 2014 na 1,7 % HDP v roku 2017, čo je mierne vyššia úroveň v porovnaní s júnovými prognózami.

**V horizonte prognózy sa predpokladá postupné znižovanie verejného dlhu, jeho úroveň však zostane vysoká.** Pomer dlhu k HDP eurozóny by mal podľa očakávaní klesať z maxima zaznamenaného v roku 2014 na úroveň 91,7 % HDP a do konca prognózovaného obdobia by mal dosiahnuť 89,4 % HDP. Zlepšenie výhľadu dlhu (ktoré však nenapreduje tak rýchlo, ako sa očakávalo v júnových projekciách) možno vysvetliť hlavne priaznivým vývojom diferenciálu



medzi úrokovou sadzbou platenou z obsluhy štátneho dlhu a hospodárskym rastom, ako aj zlepšujúcim sa primárnym saldóm. Úpravy vzťahu deficitu a dlhu by mali byť priaznivejšie najmä vďaka zmierneniu vplyvu podpory finančnému sektoru na zvyšovanie dlhu. Ďalšie podrobnosti o fiškálnom vplyve a fiškálnych rizikách v súvislosti s podporou finančnému sektoru sa rozoberajú v článku „The fiscal impact of financial sector support during the crisis“, ktorý je publikovaný v anglickej verzii tohto vydania Ekonomického bulletinu. Keďže predpokladaná úroveň dlhu zostáva v mnohých krajinách eurozóny vysoká, je potrebné vyvinúť ďalšie konsolidačné úsilie zamerané na trvalé zníženie miery zadlženia. Je to veľmi dôležité aj vzhľadom na závažné dlhodobé otázky súvisiace so starnutím populácie a zvyšovaním výdavkov na zdravotnú starostlivosť.

**Očakáva sa, že plánovaný schodok súvisiaci so štrukturálnymi opatreniami povedie k zhoršeniu plnenia požiadaviek Paktu stability a rastu.** Celková fiškálna pozícia v roku 2015 by mala byť vo všeobecnosti neutrálna. Je to žiaduce najmä vzhľadom na súčasnú nepriaznivú hospodársku situáciu, v ktorej by rozpočtové politiky mali podporovať hospodárske oživenie a zároveň zabezpečiť udržateľnosť dlhu. V odporúčaní Európskej rady pre jednotlivé krajiny z júna tohto roku sa v prípade dvanástich zo sedemnástich skúmaných krajín eurozóny identifikujú riziká nedodržania požiadaviek na štrukturálne úsilie podľa Paktu stability a rastu (viac v boxe 8). Je preto dôležité, aby najmä krajiny, v ktorých je stále potrebná konsolidácia, zvýšili dôraz na udržateľnosť dlhu a zaznamenali pokrok pri dosahovaní svojich strednodobých rozpočtových cieľov. Vlády, ktorých štrukturálne úsilie nezodpovedá záväzkom v rámci Paktu stability a rastu, by vo svojich návrhoch rozpočtových plánov na rok 2016 mali vysvetliť, ako plánujú plniť odporúčania pre jednotlivé krajiny zamerané na dodržiavanie rozpočtových pravidiel EÚ prostredníctvom rýchlejšieho zníženia deficitu.

## Box 1

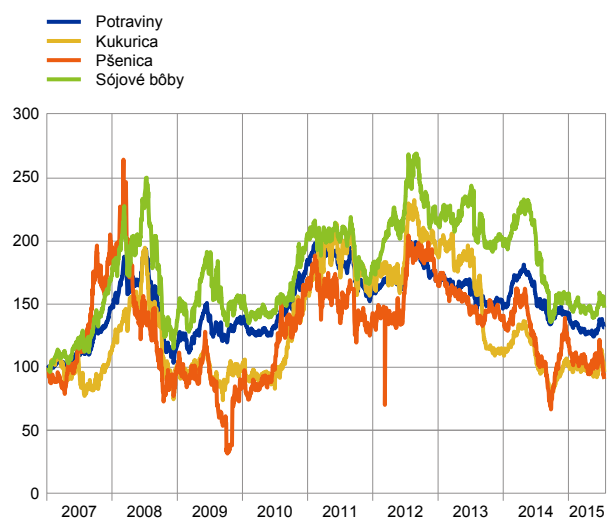
# Aktuálny vývoj cien neropných komodít a ich výhľad

**Svetové ceny neropných komodít boli v posledných mesiacoch predmetom zvýšeného záujmu vzhľadom na skutočnosť, že pokračujúci tlak na znižovanie týchto cien viedol k ich poklesu až na päťročné minimá.** Napriek celkovo porovnateľným trendom vývoja cien potravín a kovov si faktory na strane ponuky a dopytu, ktoré sú špecifické pre jednotlivé trhy, vyžadujú podrobnú analýzu vývoja cien kľúčových komodít. V tomto boxe sa rozoberajú hlavné príčiny súčasného vývoja cien vybraných neropných komodít a ich výhľad.

**Graf A**

Ceny potravinových komodít

(Index: 1. január 2007=100)



Zdroj: Hamburg Institute of International Economics (HWWI) a Bloomberg.

**Ceny potravinových komodít klesajú od polovice roka 2012 v dôsledku nadmernej ponuky na trhu, ku ktorej prispela opakovane dobrá úroda.** Značná ponuka a rozsiahle zásoby pšenice a kukurice viedli k poklesu ich cien, a to najmä od začiatku roku 2015 (graf A). Tento pokles nezastavilo ani obmedzenie vývozu pšenice z Ruska v prvom polroku 2015. Na znížení cien kukurice sa podieľali aj obavy zo slabného dopytu po vstupných surovinách na výrobu etanolu a spomaľujúca sa dovozná aktivita Číny. Ceny sóje taktiež poklesli v dôsledku jej obrovských zásob.

**Výhľad vývoja svetových cien potravinových komodít zostáva tlmený.** Úroveň produkcie pšenice a kukurice by sa v sezóne 2015 – 2016 mala znižovať len veľmi okrajovo, zatiaľ čo produkcia olejnatých semien (najmä sójových bôbov) by podľa očakávaní mala stúpať. Riziko rastu cien by mohli predstavovať nepriaznivé poveternostné podmienky, naopak k poklesu cien by mohlo viesť neočakávane

väčšie spomalenie výroby biopalív, ktoré by ďalej znižovalo dopyt po niektorých poľnohospodárskych komoditách.

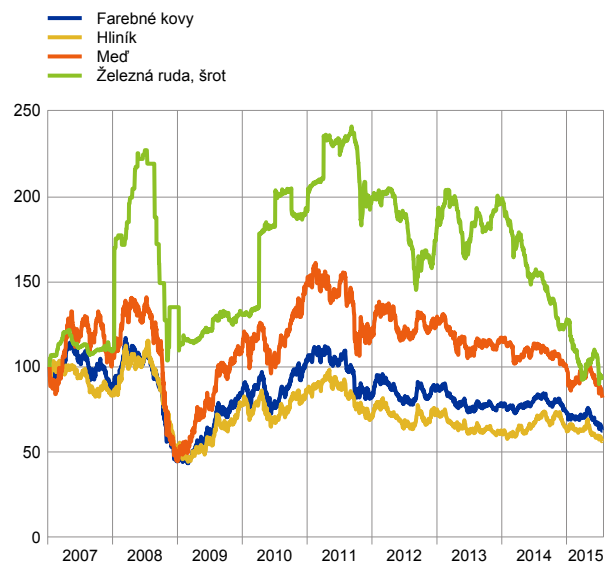
**Ceny kovových komodít klesajú od polovice roka 2011, a to v dôsledku nepretržite rastúcej ponuky a spomaľovania rastu dopytu, hlavne v Číne.**

Na rozdiel od potravinových komodít zvyknú ceny kovov na vývoj celosvetovej hospodárskej aktivity reagovať citlivejšie. Keďže Čína dováža významnú časť celosvetovej produkcie kovov, ich ceny sú obzvlášť citlivé na hospodársky rast tejto krajiny. Obavy na trhu v súvislosti s čínskym dopytom preto viedli od začiatku roka 2015 k čoraz rýchlejšiemu znižovaniu cien kovov (graf B). Časť tohto poklesu možno vysvetliť aj neustále sa rozširujúcou ponukou a veľkými zásobami. Pokračujúci rast produkcie bol výsledkom rozsiahlych investícií do výrobných kapacít realizovaných v minulých rokoch, ktorých motiváciou boli v tom čase vysoké ceny kovov. Počas roka 2015 bol pokles cien

## Graf B

### Ceny kovových komodít

(Index: 1. január 2007=100)



Zdroj: Hamburg Institute of International Economics (HWWI) a Bloomberg.

zaznamenaný v mnohých druhoch tejto komodity, pričom od začiatku roka ceny železnej rudy (hlavnej zložky ocele) klesli o 26 %, hliníka o 13 % a medi o 20 %.

### V krátkodobom horizonte bude ceny kovov pravdepodobne tlmieť najmä nadbytočná ponuka a klesajúci hospodársky rast ekonomík rozvíjajúcich sa trhov.

Očakáva sa, že rast čínskeho dopytu po komoditách bude stále menší ako v minulosti. Súvisí to s postupným upravovaním štruktúry hospodárskeho rastu tejto krajiny. K spomaľovaniu rastu však dochádza vo všeobecnosti naprieč ekonomikami rozvíjajúcich sa trhov, ktorých produkcia je na komoditách závislá zvyčajne viac ako v prípade vyspelých ekonomík. Výhľad vývoja cien kovov preto predpokladá len ich pozvoľný rast, ktorý bude spojený s veľmi pomalým očakávaným vyrovnávaním úrovne na strane ponuky. Hlavné riziko ich zníženia sa teda viaže na oproti očakávaniam výraznejší pokles dopytu v krajinách rozvíjajúcich sa trhov, najmä Číny, ako aj na zachovanie veľkého objemu ponuky napriek klesajúcim cenám.

## Box 2

# Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 22. apríla do 21. júla 2015

**V boxe sa opisujú operácie menovej politiky ECB počas tretej a štvrtej periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv roka 2015, teda od 22. apríla do 9. júna a od 10. júna do 21. júla.** Počas sledovaného obdobia zostali úrokové sadzby pre hlavné refinančné operácie, jednoduché refinančné operácie a jednoduché sterilizačné operácie nezmenené, na úrovniach 0,05 %, 0,30 % a -0,20 %.<sup>1</sup> Dňa 24. júna 2015 bola vyrovnaná štvrtá cieľená dlhodobější refinančná operácia vo výške 73,8 mld. €, teda s objemom o niečo vyšším ako očakávali trhy, ale nižším ako 97,8 mld. € pridelených v marci. Tým dosiahla celková suma pridelená v rámci prvých štyroch cieľených dlhodobějších operácií 384 mld. €.<sup>2</sup> Eurosystem naďalej pokračoval v nakupovaní cenných papierov verejného sektora, krytých dlhopisov a cenných papierov krytých aktívami v rámci rozšíreného programu nákupu aktív s cieľovou hodnotou 60 mld. € za mesiac.<sup>3</sup>

## Potreba likvidity

**Počas sledovaného obdobia sa priemerná denná potreba likvidity bankového systému, definovaná ako súčet autonómnych faktorov a predpísaných povinných minimálnych rezerv, zvýšila o 24,6 mld. € v porovnaní s priemerom v predchádzajúcom sledovanom období a dosiahla hodnotu 606,8 mld. €.**

Tento nárast sa vysvetľuje najmä autonómnyimi faktormi, ktoré sa v priemere zvýšili o 23,7 mld. € na 496,8 mld. € (tabuľka).

**Tento nárast autonómnych faktorov bol spôsobený najmä zvýšením faktorov absorbujúcich likviditu, vrátane významnej zmeny úrovne vkladov sektora verejnej správy.** Priemerná hodnota vkladov sektora verejnej správy sa zvýšila o 19,5 mld. € na 85,6 mld. €. Po znížení úrokovej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií na -0.20 % v septembri 2014 mali vklady sektora verejnej správy klesajúci trend, pretože dôsledok zavedenia zápornej úrokovej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií a rozhodnutie o úročení vkladov sektora

<sup>1</sup> Hlavné refinančné operácie sa naďalej realizovali formou tendrov s pevnou úrokovou sadzbou a s neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov. Rovnaký postup sa naďalej používal aj pri dlhodobějších refinančných operáciách so splatnosťou tri mesiace. Úrokové sadzby týchto operácií sa stanovili ako priemer úrokových sadzieb hlavných refinančných operácií počas celej doby trvania príslušnej dlhodobejšej refinančnej operácie.

<sup>2</sup> Bližšie informácie o sumách pridelených v rámci cieľených dlhodobějších refinančných operácií sú uvedené v príslušných boxoch v predchádzajúcich číslach bulletinu a na internetovej stránke ECB: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/index.en.html>

<sup>3</sup> Podrobnejšie informácie o rozšírenom programe nákupu aktív sú dostupné na internetovej stránke ECB: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/index.en.html>

verejnej správy<sup>4</sup> boli podnetom pre štátne pokladnice, aby znižovali držby hotovosti v Eurosysteme. Klesajúci trend vkladov sektora verejnej správy sa však v druhej perióde udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2015 zastavil a v tretej a štvrtej perióde sa vklady opäť zvýšili. Nízke úrokové sadzby na trhu a veľký objem likvidity obmedzili alternatívne možnosti štátnych pokladníc na umiestňovanie hotovosti. Okrem toho sa priemerná úroveň bankoviek v obehu zvýšila o 23,8 mld. €, odrážajúc dlhodobý rastúci trend dopytu po bankovkách a nedávny vývoj v jednotlivých krajinách.

**Spomedzi faktorov zvyšujúcich likviditu čisté zahraničné aktíva v sledovanom období ďalej rástli, ale boli kompenzované zmenami ostatných autonómnych faktorov.** Oslabovanie eura začiatkom roka 2015 viedlo v druhom štvrťroku 2015 k preceneniu čistých zahraničných aktív. Priemer čistých zahraničných aktív bol počas dvoch udržiavacích periód o 42,2 mld. € vyšší ako v prvej a druhej udržiavacej perióde, a dosiahol 649,8 mld. €. Tento vplyv však bol kompenzovaný nárastom ostatných autonómnych faktorov o 45,4 mld. €. Ďalej hlavným dôvodom nárastu aktív denominovaných v eurách o 22,9 mld. € boli precenenia ostatných finančných aktív Eurosystemu, čo však len čiastočne kompenzovalo zvýšenie faktorov znižujúcich likviditu.

**Volatilita autonómnych faktorov zostala počas sledovaného obdobia na zvýšenej úrovni.** Bolo to najmä odrazom výrazných fluktuácií vkladov sektora verejnej správy a o niečo vyšších úrovni volatily dopytu po bankovkách. Čisté zahraničné aktíva a čisté aktíva denominované v eurách v dôsledku štvrťročných precenení koncom júna poklesli, čo prispelo k nárastu volatily, ale v menšej miere ako v predchádzajúcom sledovanom období.

**Priemerná absolútna chyba týždenných prognóz autonómnych faktorov sa v sledovanom období mierne zvýšila na 6,4 mld. €, najmä v dôsledku väčších chýb prognóz vkladov sektora verejnej správy.** To svedčí o tom, že bolo naďalej problematické odhadnúť, do čoho budú štátne pokladnice vkladať svoje prostriedky v prostredí stále zápornejších krátkodobých úrokových sadzieb a vysokých úrovni nadbytočnej likvidity.

## Dodávanie likvidity

**Priemerný objem likvidity dodanej prostredníctvom operácií na voľnom trhu, ktoré sa uskutočnili vo forme tendrov a priamych nákupov, sa v sledovanom období zvýšil o 165,3 mld. € na 937,2 mld. €.** Tento nárast bol spôsobený takmer úplne priamymi nákupmi, zatiaľ čo operácie vo forme tendrov ostali takmer nezmenené.

**Priemerný objem likvidity dodanej prostredníctvom tendrov sa zvýšil len nepatrne, na 513,2 mld. €, ale so značnou substitúciou medzi jednotlivými operáciami.** Dve trojročné dlhodobejšie refinančné operácie, ktoré boli splatné v predchádzajúcom sledovanom období a nižšia účasť na pravidelných operáciách

<sup>4</sup> K dispozícii na stránke [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj\\_jol\\_2014\\_168\\_r\\_0015\\_en\\_txt.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_168_r_0015_en_txt.pdf)

(hlavných refinančných operáciách a trojmesačných dlhodobějších refinančných operáciách) boli v tomto sledovanom období v priemere kompenzované sumami pridelenými cieľovými dlhodobějšími refinančnými operáciami. Zatiaľ čo sa priemerné nesplatené sumy cieľových dlhodobějších refinančných operácií zvýšili o 87,9 mld. €, priemer hlavných refinančných operácií poklesol o 41,0 mld. €, priemer trojmesačných dlhodobějších refinančných operácií poklesol o 6,3 mld. € a priemer trojročných dlhodobějších refinančných operácií (ktorý v predchádzajúcom sledovanom období dosahoval 38,6 mld. €) poklesol na nulu.

**Priemerný objem likvidity dodanej prostredníctvom portfólia priamych obchodov sa zvýšil o 163,4 mld. € na 424,0 mld. € v dôsledku vykonávania rozšíreného programu nákupu aktív.** Nárast priemernej likvidity dodanej prostredníctvom nákupu cenných papierov verejného sektora, tretieho programu nákupu krytých dlhopisov a programu nákupu cenných papierov krytých aktívami (ktoré sa zvýšili zodpovedajúco o 135,4 mld. €, 31,7 mld. € a 3,7 mld. €) bol viac ako kompenzovaný poklesom spôsobeným splatnosťou niektorých dlhopisov v držbe v rámci programu pre trhy s cennými papiermi a predchádzajúcich dvoch programov nákupu krytých dlhopisov.

## Nadbytočná likvidita

**Nadbytočná likvidita počas sledovaného obdobia ďalej rástla, pričom v priemere dosiahla 329,2 mld. €, v dôsledku programu nákupu aktív a cieľových dlhodobějších refinančných operácií.** Tento nárast bol viac-menej rovnomerný počas dvoch udržiavacích období, pričom zodpovedajúco predstavoval 73,0 mld. € a 79,2 mld. €. Zatiaľ čo mesačné nákupy v rámci programu nákupu aktív podporovali nepretržitý rastúci trend nadbytočnej likvidity, výkyvy autonómnych faktorov mohli prispievať k výrazným fluktuáciám okolo tohto trendu v rámci udržiavacej periódy.

**Priemerné denné zostatky na bežných účtoch sa zvýšili o 95,8 mld. € na 339,4 mld. € z dôvodu vyššej úrovne nadbytočnej likvidity.** Priemerný objem jednoduchých sterilizačných operácií tak isto ďalej vzrástol, z 55,5 mld. € na 101,3 mld. €. Priemerný objem jednoduchých sterilizačných operácií vyjadrený podielom na nadbytočnej likvidite sa zvýšil len mierne, na 46 %, v porovnaní so 42 % v predchádzajúcom sledovanom období.

## Vývoj úrokových mier

**Úrokové sadzby peňažného trhu v sledovanom období ďalej klesali odrážajúc tak nárast nadbytočnej likvidity a rastúce akceptovanie obchodovania za záporné úrokové sadzby.** Sadzba EONIA sa v priemere udržiavala na -0,098 % v tretej udržiavacej perióde a -0,119 % v štvrtej udržiavacej perióde v porovnaní s priemerom -0,045 % v predchádzajúcom sledovanom období. V segmente trhu so zabezpečenými nástrojmi poklesli jednoduché úrokové sadzby na úrovne blízke



## Stav likvidity v Eurosysteme

	od 22. apríla do 21. júla		od 28 januára do 21. apríla		4. udržiavacia perióda		3. udržiavacia perióda	
<b>Pasíva – potreba likvidity (priemer; mld. €)</b>								
<b>Autonómne faktory likvidity</b>	<b>1,690,3</b>	<b>(+88,7)</b>	<b>1,601,6</b>	<b>1,696,2</b>	<b>(+11,0)</b>	<b>1,685,2</b>	<b>(+58,0)</b>	
Bankovky v obehu	1,034,5	(+23,8)	1,010,7	1,042,7	(+15,3)	1,027,4	(+11,5)	
Vklady ústrednej štátnej správy	85,6	(+19,5)	66,1	96,3	(+19,8)	76,5	(+6,3)	
Ostatné autonómne faktory	570,2	(+45,4)	524,8	557,1	(-24,2)	581,3	(+40,3)	
<b>Nástroje menovej politiky</b>								
Bežné účty	339,4	(+95,8)	243,6	381,4	(+78,0)	303,4	(+41,6)	
Povinné minimálne rezervy	111,2	(+0,9)	109,1	112,3	(+1,9)	110,3	(-0,2)	
Jednodňové sterilizačné operácie	101,3	(+45,8)	55,5	103,1	(+3,4)	99,7	(+31,1)	
Jemné dolaďovacie operácie na stiahnutie likvidity	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
<b>Aktíva – ponuka likvidity (priemer; v mld. €)</b>								
<b>Autonómne faktory likvidity</b>	<b>1,193,8</b>	<b>(+65,1)</b>	<b>1,128,7</b>	<b>1,183,2</b>	<b>(-19,8)</b>	<b>1,203,0</b>	<b>(+40,8)</b>	
Čisté zahraničné aktíva	649,8	(+42,2)	607,6	642,9	(-12,8)	655,7	(+29,8)	
Čisté aktíva v eurách	544,1	(+22,9)	521,1	540,3	(-7,0)	547,3	(+11,0)	
<b>Nástroje menovej politiky</b>								
Operácie na voľnom trhu	937,2	(+165,3)	771,9	997,5	(+111,9)	885,6	(+90,0)	
Uskutočnené operácie vo forme tendrov	513,2	(+2,0)	511,2	525,7	(+23,2)	502,5	(-2,4)	
Hlavné refinančné operácie	89,7	(-41,0)	130,7	82,4	(-13,4)	95,9	(-23,0)	
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	90,5	(-6,3)	96,9	83,8	(-12,6)	96,3	(-12,1)	
Dlhodobejšie refinančné operácie so splatnosťou tri roky	0,0	(-38,6)	38,6	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Cielené dlhodobejšie refinančné operácie	333,0	(+87,9)	245,1	359,5	(+49,2)	310,3	(+32,6)	
Portfólia priamych obchodov	424,0	(+163,4)	260,7	471,8	(+88,6)	383,1	(+92,6)	
Prvý program nákupu krytých dlhopisov	24,4	(-2,1)	26,5	23,3	(-2,0)	25,3	(-0,7)	
Druhý program nákupu krytých dlhopisov	11,1	(-0,8)	11,9	10,8	(-0,5)	11,3	(-0,2)	
Tretí program nákupu krytých dlhopisov	87,1	(+31,7)	55,4	95,1	(+14,9)	80,2	(+16,7)	
Program pre trhy s cennými papiermi	136,6	(-4,5)	141,1	134,6	(-3,7)	138,3	(-2,5)	
Program nákupu cenných papierov krytých aktívami	7,5	(+3,7)	3,8	8,8	(+2,4)	6,4	(+1,7)	
Program nákupu aktív verejného sektora	157,4	(+135,4)	22,0	199,1	(+77,5)	121,6	(+77,6)	
Jednodňové refinančné operácie	0,2	(-0,1)	0,3	0,3	(+0,2)	0,1	(-0,1)	
<b>Ostatná likvidita – základné informácie (priemer; v mld. €)</b>								
Celková potreba likvidity	606,8	(+24,6)	582,2	622,9	(+29,9)	593,0	(+17,2)	
Autonómne faktory	496,8	(+23,7)	473,1	513,3	(+30,7)	482,6	(+17,4)	
Nadbytočná likvidita	329,2	(+139,5)	189,7	371,9	(+79,2)	292,7	(+73,0)	
<b>Vývoj úrokových mier (%)</b>								
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	-0,107	(-0,063)	-0,045	-0,119	(-0,021)	-0,098	(-0,037)	

Zdroj: ECB.

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

úrokovej sadzbe jednodňových sterilizačných operácií. Konkrétne priemerné úrokové sadzby jednodňových repo obchodov na trhu GC Pooling<sup>5</sup> poklesli na -0,18 % pri štandardnom koši kolaterálov a -0,17 % pri rozšírenom koši kolaterálov, čo bolo o 5, resp. 7 bázických bodov menej ako v predchádzajúcom sledovanom období.

<sup>5</sup> Trh GC Pooling umožňuje, aby sa s dohodami o spätnom odkúpení obchodovalo na platforme Eurex voči štandardizovanému košu kolaterálov.

## Box 3

# Transakcie uskutočnené cez TARGET2 a ich využitie pri analýze peňažného trhu jednoduchých nezabezpečených nástrojov

**Štruktúrované údaje o transakciách nie sú vo všeobecnosti ešte stále dostupné, i napriek významu peňažných trhov.** Jednoduché transakcie sa uskutočňujú na mimoburzovom trhu a pri ich zaznamenávaní sa niekoľko málo obchodných platforiem obvykle zameriava na určité jurisdikcie. Denné údaje za eurozónu o poskytovaní nezabezpečených jednoduchých úverov sa zhromažďujú od skupiny referenčných bánk a vážený priemer ich úrokových sadzieb slúži na výpočet sadzby EONIA (euro overnight index average), ktorá je referenčnou sadzbou pre segment trhu s nezabezpečenými jednoduchými nástrojmi. Údaje od referenčných bánk sa však netýkajú jednotlivých transakcií, ale ide o denné súhmy nimi poskytovaných úverov. Od polovice roka 2016 sa budú údaje o transakciách peňažného trhu za eurozónu zhromažďovať podľa nariadenia o štatistickom vykazovaní peňažných trhov; v súlade s ním bude na začiatku štatistické údaje poskytovať 53 bánk.<sup>1</sup>

**TARGET2 (transeurópsky automatizovaný expresný systém hrubého zúčtovania platieb v reálnom čase) je bezkonkurenčným zdrojom štruktúrovaných denných údajov o peňažnom trhu.** Zatiaľ čo údaje o jednoduchých nezabezpečených úveroch nie sú v systéme TARGET2 priamo dostupné, dá sa k nim dopracovať skríningom súboru transakcií, ktoré prebehli cez platobný systém pri zúčtovaní protistrán medzibankového úveru.<sup>2</sup> Táto metóda sa už dávno používa po celom svete a umožňuje rekonštruovať významnú časť pohybov na peňažnom trhu s jednoduchými nezabezpečenými nástrojmi.

Veľké pokrytie medzibankového trhu v systéme TARGET2 umožňuje získanie komplexného obrazu o peňažnom trhu s jednoduchými nezabezpečenými nástrojmi. Analýza na základe údajov zo systému TARGET2 ťaží z veľkého počtu bánk, ktoré sú jeho účastníkmi (približne 1 000).<sup>3</sup> Aj napriek tomu, že určitá malá časť obchodov na trhu s jednoduchými nástrojmi sa zúčtováva privátne, mimo systému TARGET2, údaje z tohto systému poskytujú takmer presný obraz o trhu eurozóny s jednoduchými nástrojmi. Svedčí o tom skutočnosť, že celkový objem poskytnutých úverov zistený pomocou údajov zo systému TARGET 2 za druhý štvrtrok 2014 je vo veľkej miere podobný objemu, ktorý sa zistil počas prieskumu eurových peňažných

<sup>1</sup> Nariadenie (EÚ) č. 1333/2014 Európskej centrálnej banky z 26. novembra 2014 o štatistike peňažných trhov (ECB/2014/48), [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj\\_jol\\_2014\\_359\\_r\\_0006\\_en\\_txt.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_359_r_0006_en_txt.pdf)

<sup>2</sup> Bližšie informácie sú v boxe Using TARGET2 payment data to analyse money market conditions (Využívanie platobných údajov TARGET2 na analýzu podmienok peňažného trhu), *Monthly Bulletin*, máj 2013 alebo v správe siete pre makroprudenciálny výskum Macro-prudential Research Network (MaRs): <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr040308.en.html>

<sup>3</sup> Okrem toho každá transakcia v systéme TARGET2 obsahuje rovnaké polia a informácie, ktoré umožňuje porovnateľnosť. Výročná správa o systéme TARGET za rok 2014: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150601.en.html>

trhov (2,0 bil. €)<sup>4</sup>, ktorý zachytáva obchodovanie nezávisle na systéme TARGET2, ale pokrýva omnoho menší počet bánk (154).

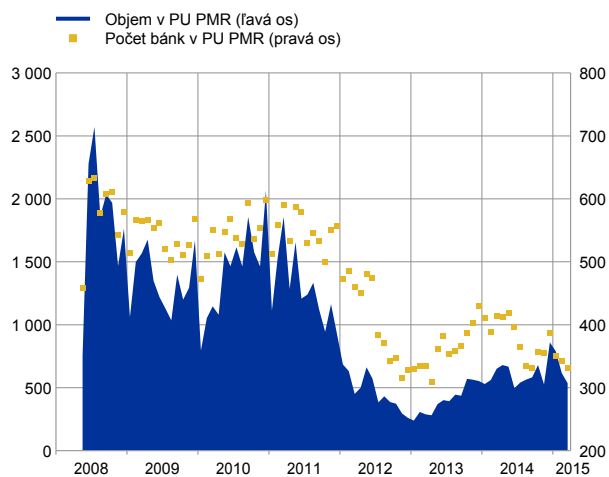
### Súhrnná štatistika peňažného trhu s jednodňovými nezabezpečenými nástrojmi zostavená z údajov zo systému TARGET2 potvrdila dobre známe vývojové trendy súvisiace s krízou.

Peňažný trh s jednodňovými nezabezpečenými nástrojmi napríklad poklesol z maxima 2,5 bil. €, ktoré dosiahol v perióde udržiavania povinných minimálnych rezerv v polovici roka 2008, na tesne nad 0,5 bil. € v čase zúčtovania druhej trojročnej dlhodobejšej refinančnej operácie v marci 2012. Celkový počet bánk aktívne pôsobiacich na trhu s jednodňovými nezabezpečenými úvermi v uvedenej perióde udržiavania povinných minimálnych rezerv poklesol do júna 2015 na približne 330 z maximálneho počtu približne 600 v auguste 2008 (graf A). Zároveň sa na peňažnom trhu objavili zjavné známky napätia z vývoja úrokových sadzieb. V priebehu času sa napríklad výrazne menil priemerný spread medzi úrokovými sadzbami za jednodňové finančné prostriedky peňažného trhu a sadzbou jednodňových sterilizačných operácií. Po poklese až takmer na úroveň sadzby jednodňových sterilizačných operácií po zavedení tendrov s pevnou úrokovou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov a s tým súvisiacim nárastom nadbytočnej likvidity dosahoval tento spread sporadicky aj vysoké hodnoty, najmä počas dlhovej krízy niektorých štátov v eurozóne, ktorá sa začala na jar 2010 (graf B).

**Graf A**

Objem jednodňových nezabezpečených úverov peňažného trhu a počet bánk

(v mld. EUR; počet bánk)

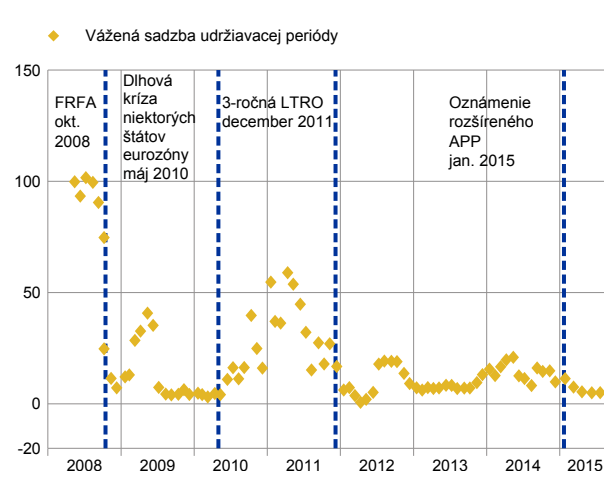


Zdroj: TARGET2 a výpočty ECB.  
Poznámka: Údaje sú počítané na úrovni periód udržiavania povinných minimálnych rezerv (PU PMR).

**Graf B**

Vážené priemerné spready jednodňových sadzieb

(percentuálne body)



Zdroj: TARGET2 a výpočty ECB.  
Poznámka: Údaje sú počítané na úrovni periód udržiavania povinných minimálnych rezerv. Spread jednodňovej sadzby je voči sadzbe jednodňových sterilizačných operácií. FRFA = pevná sadzba, neobmedzený objem pridelených prostriedkov. APP = program nákupu aktív.

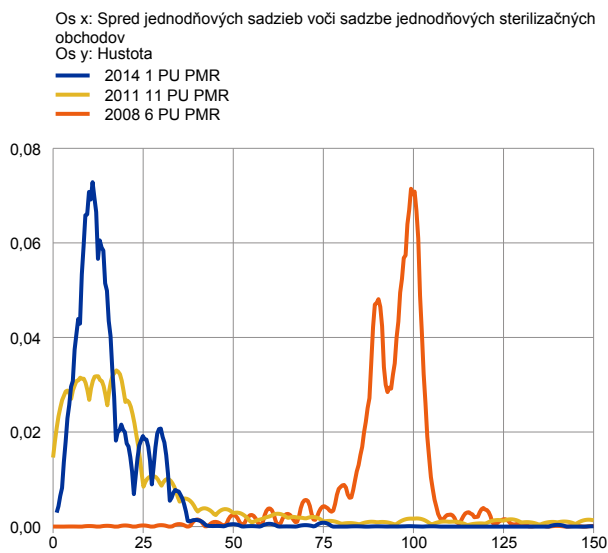
**Údaje o peňažnom trhu získané z transakcií uskutočnených prostredníctvom systému TARGET2 poskytujú aj informácie o rozptyle sadzieb a objemov medzi jednotlivými bankami.** Graf C znázorňuje objemovo vážené jadrové hustoty spreadu medzi jednodňovými sadzbami a sadzbou jednodňových

<sup>4</sup> Prieskum a štúdia eurového peňažného trhu: <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>

## Graf C

### Distribúcia spreadu jednodňových sadzieb vo vybraných periódach

(percentuálne body)



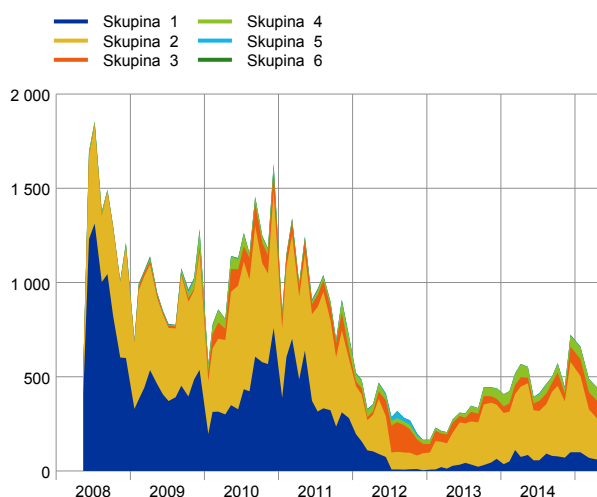
Zdroj: TARGET2 a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje sú počítané na úrovni periód udržiavania povinných minimálnych rezerv (PU PMR). Spread jednodňovej sadzby je voči sadzbe jednodňových sterilizačných obchodov.

## Graf D

### Objem prijatých jednodňových úverov podľa skupín úverových rizík

(v mld. EUR)



Zdroj: TARGET2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's a výpočty ECB.  
Poznámka: Údaje sú počítané na úrovni periód udržiavania povinných minimálnych rezerv.

sterilizačných operácií vo vybraných obdobiach. V polovici roka 2008 sa väčšina obchodov uskutočňovala s úrokovými sadzbami blízкими úrokovej sadzbe hlavných refinančných operácií (so spreadom 100 bázických bodov) v rámci tendrov s pohyblivou sadzbou a v rokoch 2011 a 2014 so sadzbami blízкими sadzbe jednodňových sterilizačných obchodov, s nadbytkom likvidity rezultujúcim z tendrov s neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov. Tieto hustoty však odhalili aj značný rozptyl úrokových sadzieb v rôznych časových obdobiach, s obzvlášť veľkým rozptylom smerom k vyšším spreadom koncom roka 2011, keď vrcholila dlhová kríza niektorých štátov eurozóny.<sup>5</sup>

**Jednotlivé údaje o transakciách bánk možno dať do súvislosti s charakteristikami obchodujúcich bánk, ako je ich veľkosť, zemepisná poloha alebo úverové riziko, a tak lepšie pochopiť vývoj na trhu jednodňových nezabezpečených úverov.** S cieľom vysvetliť rozptyl úrokových sadzieb boli údaje zo systému TARGET2 konfrontované s úverovými ratingmi obchodujúcich bánk. Na tento účel boli ratingy štyroch agentúr<sup>6</sup> zaradené do šiestich skupín úverových rizík, a to od skupiny s najnižším rizikom (1) po skupinu s najvyšším rizikom (6), ako je uvedené v tabuľke. Do skupín úverových rizík sú zaradené tak banky, ktoré si požičiavajú, ako aj banky, ktoré poskytujú úvery.<sup>7</sup>

<sup>5</sup> Keďže hustoty sú vážené podľa objemu a objemy obchodov pri väčších spreadoch sú relatívne malé, hustota v plnom rozsahu nezachytáva rozptyl úrokových sadzieb.

<sup>6</sup> Štyri externé ratingové agentúry, ktoré akceptuje Eurosystem, sú DBRS, Fitch Ratings, Moody's and Standard & Poor's.

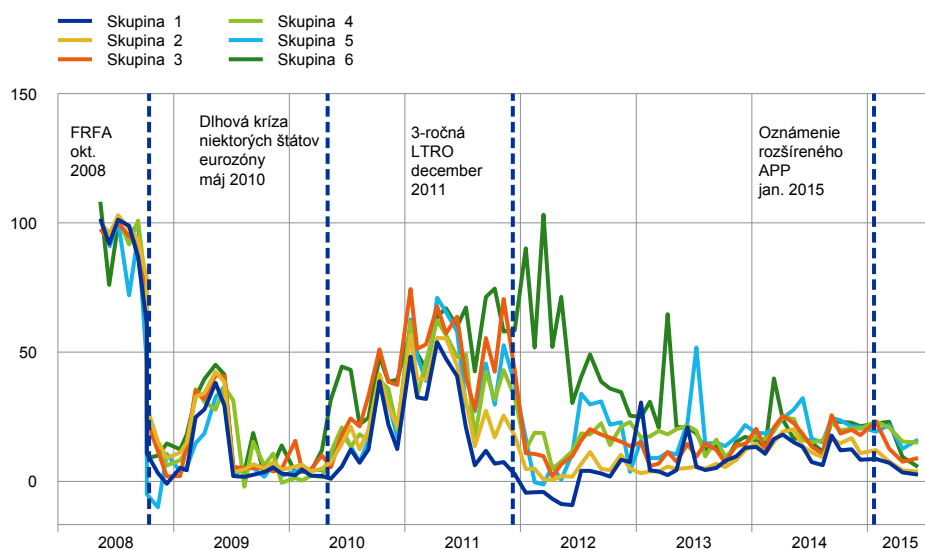
<sup>7</sup> Zaradenie do určitej skupiny úverového rizika na základe dostupnosti aspoň jedného dlhodobjšieho ratingu. Keď je k dispozícii dva alebo viac ratingov, skupina sa určí podľa priemeru ratingov po ich prevedení do číselnej stupnice. Počet bánk zastúpených v jednotlivých skupinách nie je homogénny, pretože odráža reprezentatívnosť jednotlivých skupín v eurozóne. Časom môžu banky prejsť do inej skupiny v dôsledku zmeny ratingu. Bližšie údaje sú aj v tabuľke.

**Súvislosť s úverovým ratingom poukazuje na to, že objem obchodov vo veľkej miere závisí od úverového rizika bánk, ktoré si požičiavajú prostriedky.** V grafe D je znázornené členenie celkového objemu úverov podľa skupín úverového rizika<sup>8</sup>. Banky s najvyšším úverovým ratingom (skupina 1) výrazne znížili do konca roka 2012 objemy vypožičiavaných prostriedkov, a to minimálne z dvoch hlavných dôvodov. Po prvé sa vie, že skupina bánk, ktoré nemajú problémy, naakumulovala veľké množstvo nadbytočnej likvidity, a preto ich potreba požičiavať si bola nižšia, aj napriek tomu, že mali prístup na trh. Po druhé, úverové ratingy významnej časti bánk sa počas finančnej krízy znížili, v dôsledku čoho mohlo dôjsť k presunom bánk a objemov nimi poskytnutých úverov do novej skupiny úverového rizika. Presuny medzi skupinami úverových rizík však samé o sebe nemôžu vysvetliť zníženie celkového objemu za všetky banky. Okrem toho si banky s nižším ratingom (skupiny 2 a 3) udržiavali objemy prijatých úverov pod kontrolou počas celého obdobia. Berúc do úvahy vyššiu potrebu likvidity takýchto bánk, tieto obmedzené objemy odrážajú skutočnosť, že banky sa asi snažili získať finančné prostriedky inde, teda s dlhšou splatnosťou, v segmente trhu so zabezpečenými nástrojmi, a to od nebankových protistrán alebo od Eurosystemu. Skutočnosť, že v posledných rokoch vzrástol význam trhu so zabezpečenými nástrojmi, mohla tak isto čiastočne prispieť k substitúcii obchodovania s nezabezpečenými nástrojmi.<sup>9</sup>

**Rozptyl úrokových sadzieb je tak isto podmienený úverovým rizikom protistrany, pričom spready medzi skupinami úverových ratingov bánk sa časom menia.** V grafe E sú znázornené priemerné vážené úrokové sadzby úverov podľa skupín úverového rizika. Banky s nižším ratingom platia vo všeobecnosti vyššie úrokové sadzby, čo čiastočne vysvetľuje rozptyl úrokových sadzieb, ktorý sa zaznamenal na grafe C. Z grafu E je však zároveň zjavné, že počas rokov 2008 až

**Graf E**  
Spread jednodňových úverov podľa skupín úverových rizík

(v mld. EUR)



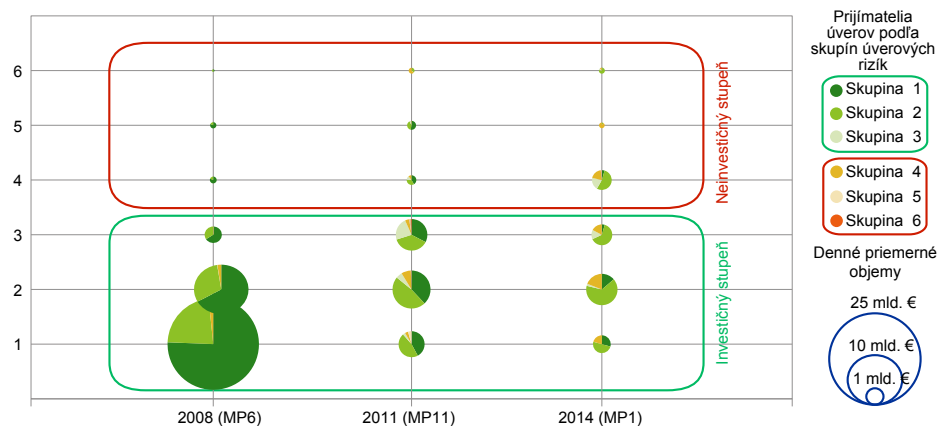
Poznámka: Údaje sú počítané na úrovni periód udržiavania povinných minimálnych rezerv. Spread jednodňovej sadzby sa vykazuje voči sadzbe jednodňových sterilizačných obchodov. FRFA = pevná sadzba, neobmedzený objem pridelených prostriedkov. APP = program nákupu aktív.

<sup>8</sup> Podiel celkového objemu úverov bánk nezaraďovaných do vzorky na celkovom objeme úverov je približne 25 %. Tento podiel zostáva v priebehu času relatívne stály, a preto nemá na vzorku žiadny vplyv.

<sup>9</sup> Prieskum a štúdia eurového peňažného trhu: <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>

## Graf F

Objemy poskytnutých a prijatých jednodňových úverov podľa skupín úverových rizík



Zdroj: TARGET2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's a výpočty ECB.  
Poznámka: Veľkosť kruhu reprezentuje priemerné denné objemy poskytnutých úverov. Časti kruhu predstavujú prijaté úvery za jednotlivé skupiny úverových rizík. Údaje sú získané z transakcií zmluvných strán identifikovaných v databáze TARGET2, ktoré majú aspoň jedno verejné ratingové hodnotenie.

## Definícia skupín úverového rizika

	Rozsah tried podľa ratingových agentúr (dlhodobé ratingy)				Stupeň	Harmonizovaná ratingová stupnica Euro systému pre ECAI
	DBRS	Fitch Ratings	Moody's	Standard & Poor's		
Skupina 1	AAA až AA (nízka)	AAA až AA-	Aaa až Aa3	AAA až AA	INVESTIČNÝ	CQS1
Skupina 2	A (vysoká) až A (nízka)	A+ až A-	A1 až A3	A+ až A-		CQS2
Skupina 3	BBB (vysoká) až BBB (nízka)	BBB+ až BBB-	Baa1 až Baa3	BBB+ až BBB-		CQS3
Skupina 4	BB (vysoká) až BB (nízka)	BB+ až BB-	Ba1 až Ba3	BB+ až BB	NEINVESTIČNÝ	
Skupina 5	B (vysoká) až B (nízka)	B+ až B-	B1 až B3	B+ až B-		
Skupina 6	CCC (vysoká) až D	CCC+ až D	Caa1 až D	CCC+ až D		

Zdroj: TARGET2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's a výpočty ECB.  
Poznámka: CQS (stupeň kreditnej kvality) odkazuje na Harmonizovanú ratingovú stupnicu Euro systému pre ECAI (externé ratingové agentúry). Podrobnejšie informácie sú v boxe Eurosystem credit assessment framework for monetary policy operations (Rámec Euro systému pre hodnotenie kreditného rizika pre operácie menovej politiky) v Mesačnom bulletin ECB z apríla 2014.

2010 a 2014 až 2015 bol rozptyl medzi priemernými úrokovými sadzbami jednotlivých skupín úverových rizík malý. Z toho je zjavné, že banky s obmedzenými prístupom na trh nemajú vplyv na celkové sadzby na peňažnom trhu s nezabezpečenými nástrojmi, pretože často musia získavať likviditu z iných zdrojov, ako už bolo uvedené. Značné rozdiely úrokových sadzieb medzi jednotlivými skupinami úrokových sadzieb sa objavili až od konca roka 2011 a začiatkom roka 2012, ale to len pri malých objemoch rizikovejších dlžníkov. Na nezabezpečenom medzibankovom trhu môžu získať finančné prostriedky len banky, ktoré sú do určitej miery vnímané ako kvalitné.

### Na trhu jednodňových nástrojov dominujú pri poskytovaní úverov banky s ratingom investičného stupňa.

Na grafe F je znázornené členenie objemov jednodňových prijatých a poskytnutých úverov podľa skupín úverových rizík, ktorý spolu s grafom D dopĺňa informácie o zdroji finančných informácií v troch udržiavacích periódach. Ukazuje, že v roku 2008 sa väčšina obchodov uskutočnila medzi bankami s najvyšším ratingom (skupina 1), ale že ich objem po roku 2008 poklesol, pretože dopyt týchto bánk v prostredí nadbytočnej likvidity oslabil. Väčšina ponuky však ostala v rukách bánk s ratingom investičného stupňa, ktoré v roku 2011 a v roku 2014 poskytli obmedzené objemy úverov rozličným bankám s nižším ratingom.



## Box 4

# Uverejňovanie zostatkov v systéme TARGET

**Začínajúc tento mesiac ECB bude mesačne uverejňovať zostatky jednotlivých národných centrálnych bánk (NCB) eurozóny v systéme TARGET<sup>1</sup>.** Tieto údaje budú súčasťou databázy štatistických údajov ECB (Statistic Data Warehouse – SDW), v časti týkajúcej sa bilančnej štatistiky peňažných finančných inštitúcií.<sup>2</sup> Uverejňovanie jednotlivých zostatkov v systéme TARGET je súčasťou záväzku ECB vystupovať transparentne. V tomto boxe sa stručne vysvetľuje, čo sú to zostatky v systéme TARGET a aké faktory majú vplyv na ich vývoj.<sup>3</sup>

**Zostatky v systéme TARGET sú čisté pohľadávky a záväzky NCB eurozóny voči ECB, ktoré sú výsledkom cezhraničného zúčtovania platieb príslušných sektorov národných bánk alebo samotných NCB na účtoch vedených v centrálnej banke, a ktoré sa vykonávajú prostredníctvom spoločného platobného systému eurozóny, známy ako TARGET.**<sup>4</sup> Keď banka uskutoční platbu inej banke prostredníctvom systému TARGET, platba sa zaúčtuje na ťarchu bežného účtu banky platiteľa v národnej centrálnej banke tejto banky a pripíše sa na bežný účet banky príjemcu v národnej centrálnej banke tejto banky. Ak obe banky majú svoje bežné účty v tej istej NCB, transakcia nemá žiadny čistý vplyv na súhrnný účet bánk v NCB a nemá žiadny vplyv na zostatky v systéme TARGET. V prípade cezhraničnej transakcie však NCB banky platiteľa zaznamená zníženie zostatku na účte tejto banky v danej NCB a NCB banky príjemcu zaznamená zvýšenie zostatku na účte banky príjemcu. Tieto pozície sa vyrovnávajú vznikom záväzku prvej NCB v systéme TARGET voči pohľadávke druhej NCB v systéme TARGET. Záväzky a pohľadávky v systéme TARGET sú i výsledkom cezhraničných transakcií samotných NCB, akými sú nákup alebo predaj cenných papierov držaných na investičné účely. Na konci každého dňa sa tieto pohľadávky a záväzky v rámci Eurosystemu spočítajú a navzájom sa zúčtujú v rámci Eurosystemu. Výsledkom je, že každá NCB má voči ECB v systéme TARGET jednu bilaterálnu pozíciu vo forme kladného alebo záporného zostatku. Systém je navrhnutý tak, aby všetky zostatky v systéme TARGET (vrátane zostatku ECB) spolu dávali nulu.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> TARGET je skratka pre transeurópsky automatizovaný expresný systém hrubého zúčtovania platieb v reálnom čase (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System). Súčasný systém sa nazýva TARGET2. Tento nový systém v máji 2008 v plnom rozsahu nahradil systém TARGET. Pre zjednodušenie v tomto boxe oba systémy uvádzame ako TARGET.

<sup>2</sup> Údaje sa zverejňujú v prvý pracovný deň každého mesiaca s časovým posunom jeden mesiac. Bližšie údaje sú na internetovej stránke ECB: Monetary and financial statistics › TARGET balances of participating NCBS.

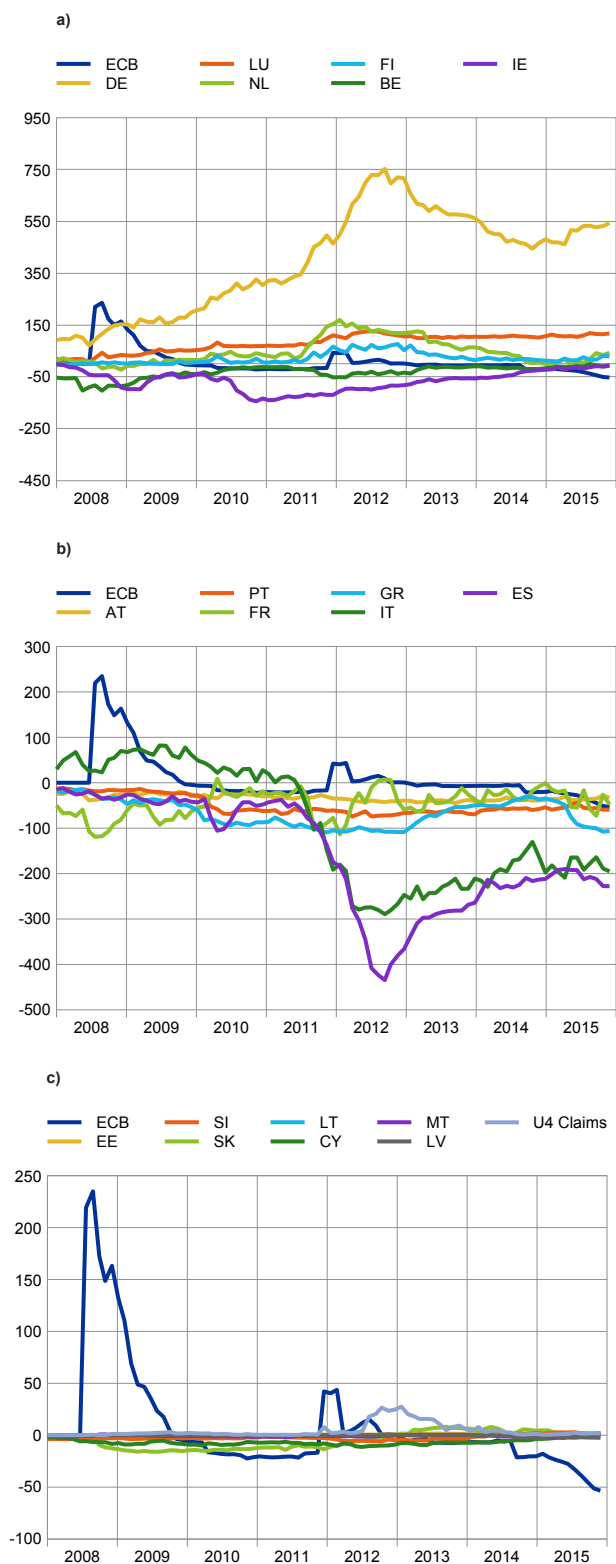
<sup>3</sup> Bližšie informácie sú uvedené v článku Zostatky v systéme TARGET a operácie menovej politiky, vo vydaní *Mesačného bulletinu* ECB z apríla 2013.

<sup>4</sup> Niekoľko NCB z Európskej únie, ktoré nepatria do eurozóny, sa do systému TARGET zapojilo dobrovoľne. Tento článok sa zameriava na krajiny eurozóny.

<sup>5</sup> Zostatok ECB v systéme TARGET voči NCB, ktorý je znázornený na grafe, odráža čistý výsledok započítania pohľadávok a záväzkov, ktoré vyplývajú z činností vykonávaných priamo ECB, napríklad v rámci swapových dohôd na dodanie likvidity v amerických dolároch a eurách.

## Graf Zostatky TARGET

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB

Poznámka: NBS mimo eurozóny predstavujú pohľadávky tých NCB z EÚ, ktoré nepatria do eurozóny, a ktoré sa zapojili do systému TARGET dobrovoľne. NCB v tejto skupine sa pripájali do systému v rôznych časoch. Od januára 2015 ide o Bulharsko, Dánsko, Poľsko a Rumunsko.

## Tieto zostatky v systéme TARGET sú normálnou vlastnosť decentralizovaného výkonu menovej politiky v eurozóne.

Odrážajú cezhraničné finančné toky v rámci eurozóny, ktoré vyplývajú z cezhraničných finančných transakcií v prevažnej miere iniciovaných súkromnými inštitúciami a z výsledného cezhraničného rozdelenia likvidity centrálnych bánk. Jednotlivé pohľadávky a záväzky NCB v systéme TARGET voči ECB a ECB voči NCB preto existujú už od začiatku Hospodárskej a menovej únie. Suma všetkých pohľadávok v súvahách NCB eurozóny dosahovala do polovice roka 2007 približne 100 mld. EUR.

## Výskyt veľkých zostatkov v systéme TARGET počas krízy vo veľkej miere odráža rozdelenie bezhotovostnej likvidity centrálnych bánk v rámci Eurosystemu.

Eurosystem vykonáva svoju menovú politiku decentralizovaným spôsobom, pričom agregovaná dodávka likvidity Eurosystemom prostredníctvom národných centrálnych bánk zodpovedá celkovej potrebe likvidity bankového sektora eurozóny. Likvidita sa môže v rámci bankových sektorov prerozdeliť prostredníctvom medzibankového trhu eurozóny. Počas krízy sa potreba likvidity bánk eurozóny značne zvýšila, avšak s výrazným rozptylom medzi krajinami. V danom čase sa aktivita na medzibankových trhoch výrazne znížila, čo bránilo rozdeľovaniu likvidity prostredníctvom súkromných trhov. Od začiatku krízy Eurosystem uspokojoval potreby likvidity bankového sektora eurozóny poskytovaním veľkého množstva nadbytočnej likvidity prostredníctvom refinančných operácií. Od októbra 2008 Eurosystem v plnom rozsahu uspokojoval dopyt bánk po centrálno-bankovej likvidite v rámci tendrov s pevnou úrokovou sadzbou s neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov, s podmienkou dostatku akceptovateľného kolaterálu.

## Významný nárast využívania finančných prostriedkov centrálnej banky počas krízy a jeho nerovnomerné rozdelenie medzi krajinami súviseli s príslušným nárastom pohľadávok a záväzkov v systéme TARGET.

Tie do konca roka 2012 rástli (graf) v dôsledku toho, že banky v niektorých krajinách čelili odlevu platieb spojenom s obmedzeným prístupom na trhy s krátkodobými finančnými prostriedkami, zatiaľ čo banky v ostatných krajinách profitovali z veľkého prílevu finančných prostriedkov. Následne, keď sa podmienky financovania prostredníctvom trhu začali

postupne zlepšovať a využívanie refinančných operácií Eurosystemu bankami pokleslo, zostatky v systéme TARGET vo všeobecnosti v absolútnom vyjadrení poklesli. Opäť sa začali mierne zvyšovať koncom roka 2014, čo bolo odrazom relatívne vyššej účasti bánk z niektorých krajín, ktoré mali záväzky v systéme TARGET, na ciele dlhodobějších refinančných operáciách, ktoré sa začali uskutočňovať v júni 2014, keďže tieto operácie boli pre zmluvné strany prítlačivejšie. Rozšírený program nákupu aktív, ktorý sa začal v marci 2015, môže mať vplyv na zostatky v systéme TARGET v prípade, keď kupujúca a predávajúca strana sú z rôznych jurisdikcií, čo by mohlo vysvetľovať najnovší vývoj.

**Interpretácia zostatkov v systéme TARGET v rámci integrovaného finančného systému akým je eurozóna si vyžaduje obozretnosť.** Tieto zostatky napríklad odrážajú prevody peňazí medzi veľkými cezhraničnými bankovými skupinami, keď potreba centrálnobankových peňazí sa uspokojí centrálnou, prostredníctvom iba jednej NCB, a potom sa prostriedky prerozdeľujú medzi členov skupiny prostredníctvom systému TARGET. Tieto zostatky odrážajú aj toky platieb spôsobené ďalšími účastníkmi.<sup>6</sup> Ďalšie faktory, ktoré zdôrazňujú potrebu opatrnosti pri interpretácii, zahŕňajú rozdielne preferencie krajín eurozóny vo vzťahu k držbe bankoviek a prístup bánk mimo Európskej hospodárskej oblasti k nástrojom menovej politiky Eurosystemu prostredníctvom dcérskych spoločností v krajine zapojenej do systému TARGET.<sup>7</sup> Okrem toho môžu mať na zostatky v systéme TARGET vplyv aj cezhraničné nákupy cenných papierov v rámci programu nákupu aktív, čo však nemusí bezpodmienečne znamenať finančnú napätosť. Preto zostatky v systéme TARGET neposkytujú úplný obraz o čistých finančných tokoch medzi krajinami, a ich cieľom ani nie je takýto obraz poskytnúť.

---

<sup>6</sup> Inštitúcia zriadená v niektorej krajine Európskeho hospodárskeho priestoru, ktorá sa nezapojila do systému TARGET (napr. banka so sídlom v Spojenom kráľovstve), si môže otvoriť účet v inej NCB podľa vlastného výberu, ktorá je zapojená do systému TARGET.

<sup>7</sup> Bližšie informácie sú uvedené v boxe s názvom TARGET2 balances of national central banks in the euro area (Zostatky národných centrálnych eurozóny v systéme TARGET2), vo vydaní *Mesačného bulletinu* ECB z októbra 2011.

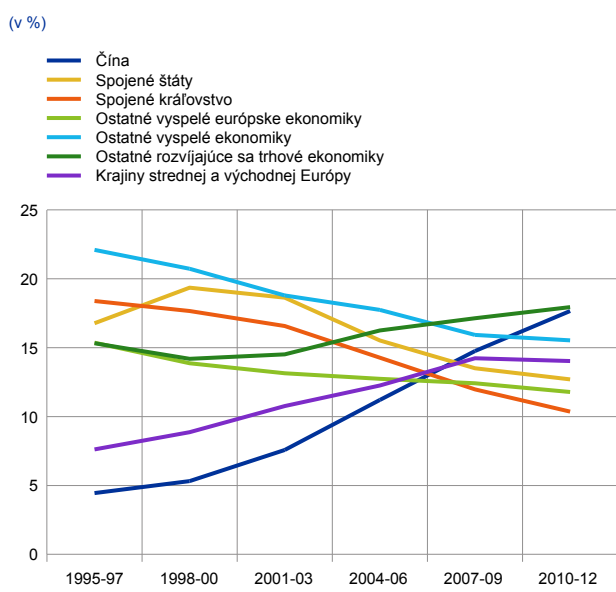
## Box 5

# Revidované zahranično-obchodné váhové koeficienty efektívneho výmenného kurzu eura odrážajú rastúci význam rozvíjajúcich sa trhových ekonomík

ECB nedávno aktualizovala váhové koeficienty zahraničného obchodu, pomocou ktorých sa určujú efektívne výmenné kurzy (EER) eura. Tieto aktualizácie sa uskutočňujú každé tri roky a ich cieľom je včas zachytiť strednodobé zmeny objemov zahraničného obchodu eurozóny.<sup>1</sup> V rámci poslednej revízie, ktorá sa uskutočnila v auguste 2015, boli do údajového radu doplnené priemerné váhové koeficienty zahraničného obchodu v rokoch 2010 až 2012 a váhové koeficienty za predchádzajúce obdobie (1995 až 2009) boli aktualizované podľa revidovaných objemov obchodnej výmeny v danom čase.

### Graf A

Vývoj váhových koeficientov skupiny obchodných partnerov EER-38



Zdroj: ECB.

Poznámky: Medzi ostatné vyspelé európske ekonomiky je zahrnuté Dánsko, Nórsko, Švédsko a Švajčiarsko; ostatné vyspelé ekonomiky sú Austrália, Kanada, Hongkong, Island, Izrael, Japonsko, Kórea, Nový Zéland, Singapur a Taiwan; medzi krajiny SVE patria Bulharsko, Chorvátsko, Česká republika, Maďarsko, Poľsko a Rumunsko a medzi ostatné rozvíjajúce sa trhové ekonomiky patria Alžírsko, Argentína, Brazília, Čile, India, Indonézia, Malajzia, Mexiko, Maroko, Filipíny, Južná Afrika, Rusko, Thajsko, Turecko a Venezuela.

**Aktualizovaný a revidovaný údajový rad svedčí o pokračujúcom raste významu rozvíjajúcich sa trhových ekonomík ako obchodných partnerov eurozóny, najmä Číny (graf A a tabuľka).** V rokoch 1995 až 1997 bol váhový koeficient Číny v rámci 38 najvýznamnejších obchodných partnerov eurozóny (skupina EER-38) 4 %, v rokoch 2007 až 2009 sa zvýšil na 15 % a v rokoch 2010 až 2012 ďalej vzrástol na približne 18 %. Rástol aj význam ostatných rozvíjajúcich sa ekonomík ako obchodných partnerov eurozóny – i keď miernejším tempom – pričom najväčší nárast zaznamenali Turecko, Rusko a Indonézia. Naopak, váhové koeficienty vyspelých ekonomík v skupine EER-38 sa za rovnaké obdobie znížili. V roku 1995 patrilo Spojené kráľovstvo i Spojené štáty medzi dvoch najväčších obchodných partnerov eurozóny, keď ich váhové koeficienty boli približne 18 % a 17 %. V roku 2012 však ich podiely boli nižšie, približne 10 % a 13 %.

**V zahraničnom obchode eurozóny sa zvýšil tiež význam krajín strednej a východnej Európy, v súlade s rastúcou európskou ekonomickou**

<sup>1</sup> Prehľad metodiky použitej na výpočet reálnych efektívnych výmenných kurzov eura je uvedený v publikácii Schmitz, M., De Clercq, M., Fidora, M., Lauro, B. a Pinheiro, C., Revisiting the effective exchange rates of the euro (Prehodnotenie efektívnych výmenných kurzov eura), *Occasional Paper Series*, č. 134, ECB, 2012.

## Váhové koeficienty skupiny obchodných partnerov EER-38

(v %)

Krajina	1995-1997	1998-2000	2001-2003	2004-2006	2007-2009	2010-2012	Zmena 2010-2012 voči 1995-1997
Čína	4,4	5,3	7,6	11,2	14,8	17,7	13,2
Spojené štáty	16,8	19,4	18,7	15,5	13,5	12,7	-4,1
Spojené kráľovstvo	18,4	17,7	16,6	14,3	12,0	10,3	-8,1
Švajčiarsko	6,7	6,0	5,8	5,4	5,3	5,5	-1,2
Japan	9,6	8,8	7,6	6,7	5,7	5,3	-4,3
Polsko	2,4	2,8	3,3	4,0	5,0	5,1	2,7
Česká republika	2,2	2,4	3,0	3,4	4,1	4,1	1,9
Švédsko	4,8	4,4	3,9	4,1	3,9	3,6	-1,2
Rusko	2,5	1,8	2,2	3,0	3,5	3,5	1,0
Turecko	2,2	2,2	2,3	3,0	3,1	3,3	1,1
Kórea	2,9	2,7	2,8	3,2	3,2	3,2	0,3
Indonézia	1,5	1,3	1,5	1,8	2,1	2,4	1,0
Maďarsko	1,5	2,2	2,5	2,6	2,5	2,3	0,7
Dánsko	2,6	2,3	2,3	2,2	2,1	1,7	-0,9
Rumunsko	0,7	0,8	1,1	1,4	1,6	1,7	1,0
Taiwan	2,3	2,4	2,1	1,8	1,5	1,5	-0,8
Brazília	1,5	1,4	1,2	1,2	1,4	1,4	-0,1
Hongkong	2,0	1,7	1,5	1,5	1,3	1,4	-0,6
Mexiko	0,9	1,2	1,3	1,2	1,2	1,3	0,5
Singapur	1,8	1,6	1,4	1,4	1,2	1,3	-0,6
Kanada	1,5	1,6	1,6	1,4	1,3	1,2	-0,3
Thajsko	1,2	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	-0,1
Malajzia	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	-0,2
Južná Afrika	0,9	0,9	0,9	1,0	0,9	1,0	0,0
Nórsko	1,3	1,2	1,0	1,1	1,1	1,0	-0,3
Austrália	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,0
India	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6	0,7	-0,3
Izrael	1,1	1,0	0,9	0,7	0,7	0,7	-0,4
Maroko	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,0
Bulharsko	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,2
Čile	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,1
Alžírsko	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,1
Argentína	0,6	0,5	0,3	0,3	0,3	0,4	-0,2
Chorvátsko	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	-0,2
Filipíny	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	-0,1
Venezuela	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,1
Nový Zéland	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Island	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
<b>Spolu</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>0,0</b>

Zdroj: ECB.

Poznámka: Krajiny sú uvedené v poradí podľa váhových koeficientov za obdobie 2010 až 2012.

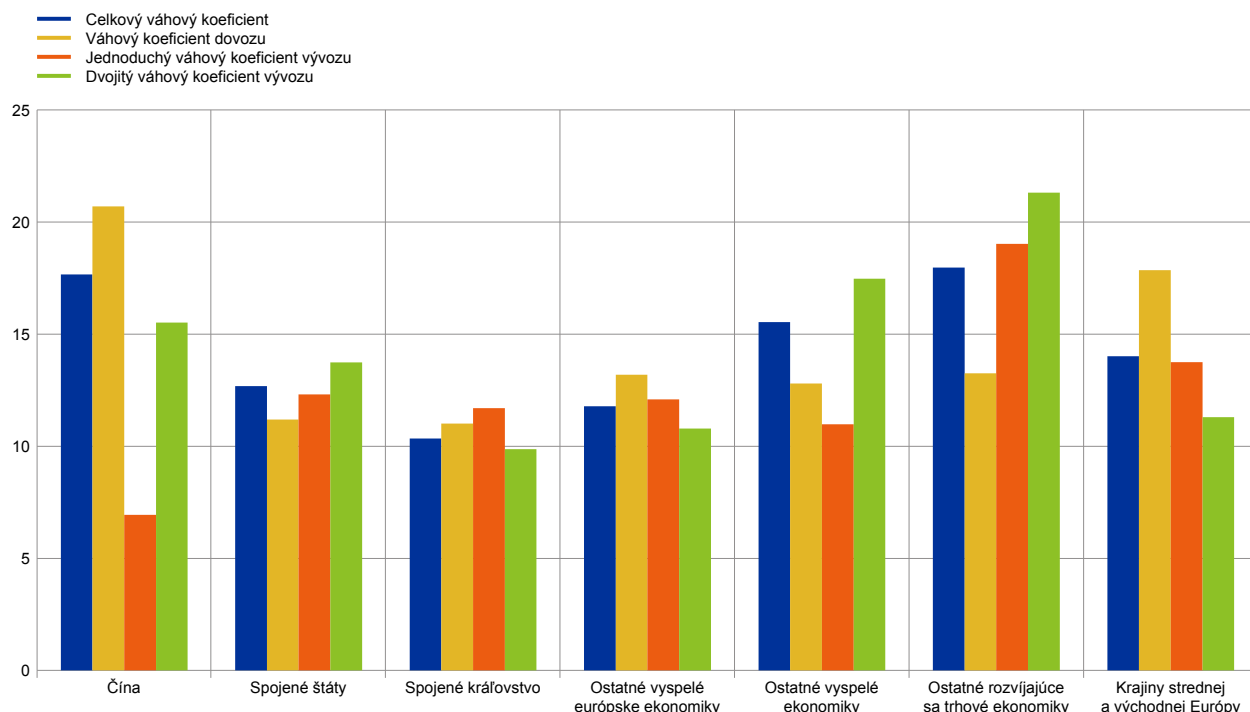
**integráciou.** Od rokov 1995 až 1997 kombinovaný váhový koeficient ekonomík strednej a východnej Európy rástol a prevýšil váhový koeficient Spojených štátov a Spojeného kráľovstva. Potom bol v referenčnom období 2010 až 2012 stabilný, 14 % v skupine EER-38, čo odrážalo pokles obchodnej výmeny v rámci Európy v danom období. Konkrétne pri dovoze priemyselných výrobkov do eurozóny bol váhový koeficient krajín strednej a východnej Európy 18 %. Bol druhý najvyšší po váhovom koeficiente Číny a odrážal významnú úlohu týchto krajín v rámci európskeho príspevku do reťazca globálnej výmeny.

**Postavenie Číny ako najväčšieho obchodného partnera eurozóny vyplýva najmä z jej významu v oblasti dovozu a ako konkurenta na tretích trhoch (graf B).** Čína sa stala hlavným dovozcom priemyselných výrobkov z eurozóny, s podielom 21 % v rokoch 2010 až 2012. V prípade vývozu sa celkové váhové

## Graf B

### Porovnanie obchodných váhových koeficientov skupiny obchodných partnerov EER-38, 2010-2012

(v %)



Zdroj: ECB.

Poznámky: Jednoduché váhové koeficienty vývozu sú podiely jednotlivých krajín alebo skupiny krajín na vývoze tovaru vyrábaného v eurozóne. Dvojité váhové koeficienty vývozu zohľadňujú vplyv konkurencie ktorej sú vystavení vývozcovia eurozóny na zahraničných trhoch zo strany domácich výrobcov a vývozcov z tretích krajín.

koeficienty zahraničného obchodu upravujú dvojitým vážením (double-weighting) s cieľom zohľadniť konkurenciu vývozcov z tretích krajín, ktorej čelia korporácie eurozóny na zahraničných trhoch. Konkrétne, v dôsledku významu Číny ako aj niektorých ďalších vyspelých i rozvíjajúcich sa ekonomík ako konkurentov vývozcov z eurozóny, majú tieto úpravy za následok výrazný nárast celkových obchodných váhových koeficientov týchto krajín nad úroveň vypočítané na základe priamych exportných vzťahov. V rokoch 2010 až 2012 bol dvojitý vývozný koeficient v prípade Číny 16 %, v porovnaní s jednoduchým koeficientom 7 %.

#### **Pri použití aktualizovaného systému váženia sa ukázalo, že znehodnocovanie eura – tak v reálnom, ako aj v nominálnom vyjadrení – bolo od roku 2010 o niečo výraznejšie ako sa pôvodne zistilo.**

Od začiatku roka 2010 do konca júla 2015 poklesol aktualizovaný denný nominálny efektívny výmenný kurz (EER) eura pre skupinu 38 obchodných partnerov (EER-38) o 12,0 % v porovnaní s 11,6 % vypočítanými na základe predchádzajúcich ukazovateľov. Revízia bola spôsobená najmä zvýšením váhového koeficientu čínskeho jüanu (graf C). Zlepšenie cenovej konkurencieschopnosti eurozóny od začiatku roka 2010 odzrkadľované v reálnom oslabení eura bolo podľa aktualizovaných indikátorov tiež o niečo výraznejšie. Od začiatku roka 2010 do júna 2015 poklesol aktualizovaný reálny efektívny výmenný kurz EER-38 deflovaný indexom CPI o 16,1 %, zatiaľ čo predtým kalkulovaný kurz poklesol o 15,3 % (graf D).

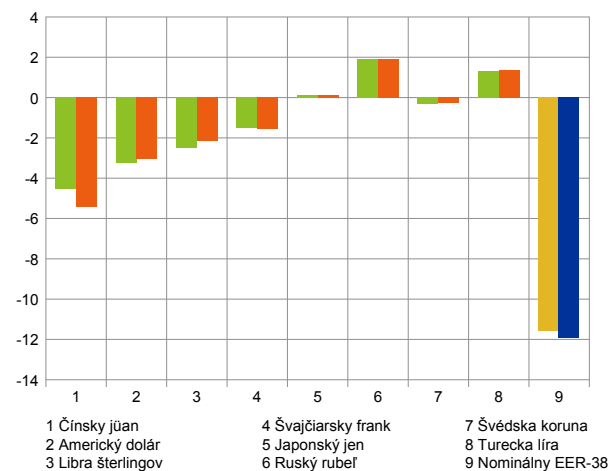


### Graf C

#### Príspevky k zmene nominálnych EER-38 od roku 2010

(v %, percentuálne body)

- Zmena (revidované váhové koeficienty)
- Zmena (predchádzajúce váhové koeficienty)
- Príspevok (revidované váhové koeficienty)
- Príspevok (predchádzajúce váhové koeficienty)



Zdroj: ECB.

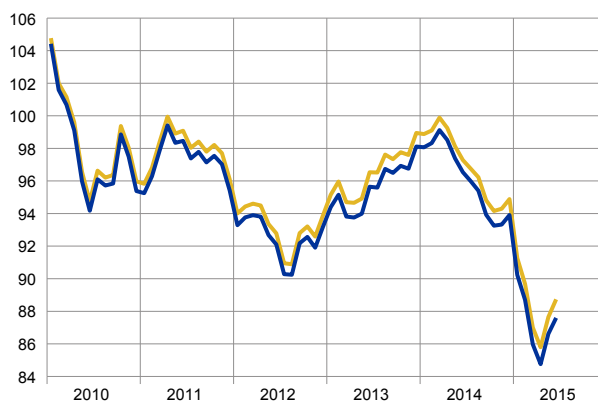
Poznámky: Záporná hodnota znamená oslabenie eura a kladná jeho zhodnotenie. Graf sa vzťahuje na obdobie od 1. januára 2010 do 31. júla 2015.

### Graf D

#### Predchádzajúce a revidované EER-38

(deflované indexom CPI; index: prvý štvrtrok 1999 = 100)

- Revidované reálne EER-38
- Predchádzajúce reálne EER-38



Zdroj: ECB.

Poznámky: Pohyb nadol znamená oslabenie eura a nahor jeho zhodnotenie.

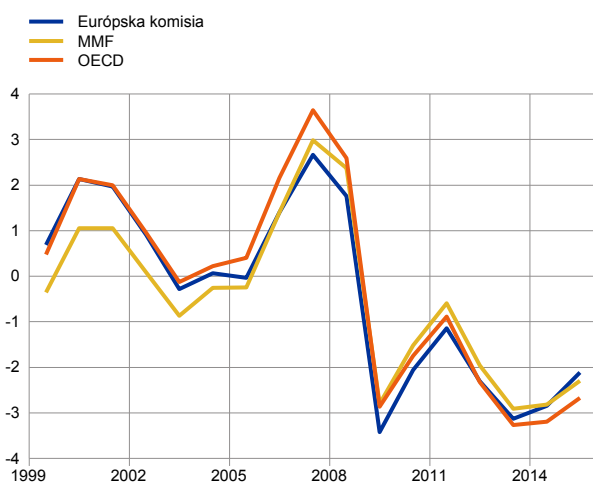
## Box 6

# Ukazovateľ nevyužitých kapacít v eurozóne založený na prieskumoch

**Ukazovatele nevyužitých hospodárskych kapacít, ako je produkčná medzera, sú dôležitou zložkou analýzy hospodárskej politiky, pretože vyjadrujú vzájomné pôsobenie dopytu a ponuky.** Nevyužité hospodárske kapacity ale nemožno sledovať, preto sa musia odhadovať. Ich odhady sú však veľmi neisté a zvyknú sa revidovať, takže ich treba interpretovať veľmi opatrne.<sup>1</sup> V tomto boxe predstavíme nástroj, ktorý čerpá z informácií o dopyte na základe dostupných ukazovateľov z prieskumov, s cieľom odhadnúť mieru nevyužitých kapacít v ekonomike. Popísaný ukazovateľ sa zvykne revidovať menej často, preto môže dopĺňať odhady produkčnej medzery na základe štrukturálnych modelov.

**Graf A**  
Odhady produkčnej medzery v eurozóne

(percentuálny podiel potenciálneho produktu)



Zdroj: Prognóza Európskej komisie z jari 2015, IMF World Economic Outlook April 2015 a OECD Economic Outlook May 2015.

### Na zhodnotenie miery nevyužitých kapacít v ekonomike existuje niekoľko metód.

Výhodou odhadov nevyužitých kapacít na základe produkčnej funkcie je skutočnosť, že sú konzistentné s ekonomickou teóriou a je pomocou nich možné vysvetliť vývoj potenciálneho produktu na základe jeho komponentov (práca, kapitál a celková faktorová produktivita). Takýto druh odhadov pripravuje Európska komisia<sup>2</sup> a Organizácia pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD)<sup>3</sup>, zatiaľ čo Medzinárodný menový fond (MMF) využíva iné postupy, a to v závislosti od hodnotenej krajiny. V grafe A sú zobrazené aktuálne odhady týchto inštitúcií pre eurozónu. Produkčná medzera eurozóny sa v roku 2015 odhaduje na úrovni od -2,1 % do -2,7 %, čo naznačuje, že miera nevyužitých kapacít je naďalej značná. Nevýhodou takýchto odhadov však je, že sa zvyknú kvôli zmenám v údajoch, parametroch a nastavení modelov relatívne významne revidovať.<sup>4</sup>

**Na hodnotenie miery nevyužitých kapacít analytici často využívajú aj prieskumy, napríklad prieskum využívania kapacít vo výrobnom sektore alebo vnímanej úrovne nedostatočného dopytu ako prekážky v podnikaní.** Výhodou

<sup>1</sup> Viac napríklad v boxe s názvom „Recent evidence on the uncertainty surrounding real-time estimates of the euro area output gap“, *Monthly Bulletin*, ECB, november 2011.

<sup>2</sup> Viac v Havik, K. et al., „The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps“, *European Economy – Economic Papers*, No 535, Európska komisia, november 2014.

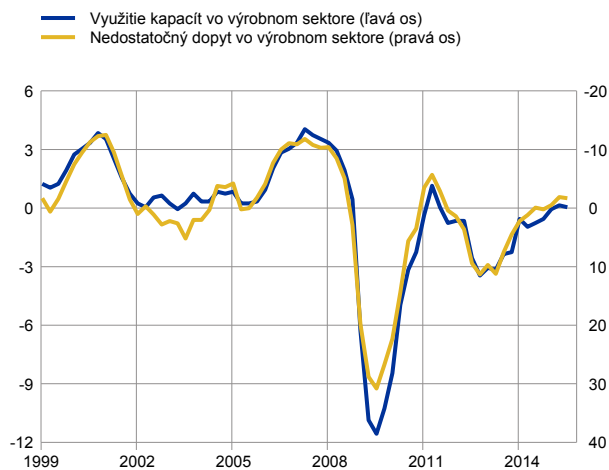
<sup>3</sup> Viac v Befy, P. O. et al., „New OECD methods for supply-side and medium-term assessment: a capital services approach“, *OECD Economics Department Working Papers*, No 482, OECD, júl 2006.

<sup>4</sup> Viac informácií o revíziách a neistote v súvislosti s odhadmi medzinárodných inštitúcií je v časti 2.2 práce Anderton, R. et al., „Potential output from a euro area perspective“, *Occasional Paper Series*, No 156, ECB, november 2014.

## Graf B

### Využitie kapacít a dopyt limitujúci produkciu vo výrobnom sektore

(odchýlky od historického priemeru v percentuálnych bodoch)

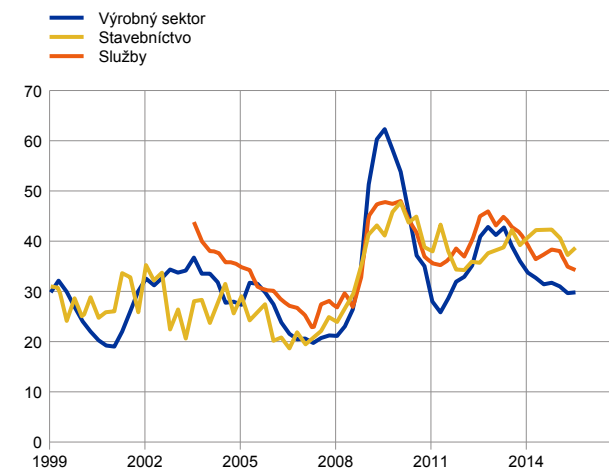


Zdroj: Európska komisia.

## Graf C

### Nedostatočný dopyt limitujúci produkciu

(percentuálny podiel všetkých odpovedí)



Zdroj: Európska komisia.

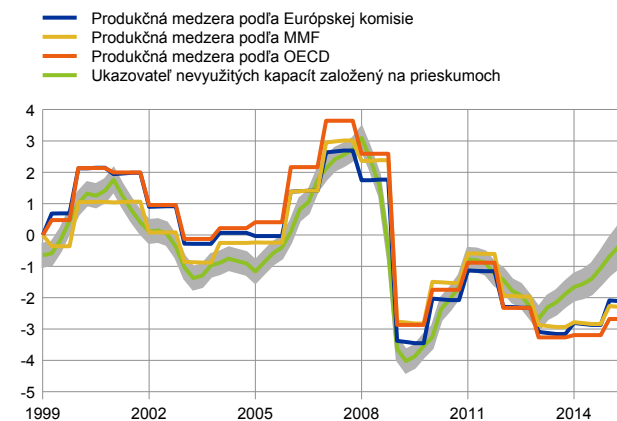
týchto prieskumov je, že sú revidované zriedkavejšie, takže v reálnom čase sú ich výsledky presnejšie, a navyše majú schopnosť lepšie identifikovať zvraty v cykle. Ukazovatele z prieskumov sa okrem toho zverejňujú krátko po uplynutí referenčného obdobia. Tieto ukazovatele založené na výrobnom sektore však zachytávajú menej ako pätinu hospodárstva a nezohľadňujú vývoj nevyužitých kapacít na trhu práce. Prieskumy o využívaní kapacít alebo nedostatočnom dopyte vo výrobnom sektore naznačujú, že nevyužitá kapacita eurozóny sa v polovici roka 2015 približuje k svojmu historickému priemeru (graf B).

### V novom ukazovateli nevyužitých kapacít založenom na prieskumoch sa porovnávajú výsledky prieskumu Európskej komisie zameraného na „faktory limitujúce produkciu“ oproti dynamike HDP. V tomto prieskume sa manažérom kladú otázky o hlavných faktoroch, ktoré v súčasnosti obmedzujú ich výrobu. Ich odpoveď „nedostatočný dopyt limitujúci produkciu“ sa zvolila za ukazovateľ nevyužitých kapacít pre tento model. Ukazovateľ z prieskumu, v ktorom sa kombinujú informácie o výrobnom sektore, stavebníctve a sektore služieb, pokiaľ je to možné (graf C), sa využíva v dvojrozmernom modeli nemerateľných komponentov (bivariate unobserved components model). Skutočný produkt sa v modeli rovná súčtu (nemerateľného) potenciálneho produktu a ukazovateľa nevyužitých kapacít. Miera rastu potenciálneho produktu sa modeluje ako náhodný proces a nevyužitá kapacita sa určujú pomocou vývoja agregovaného ukazovateľa z prieskumov.

## Graf D

### Nevyužitá kapacita v eurozóne

(odchýlka od trendu v percentuálnych bodoch)



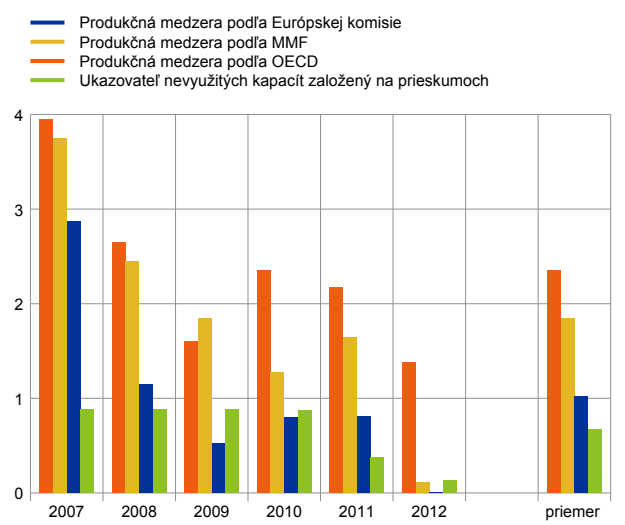
Zdroj: Výpočty ECB, Prognóza Európskej komisie z jari 2015, IMF World Economic Outlook April 2015 a OECD Economic Outlook May 2015.  
Poznámka: Šedá oblasť predstavuje štandardnú odchýlku (neistotu) v rozpätí  $\pm 2$  okolo ukazovateľa založeného na prieskumoch.

Ukazovateľ založený na prieskumoch naznačuje, že odhad nevyužitých kapacít je takmer počas celého obdobia od roku 1999 porovnateľný s poslednými

**odhadmi Európskej komisie, OECD a MMF.** Podľa ukazovateľa založeného na prieskumoch sa však miera nevyužitých kapacít v rokoch 2014 – 2015 relatívne rýchlo znižuje. V dôsledku toho je miera nevyužitých kapacít podľa tohto ukazovateľa v súčasnosti menšia ako miera odhadovaná medzinárodnými inštitúciami (graf D). Keďže ukazovateľ založený na prieskumoch čerpá informácie z toho, ako firmy hodnotia nedostatočný dopyt obmedzujúci ich produkciu, pokles nevyužitých kapacít by mohol signalizovať, že rast v eurozóne od roku 2014 odráža skôr zlepšovanie na strane dopytu ako situáciu na strane ponuky.

**Graf E**  
Revízie odhadov nevyužitých kapacít

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: OECD, MMF, Európska komisia a výpočty ECB.

**Otázka z prieskumu týkajúca sa „nedostatočného dopytu limitujúceho produkciu“ pomáha presnejšie určiť vývoj nevyužitých kapacít v modeli, čo tiež vedie k menšiemu rozsahu revízií.** Rekurzívne odhady naznačujú, že takmer počas celého obdobia rokov 2000 – 2014 vykazuje ukazovateľ založený na prieskumoch menšie odchýlky medzi odhadmi v kvázi reálnom čase a odhadmi ex post ako odhady produkčnej medzery od medzinárodných inštitúcií. Ak sa pri tvorbe odhadov v reálnom čase použijú ročné údaje HDP, v prípade najvolatilnejšieho obdobia 2007 – 2012 sú revízie najmenšie práve pri (anualizovaných) ukazovateľoch nevyužitých kapacít založených na prieskumoch. Revízie odhadov produkčnej medzery od Európskej komisie sú o niečo väčšie. Najväčšie revízie sú evidentné v prípade odhadov OECD a MMF (graf E).

**Ukazovateľ nevyužitých kapacít založený na prieskumoch v zásade poukazuje na menšiu mieru nevyužitých kapacít v eurozóne v roku 2015 ako publikované odhady medzinárodných inštitúcií.** Hoci sa ukazovateľ nevyužitých kapacít založený na prieskumoch spája s neistotou a nie je ho možné členiť na prácu, kapitál a celkovú faktorovú produktivitu, jeho revízie sa zdajú byť menej časté. Takže využívanie takýchto ukazovateľov na doplnenie odhadov produkčnej medzery podľa modelov založených na produkčnej funkcii by mohlo byť užitočné.

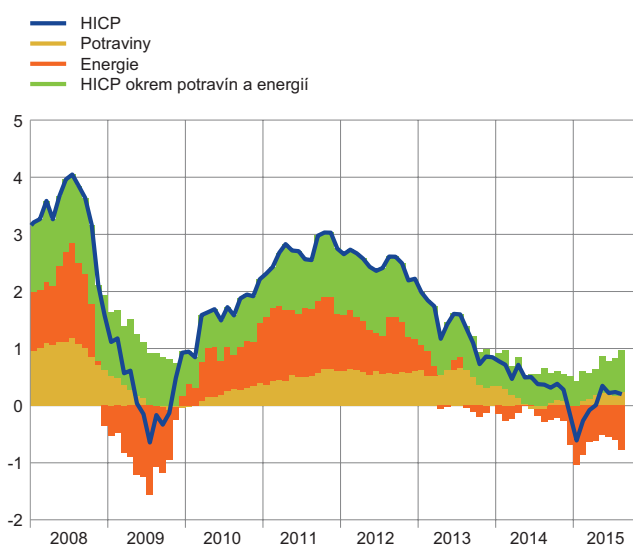
## Box 7

# Aktuálny vývoj cien potravín v eurozóne

**Graf A**

Príspevok vývoja cien potravín k inflácii HICP

(ročná percentuálna zmena; v percentuálnych bodoch)

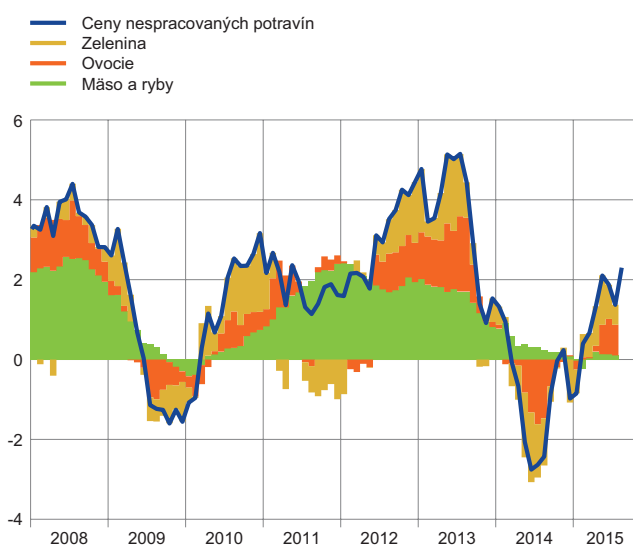


Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.  
Posledné údaje sú z augusta 2015 (rýchly odhad).

**Graf B**

Inflácia cien nespracovaných potravín

(ročná percentuálna zmena; v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.  
Poznámka: Údaje z posledného zisťovania za august 2015 ešte nie sú k dispozícii (rýchly odhad).

**Vývojom cien potravín sa posilnil opakujúci sa trend inflácie eurozóny, na ktorej mali v posledných štvrtrokoch podiel ceny energií.** Platí to tak pre

pokles príspevku k celkovej inflácii v roku 2014, ako aj pre jeho oživenie v prvých mesiacoch roku 2015 (graf A) – opakujúci sa trend poklesu a oživenia je možné pozorovať na cenách nespracovaných a spracovaných potravinárskych produktov. Keďže inflácia cien potravín sa môže vyznačovať významnou volatilitou, v tomto boxe sa skúmajú faktory ovplyvňujúce aktuálny vývoj s cieľom lepšie vysvetliť toto oživenie.

**Aktuálne pohyby inflácie cien nespracovaných potravín sa dajú vysvetliť najmä vývojom cien ovocia a zeleniny.** Tieto sa podieľajú prevažnou

mierou na poklese ročnej miery rastu (z úrovne približne 5 % v polovici roku 2013 na historicky nízku úroveň takmer -3 % v polovici roku 2014) a na oživení, ktoré sa prejavilo kladnými hodnotami miery rastu (na úrovni približne 2 % v polovici roku 2015; graf B). Kľúčovú úlohu tu obvykle zohrávajú sezónne faktory. Veľká časť poklesu cien ovocia a zeleniny začiatkom minulého roka odráža miernu zimu 2013 – 2014 spolu s odznievaním vplyvu nepriaznivých poveternostných podmienok v predchádzajúcom období na zvyšovanie cien. Obrat ku kladným hodnotám ročnej miery rastu v prvej polovici roka 2015 tak odráža relatívne tlmený vývoj cien v predchádzajúcom roku a zároveň relatívne silné pohyby cien v roku 2015 (graf C).

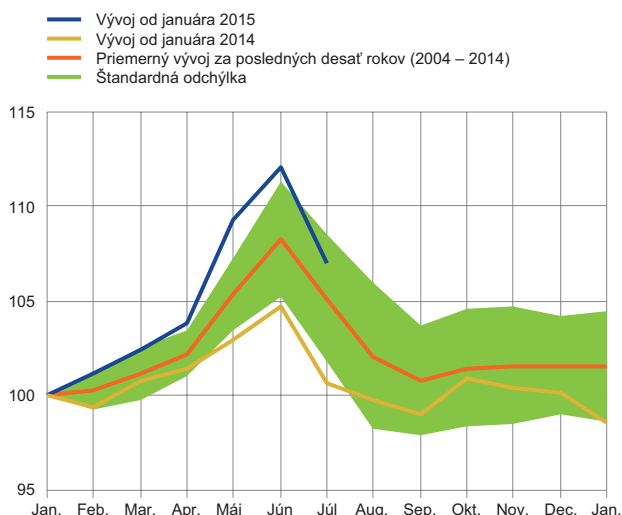
**Aktuálne pohyby inflácie cien spracovaných potravín sa dajú vysvetliť rozličnými faktormi.** Po prvé,

oživenie začiatkom roka 2015 čiastočne odráža trochu väčší príspevok cien tabakových výrobkov, ktoré často podliehajú vplyvu daňových opatrení (graf D). Po druhé, podobne ako ceny energií, aj ceny spracovaných potravín sú silne ovplyvnené vývojom medzinárodných cien komodít. V eurozóne sa však ceny na vnútornom trhu EÚ merajú skôr výstupnými cenami, než medzinárodnými cenami komodít ako takými, pričom práve výstupné ceny sa obvyčajne premietajú do spotrebiteľských cien potravín. Medzinárodné ceny potravín, ako aj ceny na vnútornom

## Graf C

### Opakujúci sa vývoj cien ovocia a zeleniny v eurozóne v rámci roka

(index: január = 100)



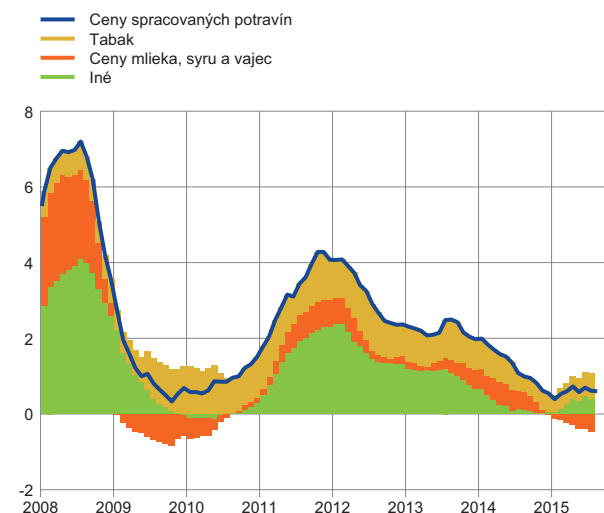
Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Vytieňovaná zelená časť označuje zvýšenie/zníženie o jednu štandardnú odchýlku v úrovniach indexu za každý mesiac v porovnaní s ich úrovňou v januári predchádzajúceho roka za obdobie 2004 až 2014.

## Graf D

### Inflácia cien spracovaných potravín

(ročná percentuálna zmena; v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

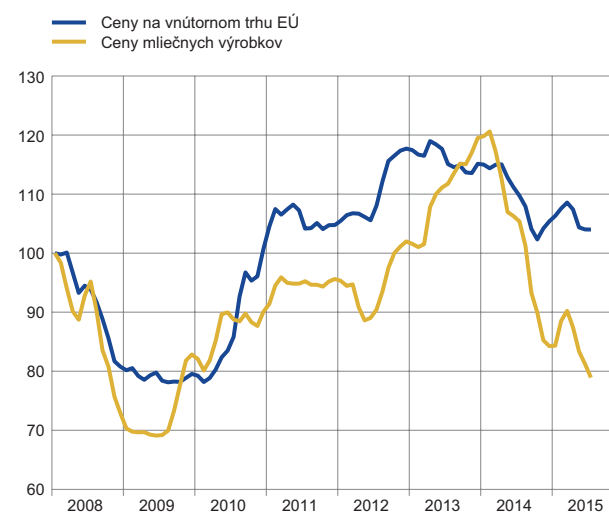
Poznámka: Údaje z posledného zisťovania za august 2015 ešte nie sú k dispozícii (rýchly odhad).

trhu EÚ (graf E) od roku 2014 poklesli a na začiatku roka 2015 vykazovali určité náznaky stabilizácie. Tlak na znižovanie cien komodít a cien spracovaných potravín aj naďalej vychádza najmä z príslušných zložiek mliečnych výrobkov, ktoré v súčasnosti taktiež podliehajú osobitným vplyvom. Ak nenastane ďalší pokles cien komodít, ustupujúci vplyv týchto faktorov by mohol priniesť trvalejší nárast cien spracovaných potravín.

## Graf E

### Vývoj cien na vnútornom trhu EÚ

(EUR; index: január 2008 = 100, sezónne neočistené)



Zdroj: Eurostat, Európska komisia a výpočty ECB.  
Posledné údaje sú z júla 2015.

### Osobitným faktorom, ktorý v súčasnosti ovplyvňuje infláciu cien potravín (nespracovaných aj spracovaných), je ruský zákaz dovozu potravín z Európskej únie.

Zákaz Ruska na dovoz potravín začal platiť v polovici roka 2014 a pravdepodobne zabránil silnejšiemu oživeniu miery inflácie cien potravín. Neoficiálne dôkazy v tom čase poukazovali na negatívny vplyv na ceny nespracovaných potravín, ako sú jablká, a spracovaných potravín, ako sú mliečne výrobky. Európska komisia však odpovedala zavedením podporných opatrení vzťahujúcich sa na rýchlo sa kaziace ovocie a zeleninu, ktoré pravdepodobne zmiernili tlak na znižovanie cien spôsobený prebytkom tohto tovaru.<sup>1</sup> Rozšírenie ruského embarga a zmierňujúce podporné opatrenia by mali mať aj naďalej vplyv na znižovanie cien nespracovaných potravín.

<sup>1</sup> Začiatkom augusta 2014 Európska komisia oznámila, že v súlade so spoločnou poľnohospodárskou politikou zavádza núdzové opatrenia na podporu trhu v rámci spoločnej poľnohospodárskej politiky na rýchlo sa kaziace ovocie a zeleninu, ktoré spočívali v nákupe ovocia a zeleniny od farmárov za plnú cenu alebo v poskytnutí kompenzácie, ak farmári svoju úrodu nezozbierajú. Platnosť týchto opatrení sa 30. júla 2015 predĺžila na ďalší rok, do 30. júna 2016.



**Skončenie platnosti mliečnych kvót v EÚ v marci 2015 je osobitný faktor, ktorý ovplyvnil najmä ceny mliečnych výrobkov.** V očakávaní zrušenia týchto kvót výrobcovia mlieka v EÚ v posledných rokoch zvýšili svoju produkciu pre svetové vývozné trhy, a viac sa tak vystavili zmenám v globálnom dopyte. Väčšia konkurencia a prebytok mlieka v dôsledku nižšieho dopytu z Ruska a niektorých rozvíjajúcich sa ekonomík v súčasnosti nepriaznivo vplyvajú na ceny. Pokiaľ globálny dopyt nestúpne, tlak na znižovanie inflácie cien potravín sa môže oslabovať len pozvoľna.

**Rastúce ceny potravín celkovo prispeli k oživeniu inflácie začiatkom roka 2015, ktoré bolo podporené významnými základnými efektmi.** Napriek tomu ostáva inflácia cien potravín na historicky pomerne nízkej úrovni. Osobitné faktory, ako napríklad ruský zákaz dovozu potravín z EÚ, nadbytok mliečnych výrobkov vyplývajúci zo zrušenia mliečnych kvót a nižší než očakávaný globálny dopyt, v súčasnosti obmedzujú rast cien potravín.

## Box 8

# Odporúčania pre rozpočtovú politiku jednotlivých krajín v rámci európskeho semestra 2015

**Európska rada v dňoch 25. a 26. júna schválila odporúčania pre hospodársku a rozpočtovú politiku pre 26 členských krajín Európskej únie, ktoré nie sú zaradené do žiadneho programu.**<sup>1</sup> Tieto odporúčania prijali ministri hospodárstva a financií dňa 14. júla, aby formálne uzatvorili európsky semester 2015. Cieľom odporúčaní Rady pre rozpočtovú politiku je zabezpečiť, aby krajiny dodržiavali Pakt stability a rastu Európskej únie. Na tento účel vydávajú stanoviská k aktualizovaným programom stability a konvergenčným programom na rok 2015, ktoré mali vlády jednotlivých štátov predložiť Rade a Európskej komisii do polovice apríla.<sup>2</sup> Tieto stanoviská berú do úvahy oznámenie Komisie o flexibilitě v rámci Paktu stability a rastu, ktoré bolo uverejnené v januári tohto roka.<sup>3</sup> Pokiaľ ide o nadväzné kroky, odporúčania pre rozpočtovú politiku jednotlivých krajín vydané v rámci európskeho semestra 2015 bude potrebné zohľadniť v návrhoch rozpočtových plánov na rok 2016, ktoré majú krajiny predložiť Euroskupine a Rade do polovice októbra. Vzhľadom na uvedené skutočnosti sa v tomto boxe skúmajú odporúčania pre rozpočtovú politiku adresované sedemnástim krajinám eurozóny v rámci európskeho semestra 2015 a zároveň sa zisťujú dopady na ich rozpočtové plány na rok 2016.

**V odporúčaní Európskej rady pre jednotlivé krajiny sa identifikujú riziká nedodržania požiadaviek na štrukturálne úsilie stanovených v Pakte stability a rastu v dvanástich zo sedemnástich skúmaných krajín eurozóny.** Hoci päť krajín eurozóny, ktoré sa nezúčastňujú na žiadnom programe (Írsko, Portugalsko, Slovinsko, Španielsko a Francúzsko) a v súčasnosti podliehajú postupu pri nadmernom deficite, musí zabezpečiť dodržiavanie Paktu stability a rastu, a vyvinúť tak štrukturálne úsilie v priemere zodpovedajúce úrovni 0,7 % HDP v roku 2015 a 0,9 % HDP v roku 2016, priemerné čísla v prípade nezmenenej politiky by v oboch rokoch mali byť v skutočnosti v mierne záporných hodnotách.<sup>4</sup> Naopak, dvanásť krajín eurozóny v rámci preventívnej časti Paktu stability a rastu musí postupne dosiahnuť pokrok smerom k ich strednodobým rozpočtovým cieľom,

<sup>1</sup> Ide o všetky členské štáty EÚ okrem Cypru a Grécka.

<sup>2</sup> V týchto programoch sú načrtnuté rozpočtové plány vlád aspoň na práve prebiehajúci rok a tri nasledujúce roky. Prehľad sa nachádza v dokumente Európskej komisie s názvom The 2015 stability and convergence programmes – an overview, *Institutional Paper*, číslo 2, júl 2015, Brusel.

<sup>3</sup> Európska komisia vydala 13. januára oznámenie s názvom Optimálne využívanie flexibility v rámci existujúcich pravidiel Paktu stability a rastu ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/pdf/2015-01-13\\_communication\\_sgp\\_flexibility\\_guidelines\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/2015-01-13_communication_sgp_flexibility_guidelines_en.pdf)). Pozri aj box s názvom Flexibility within the Stability and Growth Pact, *Ekonomický bulletin*, číslo 1, 2015.

<sup>4</sup> Rada v rámci nápravnej časti Paktu stability a rastu zrušila postup pri nadmernom deficite Malty v roku 2014. Zároveň sa rozhodla neinicovať postup pri nadmernom deficite v prípade Fínska, aj keď sa nepredpokladá, že prekročenie referenčnej hodnoty 3 % HDP v roku 2014 bude len dočasné, keďže podľa očakávaní sa deficit pod referenčnú hodnotu vráti najskôr v roku 2016.

pričom ich štrukturálne úsilie by malo celkovo zodpovedať úrovni 0,2 % HDP za obdobie rokov 2015 až 2016. Očakáva sa však, že čísla za toto obdobie budú mierne záporné.<sup>5</sup> V odporúčaníach pre rozpočtovú politiku sa preto vyzýva osem členských štátov (Belgicko, Estónsko, Taliansko, Lotyšsko, Litva, Malta, Rakúsko a Fínsko), aby vyvinuli štrukturálne úsilie, ktoré bude porovnateľné s preventívnou časťou Paktu stability a rastu. Pokiaľ ide o dlhové pravidlo, dva členské štáty (Belgicko a Taliansko) taktiež čelia nedostatočnej miere konsolidácie. Taliansko by malo zlepšiť štrukturálne saldo v rámci dlhového pravidla v roku 2015 na úrovni 2,1 % HDP (vyplýva to z nedostatočnej konsolidácie od roku 2013 s rastúcou tendenciou), čo je porovnateľné s prognózou pre štrukturálne úsilie na úrovni 0,3 % HDP. Zlepšenie štrukturálneho salda Belgicka by malo byť na úrovni 1,1 % HDP (vyplývajúce z kumulatívnej nedostatočnej konsolidácie od roku 2014), čo je porovnateľné s prognózou pre štrukturálne úsilie na úrovni 0,5 % HDP. Tieto požiadavky nie sú zohľadnené v odporúčaníach pre tieto dve krajiny na rok 2015, keďže Komisia dospela k záveru, že odchýlenie od dlhového pravidla sa dá vysvetliť relevantnými faktormi, ako je nepriaznivá hospodárska situácia a zavádzanie

## Tabuľka

### Fiškálny vývoj v jednotlivých krajinách v rokoch 2015 a 2016

Krajina	Závazok v rámci Paktu stability a rastu (zmena štrukturálneho salda; v % HDP – ak nebol dosiahnutý strednodobý cieľ)		Prognóza Európskej komisie z jari 2015 (zmena štrukturálneho salda; v % HDP)		Ročný rozdiel v konsolidácii (rozdiel medzi prognózou Európskej komisie z jari 2015 a záväzkom – ak nebol dosiahnutý strednodobý cieľ)		Informatívna položka: zmena úrokových výdavkov; v % HDP medzi 2014 a 2016 (prognóza Európskej komisie z jari 2015)	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016		
<b>Preventívna časť</b>								
Belgicko	0,6	0,6	0,5	0,2	-0,1	-0,4	-0,4	
Nemecko	dosiahnutý SC	dosiahnutý SC	-0,2	-0,3	dosiahnutý SC	dosiahnutý SC	-0,3	
Estónsko	-0,2	0,4	-0,5	-0,3	-0,4	-0,7	0,0	
Taliansko	0,25	0,1	0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,4	
Lotyšsko	-0,4	0,3	-0,3	-0,3	0,1	-0,6	-0,2	
Litva	0,2	0,5	-0,7	0,7	-0,9	0,2	-0,2	
Luxembursko	dosiahnutý SC	dosiahnutý SC	-1,0	-0,2	dosiahnutý SC	dosiahnutý SC	0,0	
Malta	0,6	0,6	0,5	0,6	-0,1	0,0	-0,3	
Holandsko	dosiahnutý SC	dosiahnutý SC	-0,1	-0,1	dosiahnutý SC	dosiahnutý SC	-0,1	
Rakúsko	-0,06	0,3	-0,4	-0,6	-0,3	-0,8	-0,1	
Slovensko	0,0	0,25	0,2	0,0	0,2	-0,2	-0,4	
Fínsko	0,1	0,5	-0,2	-0,4	-0,3	-0,9	-0,1	
<b>Nápravná časť (postup pri nadmernom deficite)</b>								
2015	Írsko*	1,9	0,6	0,5	0,3	-1,4	-0,3	-0,6
Termín postupu pri nadmernom deficite	Portugalsko*	0,5	0,6	-0,8	-0,6	-1,3	-1,2	-0,4
	Slovensko*	0,5	0,6	0,1	-0,5	-0,4	-1,1	-0,3
2016	Španielsko	0,8	1,2	-0,4	-0,2	-1,2	-1,4	-0,3
2017	Francúzsko	0,5	0,8	0,3	0,0	-0,2	-0,8	-0,1

Zdroj: Odporúčania pre jednotlivé krajiny na rok 2015 (<http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2015/06/19-country-specific-recommendations/>) a prognóza Európskej komisie z jari 2015.

Poznámka: Tabuľka zahŕňa krajiny eurozóny, ktoré nepodliehajú programu finančnej pomoci (t.j. všetky členské štáty okrem Cypru a Grécka). Závazky štrukturálneho úsilia v rámci preventívnej a nápravnej časti Paktu stability a rastu sú uvedené v odporúčaníach pre jednotlivé krajiny na rok 2015. Írsko podliehalo postupu pri nadmernom deficite pred reformou tzv. šesťbalíka, a preto sa od neho žiada priemerné ročné štrukturálne úsilie bez ročných cieľov. \* Požiadavky na štrukturálne úsilie na rok 2016 aplikovateľné v rámci preventívnej časti, za predpokladu včasného zrušenia postupu pri nadmernom deficite do termínu v roku 2015. Požiadavky na štrukturálne úsilie v rámci preventívnej časti Paktu stability a rastu nezahŕňajú požiadavky podľa dlhového pravidla. Údaje sú zaokrúhlené (okrem tých, ktoré sa týkajú záväzkov v rámci Paktu stability a rastu).

<sup>5</sup> Pozri aj box s názvom Účinnosť strednodobých rozpočtových cieľov v súvislosti s ukotvením fiškálnych politík, *Ekonomický bulletin*, číslo 4, Frankfurt.

štrukturálnych reforiem. V mnohých krajinách boli nižšie úrokové výdavky, než sa pôvodne v rozpočte plánovalo. Viaceré členské štáty však namiesto toho, aby úspory z nižších ako očakávaných úrokových platieb použili na rýchlejšiu úpravu deficitu, zvýšili v porovnaní so svojimi pôvodnými plánmi primárne výdavky (t. j. verejné výdavky okrem úrokových platieb). Krajínám s vysokým pomerom dlhu verejnej správy (Belgicko, Francúzsko, Taliansko, Írsko a Portugalsko) sa preto odporúča, aby použili všetky neočakávané zisky, t. j. úspory z nižších ako očakávaných úrokových platieb na zníženie deficitu. Z krajín, ktoré už splnili svoje strednodobé rozpočtové ciele, sa odporúča Nemecku, aby naďalej zvyšovalo verejné investície do infraštruktúry, vzdelávania a výskumu, a Holandsku, aby presunulo verejné výdavky na podporu investícií v oblasti výskumu a vývoja.

**Európsky semester 2015, ktorý je od svojho vzniku piatym cyklom dohľadu, sa riadi zefektívnym prístupom zameraným na vydávanie menšieho počtu odporúčaní, ktoré sú však konkrétnejšie orientované.** Táto reorganizácia okrem iného priniesla včasnejšie zverejňovanie analýz a odporúčaní Európskej komisie s cieľom posilniť dialóg s členskými štátmi. Odporúčania pre jednotlivé krajiny na rok 2015 vo všeobecnosti náležite skúmajú riziká krajín pri nedodržiavaní rozpočtových pravidiel EÚ, pričom identifikujú najdôležitejšie oblasti, ktoré si vyžadujú reformy. Na tento účel vychádzajú zo širšieho usmernenia k fiškálnej politike vydaného pre tento európsky semester v ročnom prieskume rastu na rok 2015, konkrétne „[...] presadzovanie fiškálnej zodpovednosti“.<sup>6</sup> Proces európskeho semestra môže byť vo zvyšovaní udržateľnosti verejných financií efektívny len vtedy, ak sa nedodržiavanie rozpočtových pravidiel EÚ náležite identifikuje a vyrieši. V tejto súvislosti sa v správe troch predsedov a dvoch prezidentov zverejnenej v júni<sup>7</sup> navrhuje vytvorenie novej európskej fiškálnej rady, ktorá by poskytovala verejné a nezávislé hodnotenia rozpočtových politík jednotlivých krajín vzhľadom na ich povinnosti v rámci fiškálneho rámca EÚ. Tieto potom poskytnú základ rozhodnutí, ktoré prijme Európska komisia v súvislosti s európskym semestrom. Správa taktiež navrhuje integrovanejší európsky semester, s väčšou účasťou národných parlamentov. Očakáva sa, že vzhľadom na pretrvávajúce symptómy nestability, akými sú vysoký dlh verejných financií a značné štrukturálne deficity v krajinách eurozóny, by akékoľvek prípadné reformy európskeho semestra nemali oslabiť cieľ odporúčaní pre rozpočtové politiky.

**Rozpočtové politiky by mali podporovať oživenie, stále však musia byť v súlade s Paktom stability a rastu.** Úplná a dôsledná implementácia je kľúčová pre upevnenie dôvery vo fiškálny rámec. Vlády, ktorých štrukturálne úsilie nezodpovedá ich záväzkom v rámci Paktu stability a rastu, by preto v návrhoch rozpočtových plánov na rok 2016 mali vysvetliť, ako plánujú nadviazať na odporúčania pre jednotlivé krajiny, aby zabezpečili dodržiavanie rozpočtových pravidiel EÚ rýchlejšim znížením deficitov svojich krajín. Keďže výnosy dlhopisov sa vyznačujú volatilitou, rozpočtové plány obzvlášť vysoko zadlžených krajín by mali počítvať s rizikami, ktoré sú spojené s náhlou zmenou súčasného prostredia nízkych úrokových sadzieb.

<sup>6</sup> Európska komisia, Ročný prieskum rastu na rok 2015, november 2014, Brusel ([http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2015/ags2015\\_sk.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2015/ags2015_sk.pdf)).

<sup>7</sup> Pozri správu Jeana-Clauda Junckera vypracovanú v úzkej spolupráci s Donaldom Tuskom, Jeroenom Dijsselbloemom, Mariom Draghim a Martinom Schulzom, s názvom Dobudovanie hospodárskej a menovej únie v Európe, 2015, Brusel.

# Štatistika

## Obsah

1 Vonkajšie prostredie	S2
2 Finančný vývoj	S3
3 Hospodárska aktivita	S8
4 Ceny a náklady	S14
5 Peňažné a úverové agregáty	S18
6 Fiškálny vývoj	S23

## Ďalšie informácie

Štatistika ECB s možnosťou sťahovania údajov je dostupná v databáze Statistical Data Warehouse (SDW):	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/">http://sdw.ecb.europa.eu/</a>
Údaje zo štatistickej časti Ekonomického bulletinu sú dostupné v databáze SDW:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=</a> (in preparation)
V databáze SDW sa nachádza aj podrobný Štatistický bulletin ECB:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=100004045">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=100004045</a>
Vysvetlenie metodologických postupov je v časti Všeobecné poznámky Štatistického bulletinu ECB:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023</a>
Informácie o výpočtoch sú v časti Technické poznámky Štatistického bulletinu ECB:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022</a>
Vysvetlenie jednotlivých pojmov a skratiek je v štatistickom glosári ECB:	<a href="http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html">http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html</a>

## 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

# 1 Vonkajšie prostredie

## 1.1 Hlavní obchodní partneri, HDP a CPI

	HDP <sup>1)</sup> (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 <sup>2)</sup> (HICP)
							Spolu	bez potravín a energií					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	3,0	2,2	0,7	1,7	7,8	-0,8	2,3	1,8	2,1	2,8	0,0	2,6	2,5
2013	3,0	1,5	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	3,0	-0,1	7,4	0,8	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2014 Q3	0,9	1,1	0,7	-0,3	1,9	0,2	1,8	1,9	1,8	1,5	3,4	2,0	0,4
Q4	0,8	0,5	0,8	0,3	1,5	0,4	1,4	1,8	1,2	0,9	2,5	1,5	0,2
2015 Q1	0,7	0,2	0,4	1,1	1,3	0,4	0,6	1,7	-0,1	0,1	2,3	1,2	-0,3
Q2	.	0,9	0,7	-0,4	.	0,3	0,5	1,6	0,0	0,0	0,5	1,4	0,2
2015 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	-	-	-	-	-	-	0,6	1,6	0,0	0,1	0,5	1,2	0,3
Jún	-	-	-	-	-	-	0,6	1,6	0,1	0,0	0,4	1,4	0,2
Júl	-	-	-	-	-	-	0,6	1,7	0,2	0,1	0,3	1,6	0,2
Aug. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	0,2

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

1) Štvrťročné údaje sú sezónne očistené; ročné údaje sezónne neočistené.

2) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

3) Čísla za eurozónu sú odhadom založeným na predbežných národných údajoch, ktoré zvyčajne pokrývajú okolo 95 % eurozóny, ako aj na skorších informáciách o cenách energií.

## 1.2 Hlavní obchodní partneri, index nákupných manažérov a svetový obchod

	Prieskum nákupných manažérov (difužné indexy; s. o.)									Merchanting – dovoz tovaru <sup>1)</sup>		
	Kompozitný index nákupných manažérov						Globálny index nákupných manažérov <sup>2)</sup>			Globál	Vyspelé ekonomiky	Rozvíjajúce sa trhové ekonomiky
	Globál <sup>2)</sup>	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	3,7	2,5	4,4
2013	53,3	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,3	52,7	50,7	3,2	-0,2	5,2
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,4	54,1	51,5	3,5	3,6	3,5
2014 Q3	55,6	59,8	58,5	51,3	52,2	52,8	53,6	56,2	51,6	2,7	1,4	3,4
Q4	53,3	55,6	56,3	50,9	51,4	51,5	52,4	53,6	50,4	1,5	1,8	1,3
2015 Q1	53,9	56,9	57,4	50,4	51,5	53,3	52,8	54,3	50,3	-2,7	1,7	-5,0
Q2	53,4	55,9	57,2	51,3	51,1	53,9	50,9	54,2	49,3	-1,1	-1,2	-1,0
2015 Mar.	54,9	59,2	58,8	49,4	51,8	54,0	52,9	55,5	49,8	-2,7	1,7	-5,0
Apr.	54,1	57,0	58,4	50,7	51,3	53,9	51,0	55,1	49,1	-1,9	0,9	-3,4
Máj	53,4	56,0	55,8	51,6	51,2	53,6	51,2	54,0	48,7	-1,9	-0,3	-2,8
Jún	52,7	54,6	57,4	51,5	50,6	54,2	50,5	53,4	50,0	-1,1	-1,2	-1,0
Júl	53,1	55,7	56,6	51,5	50,2	53,9	50,8	53,9	49,1	.	.	.
Aug.	.	55,0	.	.	.	54,1	50,0	.	48,9	.	.	.

Zdroj: Markit (stĺpce 1 – 9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis a výpočty ECB (stĺpce 10 – 12)

1) V položkách globál a vyspelé ekonomiky nie je zahrnutá eurozóna. Ročné a štvrťročné údaje sú percentá medzi obdobiami; mesačné údaje sú percentá medzi trojmesačnými obdobiami. Všetky údaje sú sezónne očistené.

2) Bez eurozóny.



## 2 Finančný vývoj

### 2.1 Úrokové miery peňažného trhu

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

	Eurozóna <sup>1)</sup>					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
2015 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
Jún	-0,12	-0,06	-0,01	0,05	0,16	0,28	0,10
Júl	-0,12	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,29	0,10
Aug.	-0,12	-0,09	-0,03	0,04	0,16	0,32	0,09

Zdroj: ECB.

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

### 2.2 Výnosové krivky

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

	Spotová sadzba					Spread			Okamžitá forwardová sadzba			
	Eurozóna <sup>1),2)</sup>					Eurozóna <sup>1),2)</sup>	Spojené štáty	Spojené kráľovstvo	Eurozóna <sup>1),2)</sup>			
	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
2015 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
Jún	-0,27	-0,26	-0,23	0,19	0,95	1,21	2,09	1,52	-0,25	-0,10	1,08	2,09
Júl	-0,27	-0,29	-0,26	0,08	0,73	1,02	1,87	1,35	-0,29	-0,13	0,76	1,84
Aug.	-0,25	-0,27	-0,22	0,14	0,82	1,09	1,84	1,46	-0,25	-0,07	0,86	1,97

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.

### 2.3 Indexy akciového trhu

(hodnota indexu v bodoch; priemer za obdobie)

	Dow Jones EURO STOXX indices												Spojené štáty	Japonsko
	Benchmark		Hlavné sektory ekonomiky										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Široký index	50	Základný materiál	Služby zákazníkom	Spotrebný tovar	Ropa a plyn	Finančný sektor	Priemysel	Technológia	Sieťové odvetvia	Telekomunikácie	Zdravotníctvo	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
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
2015 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
Jún	364,0	3 521,8	743,2	265,5	647,4	310,3	194,5	504,7	385,0	283,0	380,7	820,4	2 099,3	20 403,8
Júl	366,3	3 545,1	744,0	266,0	645,2	302,1	198,0	505,5	378,1	281,3	395,1	864,8	2 094,1	20 372,6
Aug.	356,7	3 444,4	711,9	261,9	615,0	287,7	193,9	504,6	359,9	274,9	390,0	856,9	2 039,9	19 919,1

Zdroj: ECB.

## 2 Finančný vývoj

### 2.4 Úrokové miery PFI z úverov domácnostiam a z vkladov domácností (nové obchody)<sup>1), 2)</sup> (v % p. a.; priemer za obdobie, ak nie je uvedené inak)

	Vklady				Revolvingové úvery a prečerpávanie	Poskytnuté úvery z kreditných kariet	Spotrebiteľské úvery			Úvery podnikom s jedným vlastníkom a partnerstvám nezapsaným v obchodnom registri	Úvery na bývanie podľa začiatkového obdobia fixácie sadzby				RPMP <sup>3)</sup>	Kompozitný indikátor nákladov na požíčkovanie		
	splatené na požiadanie	splatené na požiadanie do 3 mesiacov	s dohodnutou splatnosťou:				podľa začiatkového obdobia fixácie sadzby	RPMP <sup>3)</sup>	pohyblivá sadzba do 1 roka		nad 1 rok	podľa začiatkového obdobia fixácie sadzby	pohyblivá sadzba do 1 roka	nad 2 a do 5 rokov			nad 5 a do 10 rokov	nad 10 rokov
			do 2 rokov	nad 2 roky														
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2014 Aug.	0,22	0,96	1,20	1,66	7,30	17,00	5,51	6,71	7,05	3,06	2,55	2,74	2,71	2,86	2,96	2,73		
Sep.	0,21	0,95	1,17	1,70	7,37	17,06	5,35	6,67	6,99	2,94	2,49	2,69	2,61	2,82	2,88	2,66		
Okt.	0,20	0,94	1,09	1,65	7,20	16,96	5,38	6,59	6,98	2,89	2,42	2,63	2,54	2,78	2,81	2,60		
Nov.	0,20	0,91	1,01	1,66	7,18	17,12	5,58	6,66	6,98	2,92	2,41	2,50	2,51	2,72	2,76	2,53		
Dec.	0,20	0,89	0,96	1,58	7,14	17,10	5,07	6,21	6,53	2,75	2,42	2,52	2,53	2,68	2,76	2,49		
2015 Jan.	0,19	0,86	1,01	1,94	7,18	17,12	5,25	6,42	6,73	2,76	2,30	2,55	2,43	2,44	2,68	2,40		
Feb.	0,18	0,84	0,97	1,51	7,13	17,05	5,18	6,47	6,82	2,79	2,07	2,47	2,32	2,49	2,58	2,37		
Mar.	0,17	0,82	0,89	1,37	7,13	17,05	5,16	6,16	6,49	2,72	2,11	2,45	2,29	2,41	2,55	2,30		
Apr.	0,16	0,79	0,87	1,15	7,03	17,01	4,89	6,13	6,42	2,66	2,01	2,38	2,17	2,36	2,49	2,24		
Máj	0,16	0,82	0,83	1,08	6,98	17,08	5,04	6,29	6,60	2,67	2,05	2,33	2,09	2,29	2,45	2,17		
Jún	0,15	0,78	0,77	1,18	6,97	17,02	4,88	6,14	6,45	2,59	2,02	2,25	2,12	2,31	2,48	2,18		
Júl <sup>(p)</sup>	0,15	0,74	0,67	1,10	6,82	17,04	5,09	6,22	6,50	2,60	2,04	2,26	2,21	2,36	2,56	2,22		

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

2) Vráťane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

3) Ročná percentuálna miera poplatku (RPMP).

### 2.5 Úrokové miery PFI z úverov nefinančným korporáciám a z vkladov nefinančných korporácií (nové obchody)<sup>1), 2)</sup>

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

	Vklady			Revolvingové úvery a prečerpávanie	Ostatné úvery podľa veľkosti a začiatkového obdobia fixácie sadzby									Kompozitný indikátor nákladov na požíčkovanie
	splatené 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 Aug.	0,28	0,50	1,56	3,74	4,17	4,27	3,55	2,56	3,20	2,85	1,80	2,42	2,54	2,71
Sep.	0,26	0,51	1,46	3,72	4,01	4,03	3,53	2,46	3,01	2,77	1,83	2,38	2,42	2,68
Okt.	0,25	0,50	1,37	3,64	4,00	3,94	3,53	2,43	2,90	2,71	1,75	2,25	2,46	2,60
Nov.	0,25	0,44	1,16	3,57	3,82	3,86	3,42	2,38	2,84	2,63	1,74	2,17	2,27	2,51
Dec.	0,24	0,43	1,26	3,49	3,68	3,75	3,26	2,35	2,78	2,50	1,74	2,16	2,13	2,46
2015 Jan.	0,23	0,44	1,19	3,49	3,78	3,85	2,98	2,31	2,82	2,05	1,67	2,03	2,20	2,46
Feb.	0,22	0,35	1,04	3,43	3,57	3,72	3,12	2,24	2,71	2,39	1,52	1,99	2,14	2,37
Mar.	0,21	0,32	1,07	3,39	3,45	3,65	3,13	2,16	2,67	2,33	1,63	2,11	2,02	2,37
Apr.	0,19	0,30	0,89	3,34	3,46	3,58	2,95	2,18	2,64	2,26	1,62	1,93	2,03	2,33
Máj	0,18	0,30	0,91	3,28	3,37	3,51	2,96	2,15	2,46	2,23	1,57	1,85	2,04	2,27
Jún	0,18	0,31	1,10	3,25	3,19	3,48	2,91	2,09	2,33	2,23	1,60	1,91	2,04	2,26
Júl <sup>(p)</sup>	0,17	0,31	0,87	3,19	3,27	3,60	2,86	2,07	2,36	2,22	1,51	1,73	2,05	2,19

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.

## 2 Finančný vývoj

### 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 <sup>1)</sup>						
	Spolu	PFI (vrátane Eurosysté- mu)	Korporácie iné ako PFI		Verejná správa		Spolu	PFI (vrátane Eurosysté- mu)	Korporácie iné ako PFI		Verejná správa			
			Finančné korporácie iné ako PFI	Nefinančné korporácie FVC <sup>2)</sup>	Ústredná štátna správa	Ostatná verejná správa			Finančné korporácie iné ako PFI	Nefinančné korporácie FVC <sup>2)</sup>	Ústredná štátna správa	Ostatná verejná správa		
													3	4
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Krátkodobé</b>														
2012	1 426	581	146	-	75	558	66	703	491	37	-	52	103	21
2013	1 247	477	122	-	67	529	53	508	314	30	-	44	99	21
2014	1 312	545	120	-	59	538	50	410	219	34	-	39	93	25
2015 Jan.	1 388	599	127	-	66	543	54	378	186	28	-	33	94	36
Feb.	1 400	606	134	-	70	534	56	351	162	37	-	30	83	39
Mar.	1 420	604	137	-	71	543	66	373	162	45	-	35	89	42
Apr.	1 410	600	134	-	80	533	62	350	158	37	-	38	82	35
Máj	1 396	591	135	-	80	532	59	326	140	36	-	36	80	33
Jún	1 329	560	121	-	75	517	56	298	126	30	-	34	77	32
<b>Dlhodobé</b>														
2012	15 205	4 814	3 166	-	842	5 758	624	255	98	45	-	16	84	12
2013	15 109	4 405	3 087	-	921	6 069	627	222	70	39	-	16	89	9
2014	15 120	4 040	3 158	-	994	6 286	643	219	65	43	-	16	85	10
2015 Jan.	15 222	4 058	3 201	-	1 004	6 316	642	261	80	48	-	8	113	13
Feb.	15 266	4 038	3 209	-	1 017	6 356	646	207	64	21	-	18	86	17
Mar.	15 355	4 026	3 251	-	1 034	6 399	644	285	84	62	-	17	112	10
Apr.	15 276	4 000	3 213	-	1 034	6 389	641	220	70	33	-	21	87	10
Máj	15 356	3 982	3 235	-	1 037	6 462	640	185	49	41	-	6	85	4
Jún	15 344	3 938	3 255	-	1 032	6 485	634	207	69	34	-	13	87	5

Zdroj: ECB.

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

2) 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 FVC <sup>1)</sup>	Ústredná štátna správa	Ostatná verejná správa					
											3
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Stav</b>											
2012	16 631,5	5 395,8	3 312,1	.	917,0	6 316,2	690,4	4 597,1	404,7	617,9	3 574,5
2013	16 355,8	4 881,7	3 208,6	.	987,9	6 597,8	679,8	5 638,0	569,1	751,0	4 317,9
2014	16 432,4	4 585,5	3 277,8	.	1 052,3	6 823,7	693,1	5 949,4	591,0	787,9	4 570,6
2015 Jan.	16 609,5	4 657,1	3 327,9	.	1 069,7	6 859,1	695,6	6 423,2	573,0	836,0	5 014,3
Feb.	16 665,3	4 643,5	3 343,0	.	1 086,8	6 890,6	701,5	6 855,9	650,5	899,7	5 305,7
Mar.	16 775,5	4 630,4	3 388,6	.	1 104,8	6 941,6	710,1	7 056,1	688,7	933,3	5 434,0
Apr.	16 686,7	4 600,2	3 347,4	.	1 113,6	6 921,8	703,6	6 960,1	683,8	908,3	5 368,0
Máj	16 751,9	4 572,2	3 369,7	.	1 116,3	6 994,0	699,7	6 983,6	675,3	901,6	5 406,7
Jún	16 672,3	4 498,3	3 375,7	.	1 106,5	7 001,4	690,4	6 803,4	664,2	879,4	5 259,8
<b>Miera rastu</b>											
2012	1,3	-1,8	-0,3	.	14,4	2,5	6,1	0,9	4,9	2,0	0,4
2013	-1,4	-8,9	-3,4	.	8,1	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,2	0,3
2014	-0,7	-7,8	0,1	.	4,9	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2015 Jan.	-0,7	-7,8	0,6	.	3,0	3,2	1,8	1,5	6,9	1,5	0,7
Feb.	-0,9	-7,6	0,6	.	4,4	2,4	0,7	1,4	6,8	1,2	0,7
Mar.	-0,2	-7,1	2,3	.	5,3	2,6	1,8	1,5	6,8	1,4	0,8
Apr.	-0,3	-6,8	1,7	.	6,7	2,1	1,9	1,5	6,8	1,1	0,8
Máj	-0,8	-7,2	0,1	.	5,8	2,1	1,4	1,3	5,8	1,2	0,7
Jún	-1,1	-7,7	0,8	.	4,6	1,6	-0,8	1,0	4,1	0,6	0,7

Zdroj: ECB.

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

## 2 Finančný vývoj

### 2.8 Efektívne výmenné kurzy<sup>1)</sup>

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

	EER-19						EER-38	
	Nominálny 1	Reálny CPI 2	Reálny PPI 3	Reálny deflátor HDP 4	Reálny ULCM <sup>3)</sup> 5	Reálny ULCT 6	Nominálny 7	Reálny CPI 8
2012	97,6	95,0	93,3	88,3	99,7	95,8	107,0	92,5
2013	101,2	98,2	96,7	91,4	102,5	99,1	111,9	95,6
2014	101,8	97,9	96,7	91,6	102,8	100,7	114,7	96,1
2014 Q3	101,3	97,2	96,2	90,8	102,2	100,3	113,7	95,1
Q4	99,0	94,9	94,3	89,1	99,7	98,1	112,3	93,5
2015 Q1	93,0	89,2	89,4	84,2	93,7	92,6	106,4	88,3
Q2	91,2	87,5	88,2	.	.	.	104,4	86,3
2015 Mar.	90,6	86,9	87,4	-	-	-	103,8	86,0
Apr.	89,7	86,1	86,9	-	-	-	102,4	84,8
Máj	91,6	87,9	88,6	-	-	-	104,7	86,6
Jún	92,3	88,5	89,1	-	-	-	106,0	87,6
Júl	91,3	87,5	88,3	-	-	-	105,1	86,7
Aug.	93,0	89,0	90,0	-	-	-	108,1	89,1
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu mesiacu</i>								
2015 Aug.	1,8	1,8	1,9	-	-	-	2,9	2,8
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu roku</i>								
2015 Aug.	-8,4	-8,7	-6,6	-	-	-	-5,2	-6,6

Zdroj: ECB.

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

2) 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 1	Chorvátska kuna 2	Česká koruna 3	Dánska koruna 4	Maďarský forint 5	Japonský jen 6	Polský zlotý 7	Libra šterlingov 8	Rumunský lei 9	Švédka koruna 10	Švajčiarsky frank 11	Americký dolár 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 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
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
Q2	6,857	7,574	27,379	7,462	306,100	134,289	4,088	0,721	4,4442	9,300	1,041	1,105
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
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
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
Jún	6,959	7,572	27,307	7,460	311,960	138,740	4,159	0,721	4,4671	9,272	1,045	1,121
Júl	6,827	7,586	27,094	7,462	311,531	135,681	4,152	0,707	4,4391	9,386	1,049	1,100
Aug.	7,063	7,558	27,041	7,463	311,614	137,124	4,195	0,714	4,4235	9,515	1,078	1,114
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu mesiacu</i>												
2015 Aug.	3,5	-0,4	-0,2	0,0	0,0	1,1	1,0	1,0	-0,4	1,4	2,7	1,3
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu roku</i>												
2015 Aug.	-13,8	-1,0	-2,8	0,1	-0,7	0,0	0,1	-10,4	0,0	3,6	-11,1	-16,3

Zdroj: ECB.

## 2 Finančný vývoj

### 2.10 Platobná bilancia eurozóny, finančný účet

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

	Spolu <sup>1)</sup>			Priame investície		Portfóliové investície		Čisté finančné deriváty	Ostatné investície		Rezervné aktíva	Informatívna položka: hrubý zahraničný dlh
	Aktíva	Pasíva	Saldo	Aktíva	Pasíva	Aktíva	Pasíva		Aktíva	Pasíva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Stav (medzinárodná investičná pozícia)</i>												
2014 Q2	18 472,2	19 741,3	-1 269,2	7 542,8	5 630,5	5 960,8	9 449,4	-70,3	4 532,2	4 661,5	506,8	11 426,2
Q3	19 220,1	20 468,0	-1 247,8	7 797,7	5 900,7	6 306,2	9 713,4	-55,7	4 652,3	4 853,9	519,7	11 836,4
Q4	19 351,7	20 748,8	-1 397,1	7 568,9	5 998,8	6 509,3	9 915,2	-43,6	4 782,7	4 834,7	534,4	11 869,4
2015 Q1	21 087,3	22 381,9	-1 294,5	8 204,4	6 331,7	7 270,9	10 995,3	-21,0	5 029,9	5 054,9	603,1	12 632,8
<i>Stav v % HDP</i>												
2015 Q1	207,6	220,4	-12,7	80,8	62,3	71,6	108,3	-0,2	49,5	49,8	5,9	124,4
<i>Transakcie</i>												
2014 Q3	209,6	119,2	90,5	69,1	44,7	104,1	19,8	20,3	17,5	54,7	-1,3	-
Q4	57,8	-3,2	61,0	56,1	73,5	93,2	-2,7	10,2	-104,7	-74,0	2,9	-
2015 Q1	504,8	513,7	-8,8	159,7	74,7	129,0	260,3	27,3	182,8	178,7	6,0	-
Q2	62,2	-23,6	85,7	62,3	52,4	133,5	13,8	7,5	-138,8	-89,7	-2,4	-
2015 Jan.	337,8	429,2	-91,4	56,5	67,3	53,8	133,7	7,1	218,8	228,2	1,5	-
Feb.	93,9	107,5	-13,6	51,1	18,9	29,9	76,0	9,7	-1,1	12,6	4,2	-
Mar.	73,2	-23,0	96,2	52,1	-11,5	45,3	50,5	10,5	-35,0	-62,0	0,3	-
Apr.	111,8	121,5	-9,6	15,4	24,1	33,2	-19,5	5,8	61,3	116,8	-3,9	-
Máj	22,8	-0,5	23,3	31,1	13,2	74,6	54,2	4,3	-85,6	-67,9	-1,6	-
Jún	-72,5	-144,5	72,0	15,8	15,0	25,7	-21,0	-2,5	-114,6	-138,6	3,1	-
<i>12-mesačné kumulované transakcie</i>												
2015 Jún	834,4	606,1	228,4	347,3	245,2	459,8	291,1	65,3	-43,3	69,7	5,2	-
<i>12-mesačné kumulované transakcie v % HDP</i>												
2015 Jún	8,2	6,0	2,2	3,4	2,4	4,5	2,9	0,6	-0,4	0,7	0,1	-

Zdroj: ECB.

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

## 3 Hospodárska aktivita

### 3.1 HDP z hľadiska použitia

(štvrtročné sezónne očistené údaje; neočistené ročné údaje)

	HDP											
	Spolu		Domáci dopyt						Zahranická bilancia			
	Spolu	Súkromná spotreba	Spotreba verejnej správy	Tvorbou 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	
<b>Bežné ceny (v mld. EUR)</b>												
2012	9 840,1	9 581,2	5 544,4	2 065,4	1 979,3	1 035,7	580,8	358,0	-7,9	258,9	4 288,9	4 030,0
2013	9 931,7	9 598,4	5 571,9	2 094,9	1 940,4	1 006,3	568,9	360,3	-8,8	333,2	4 362,7	4 029,5
2014	10 103,5	9 729,9	5 651,1	2 127,7	1 970,9	1 001,8	591,8	372,2	-19,7	373,5	4 494,4	4 120,8
2014 Q2	2 520,6	2 428,2	1 409,4	530,1	490,8	249,4	147,4	92,7	-2,1	92,4	1 118,1	1 025,6
Q3	2 531,5	2 437,5	1 416,6	534,2	493,2	249,1	149,2	93,7	-6,5	94,0	1 135,0	1 041,0
Q4	2 544,9	2 444,2	1 423,4	534,3	496,4	251,0	150,0	94,1	-9,8	100,7	1 142,1	1 041,4
2015 Q1	2 564,9	2 458,3	1 425,2	538,8	500,1	252,1	151,9	94,8	-5,8	106,6	1 144,3	1 037,6
<b>v % HDP</b>												
2014	100,0	96,3	55,9	21,1	19,5	9,9	5,9	3,7	-0,2	3,7	-	-
<b>Reťazové indexy (ceny predchádzajúceho roka)</b>												
<i>medzištvrtročná percentuálna zmena</i>												
2014 Q3	0,2	0,3	0,5	0,2	0,1	-0,7	1,1	0,8	-	-	1,4	1,7
Q4	0,4	0,4	0,4	0,1	0,4	0,7	0,0	0,2	-	-	0,8	0,8
2015 Q1	0,4	0,6	0,5	0,6	0,8	0,6	1,3	0,5	-	-	0,6	1,2
Q2	0,3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>ročná percentuálna zmena</i>												
2012	-0,8	-2,3	-1,3	-0,1	-3,7	-4,2	-5,1	1,2	-	-	2,7	-0,7
2013	-0,4	-0,7	-0,6	0,2	-2,4	-3,3	-1,7	-0,3	-	-	2,0	1,3
2014	0,8	0,9	1,0	0,6	1,2	-1,3	4,5	2,8	-	-	3,8	4,1
2014 Q3	0,8	0,6	1,0	0,6	0,6	-2,9	4,8	3,5	-	-	4,1	3,9
Q4	0,9	1,0	1,5	0,7	0,5	-1,5	2,5	2,7	-	-	4,1	4,6
2015 Q1	1,0	1,3	1,7	1,1	0,8	-1,3	3,4	2,2	-	-	4,2	5,1
Q2	1,2	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>príspevky k medzištvrtročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch</i>												
2014 Q3	0,2	0,3	0,3	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-	-
Q4	0,4	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
2015 Q1	0,4	0,6	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,2	-	-
Q2	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>príspevky k ročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch</i>												
2012	-0,8	-2,3	-0,7	0,0	-0,8	-1,8	-1,3	0,2	-0,8	1,4	-	-
2013	-0,4	-0,7	-0,4	0,0	-0,5	-1,4	-0,4	0,0	0,1	0,4	-	-
2014	0,8	0,8	0,5	0,1	0,2	-0,5	1,0	0,4	-0,1	0,0	-	-
2014 Q3	0,8	0,6	0,6	0,1	0,1	-0,3	0,3	0,1	-0,2	0,2	-	-
Q4	0,9	0,9	0,8	0,2	0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-	-
2015 Q1	1,0	1,2	0,9	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,1	-0,1	-0,2	-	-
Q2	1,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.



### 3 Hospodárska aktivita

#### 3.2 Pridaná hodnota podľa odvetví ekonomickej činnosti (štvrtročné 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 komuni- kácia	Finančníctvo a poisťovníctvo	Nehnutelnosti	Odborné, obchodné a podpor- né 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
<b>Bežné ceny (v mld. EUR)</b>												
2012	8 845,3	151,3	1 728,4	467,2	1 675,9	410,3	439,1	1 016,3	924,6	1 717,9	314,4	994,8
2013	8 924,2	154,5	1 740,7	460,1	1 684,8	407,2	440,6	1 032,5	937,1	1 748,0	318,7	1 007,5
2014	9 068,0	148,9	1 763,9	461,3	1 709,3	410,9	450,0	1 054,0	960,2	1 784,1	325,2	1 035,5
2014 Q2	2 261,4	38,0	440,2	115,0	425,5	102,6	113,2	262,9	239,0	444,1	80,9	259,3
Q3	2 272,1	36,9	442,6	114,6	428,6	102,9	112,8	263,8	240,9	447,6	81,6	259,4
Q4	2 283,3	35,8	445,7	115,7	431,6	103,2	112,1	265,6	242,9	448,7	82,0	261,6
2015 Q1	2 306,1	36,6	449,7	116,7	437,6	103,9	113,8	266,9	245,2	453,1	82,5	258,9
<i>v % pridanej hodnoty</i>												
2014	100,0	1,6	19,5	5,1	18,9	4,5	5,0	11,6	10,6	19,7	3,6	-
<b>Reťazové indexy (ceny predchádzajúceho roka)</b>												
<i>medzištvrtročná percentuálna zmena</i>												
2014 Q2	0,0	-0,1	0,0	-1,6	-0,1	0,6	-0,3	0,3	0,4	0,1	-0,2	1,1
Q3	0,2	0,9	0,0	-1,0	0,4	0,8	0,4	0,2	0,6	0,1	0,6	-0,4
Q4	0,2	-2,1	0,2	0,7	0,5	0,1	-0,2	0,3	0,4	0,2	0,1	1,3
2015 Q1	0,4	1,4	0,3	0,5	0,9	0,7	0,5	0,1	0,7	0,1	0,1	-0,2
<i>ročná percentuálna zmena</i>												
2012	-0,6	-3,0	-0,5	-5,9	-1,3	2,5	0,7	0,0	-0,9	0,2	-0,6	-2,6
2013	-0,3	2,5	-0,5	-2,9	-0,5	-0,1	-1,7	1,0	0,2	0,0	-0,4	-1,2
2014	0,9	3,7	0,4	-0,7	1,3	1,8	-0,5	1,3	1,5	0,7	0,7	0,7
2014 Q2	0,8	4,3	0,3	-0,6	1,1	1,9	-0,6	1,3	1,2	0,8	0,4	0,4
Q3	0,8	4,8	0,4	-1,9	1,1	2,2	-0,1	1,3	1,5	0,7	0,6	0,3
Q4	0,8	0,2	0,1	-1,3	1,3	1,6	0,2	1,3	2,0	0,5	0,8	1,6
2015 Q1	0,9	0,1	0,6	-1,5	1,7	2,2	0,5	0,9	2,0	0,5	0,6	1,9
<i>príspevky k medzištvrtročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch</i>												
2014 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	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2015 Q1	0,4	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
<i>príspevky k ročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch</i>												
2012	-0,6	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-
2013	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2014	0,9	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2014 Q2	0,8	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	-
Q3	0,8	0,1	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,2	0,1	0,0	-
Q4	0,8	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2015 Q1	0,9	0,0	0,1	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

## 3 Hospodárska aktivita

### 3.3 Zamestnanosť<sup>1)</sup>

(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	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	13
<b>Počet zamestnaných osôb</b>													
<i>v % z celkového počtu zamestnaných osôb</i>													
2012	100,0	84,9	15,1	3,4	15,4	6,4	24,8	2,7	2,7	1,0	12,7	23,8	7,0
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,8	2,7	2,7	1,0	12,8	24,0	7,1
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,2	6,0	24,9	2,7	2,7	1,0	13,0	24,0	7,1
<i>ročná percentuálna zmena</i>													
2012	-0,5	-0,5	-0,1	-1,1	-0,6	-4,5	-0,6	1,0	-0,5	0,2	0,7	-0,1	0,6
2013	-0,7	-0,7	-0,8	-1,2	-1,5	-4,3	-0,5	-0,1	-1,2	-0,9	0,2	0,0	0,0
2014	0,6	0,8	-0,4	0,9	-0,1	-1,8	0,8	1,1	-0,9	0,7	2,0	0,7	0,6
2014 Q2	0,6	0,8	-0,5	0,7	-0,1	-1,9	0,9	0,9	-1,3	0,6	2,1	0,7	0,2
Q3	0,7	1,0	-0,5	0,5	0,1	-1,3	1,0	1,3	-0,9	0,9	2,1	0,7	0,7
Q4	0,9	1,1	-0,5	0,6	0,3	-1,5	0,9	1,4	-0,6	0,9	2,5	0,7	1,8
2015 Q1	0,8	1,0	-0,2	0,1	0,4	-0,1	1,1	1,2	-0,7	1,5	2,5	0,5	0,4
<b>Počet odpracovaných hodín</b>													
<i>v % z celkového počtu odpracovaných hodín</i>													
2012	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	7,2	25,8	2,8	2,8	1,0	12,4	21,5	6,3
2013	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	6,9	25,9	2,8	2,7	1,0	12,5	21,7	6,4
2014	100,0	80,2	19,8	4,4	15,6	6,7	25,9	2,8	2,7	1,0	12,7	21,8	6,3
<i>ročná percentuálna zmena</i>													
2012	-1,8	-1,8	-1,5	-2,1	-2,2	-7,0	-2,1	0,5	-1,3	-0,8	-0,5	-0,6	-0,4
2013	-1,3	-1,3	-1,2	-1,5	-1,7	-5,6	-1,1	-0,3	-1,6	-1,9	-0,5	-0,5	-0,8
2014	0,6	0,9	-0,3	0,8	0,4	-1,4	0,8	1,0	-1,3	0,2	2,0	0,9	0,2
2014 Q2	0,4	0,7	-0,8	0,2	-0,4	-1,9	0,7	0,9	-2,0	0,0	1,9	0,9	0,1
Q3	0,6	1,0	-0,9	0,3	0,3	-1,6	0,9	1,0	-1,5	-0,2	2,0	0,8	0,1
Q4	1,1	1,3	0,2	1,8	0,9	-0,7	1,0	1,4	-1,3	1,3	2,7	0,9	1,6
2015 Q1	0,6	0,8	-0,3	1,2	0,4	-0,2	0,6	0,8	-1,3	2,0	2,1	0,4	0,5
<b>Počet odpracovaných hodín na zamestnanú osobu</b>													
<i>ročná percentuálna zmena</i>													
2012	-1,3	-1,3	-1,4	-1,0	-1,6	-2,6	-1,5	-0,5	-0,7	-1,0	-1,1	-0,6	-1,0
2013	-0,6	-0,7	-0,4	-0,4	-0,2	-1,3	-0,6	-0,3	-0,4	-1,0	-0,8	-0,5	-0,8
2014	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,5	0,3	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,1	0,2	-0,4
2014 Q2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	0,0	-0,7	-0,7	-0,3	0,1	-0,1
Q3	-0,1	0,0	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	-0,1	-0,3	-0,6	-1,1	-0,1	0,1	-0,6
Q4	0,2	0,2	0,6	1,1	0,6	0,7	0,1	0,0	-0,7	0,3	0,2	0,2	-0,2
2015 Q1	-0,2	-0,1	0,0	1,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,4	-0,5	0,5	-0,4	-0,1	0,2

Zdroj: Eurostat, výpočty ECB.

1) Údaje o zamestnanosti sú založené na ESA 2010.

### 3 Hospodárska aktivita

#### 3.4 Pracovná sila, nezamestnanosť a voľné pracovné miesta

(sezónne očistené, ak nie je uvedené inak)

	Pracovná sila, v miliónoch <sup>1)</sup>	Nezamestnanosť, v % z pracovnej sily <sup>1)</sup>	Nezamestnanosť											Miera voľných pracovných miest <sup>2)</sup>
			Spolu		Dlhodobá nezamestnanosť v % z pracovnej sily <sup>1)</sup>	Podľa veku				Podľa pohlavia				
			v miliónoch	v % z pracovnej sily		Dospelí		Mladí		Muži		Ženy		
						v miliónoch	v % z pracovnej sily	v miliónoch	v % z pracovnej sily	v miliónoch	v % z pracovnej sily	v miliónoch	v % z pracovnej sily	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
v % z úhrnu za r. 2013			100,0		81,3		18,7		53,6		46,4			
2012	159,111	3,9	18,187	11,4	5,2	14,630	10,1	3,557	23,6	9,758	11,3	8,429	11,5	1,6
2013	159,334	4,6	19,233	12,0	5,9	15,640	10,8	3,593	24,3	10,307	11,9	8,926	12,1	1,5
2014	160,315	4,6	18,625	11,6	6,1	15,213	10,4	3,412	23,7	9,917	11,5	8,708	11,8	1,7
2014 Q3	160,475	4,4	18,544	11,6	5,9	15,148	10,4	3,397	23,6	9,817	11,3	8,726	11,8	1,6
Q4	160,966	4,6	18,402	11,5	6,1	15,081	10,3	3,322	23,2	9,753	11,3	8,649	11,7	1,8
2015 Q1	160,084	4,7	17,981	11,2	5,9	14,741	10,1	3,240	22,7	9,560	11,1	8,422	11,4	1,7
Q2	.	.	17,759	11,1	.	14,589	10,0	3,170	22,3	9,402	10,9	8,356	11,3	.
2015 Feb.	-	-	17,956	11,2	-	14,720	10,1	3,236	22,7	9,542	11,0	8,415	11,4	-
Mar.	-	-	17,912	11,2	-	14,688	10,1	3,224	22,6	9,513	11,0	8,399	11,4	-
Apr.	-	-	17,790	11,1	-	14,594	10,0	3,196	22,4	9,412	10,9	8,378	11,3	-
Máj	-	-	17,741	11,1	-	14,588	10,0	3,153	22,2	9,417	10,9	8,323	11,2	-
Jún	-	-	17,745	11,1	-	14,584	10,0	3,161	22,3	9,377	10,9	8,368	11,3	-
Júl	-	-	17,532	10,9	-	14,439	9,9	3,093	21,9	9,265	10,7	8,267	11,2	-

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

1) Sezónne neočistené.

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

#### 3.5 Krátkodobá podniková štatistika

	Priemyselná produkcia					Produkcia v stavebníctve	Indikátor nových priemyselných objednávok ECB	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								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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
ročná percentuálna zmena													
2012	-2,4	-2,6	-4,4	-1,0	-2,5	-0,1	-5,8	-3,8	-1,6	-1,3	-1,5	-5,0	-11,1
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,3	-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 Q3	0,6	1,2	0,4	1,5	1,9	-3,1	-1,4	2,3	0,8	-0,3	2,0	-0,3	4,1
Q4	0,3	0,9	-0,4	0,9	2,6	-3,2	-0,8	2,9	1,9	0,8	2,9	1,5	1,6
2015 Q1	1,6	1,1	-0,1	1,1	2,3	4,6	-1,6	1,0	2,1	1,0	3,1	2,2	9,0
Q2	1,2	1,5	0,7	2,6	0,8	-0,9	-1,0	4,7	2,1	1,1	3,1	2,3	6,9
2015 Jan.	0,7	0,2	-0,2	0,5	0,3	2,6	0,4	0,6	2,4	2,0	2,9	2,7	11,0
Feb.	2,0	1,2	-0,3	1,4	2,5	6,9	-3,5	0,9	2,4	1,0	3,5	3,1	8,1
Mar.	2,1	1,9	0,2	1,2	4,1	4,5	-2,0	1,5	1,6	0,2	2,9	1,0	8,2
Apr.	0,8	0,9	0,0	2,1	-0,1	0,9	-1,2	2,8	2,6	1,4	3,6	2,9	6,4
Máj	1,6	2,3	2,0	4,1	0,3	-3,6	0,2	4,3	2,6	1,9	3,4	2,2	6,8
Jún	1,2	1,4	0,2	1,7	2,1	0,0	-2,3	7,0	1,2	0,1	2,3	1,8	7,5
medzimesačná percentuálna zmena (s. o.)													
2015 Jan.	0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,5	1,5	1,0	-2,2	0,6	0,7	1,1	0,5	1,5
Feb.	1,0	1,0	0,1	0,6	2,5	1,3	-1,4	0,1	0,0	-0,6	0,5	-0,7	0,0
Mar.	-0,5	-0,3	-0,1	-0,3	0,0	-1,8	0,6	0,6	-0,4	-0,4	-0,2	-0,8	-0,6
Apr.	0,1	0,2	0,1	0,5	-0,4	-1,0	-0,3	2,4	0,7	1,0	0,2	0,6	0,8
Máj	-0,2	0,2	0,1	1,2	-0,3	-2,9	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,2	-0,2	-1,5
Jún	-0,4	-0,9	-0,5	-1,8	-0,3	3,2	-1,9	2,1	-0,6	-0,8	-0,2	0,0	1,6

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

## 3 Hospodárska aktivita

### 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)	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 %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-13	100,2	-6,1	80,9	-12,8	-13,8	-8,7	6,6	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2012	90,5	-11,6	78,9	-22,0	-27,7	-15,0	-6,5	86,5	46,2	46,3	47,6	47,2
2013	93,8	-9,1	78,7	-18,7	-29,2	-12,2	-5,4	87,1	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,6	-3,9	80,4	-10,1	-27,4	-3,2	4,8	87,6	51,8	53,3	52,5	52,7
2014 Q3	101,2	-4,6	80,4	-10,0	-27,3	-3,9	4,5	87,7	50,9	51,6	53,2	52,8
Q4	100,8	-4,5	80,8	-11,3	-24,3	-5,1	5,3	87,9	50,4	51,2	51,7	51,5
2015 Q1	102,6	-4,0	81,1	-6,3	-24,9	-1,6	5,6	88,2	51,4	52,6	53,6	53,3
Q2	103,7	-3,2	81,1	-5,3	-24,9	-0,2	7,6	88,3	52,3	53,4	54,1	53,9
2015 Mar.	103,9	-2,9	-	-3,7	-24,2	-0,8	6,1	-	52,2	53,6	54,2	54,0
Apr.	103,8	-3,2	81,2	-4,6	-25,5	-0,8	7,0	88,5	52,0	53,4	54,1	53,9
Máj	103,8	-3,0	-	-5,6	-25,0	1,5	7,9	-	52,2	53,3	53,8	53,6
Jún	103,5	-3,4	-	-5,6	-24,2	-1,3	7,9	-	52,5	53,6	54,4	54,2
Júl	104,0	-2,9	81,1	-7,2	-23,8	1,1	8,9	88,1	52,4	53,6	54,0	53,9
Aug.	104,2	-3,7	-	-6,9	-22,7	3,1	10,2	-	52,3	53,9	54,3	54,1

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

### 3.7 Sumárne účty domácností a nefinančných korporácií (v bežných cenách, ak nie je uvedené inak; sezónne neočistené)

	Domácnosti							Nefinančné korporácie					
	Miera úspor (hrubá) <sup>1)</sup>	Miera dlhu	Reálny hrubý disponibilný príjem	Finančné investície	Nefinančné investície (hrubé)	Čistá hodnota <sup>2)</sup>	Bohatstvo domácností	Podiel na zisku <sup>3)</sup>	Miera úspor (čistá)	Pomer dlhu <sup>4)</sup>	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	97,8	-0,1	1,9	1,8	0,5	1,1	33,6	3,7	.	3,0	10,1	2,0
2012	12,6	97,4	-1,8	1,7	-4,6	0,6	-2,3	31,0	1,8	133,3	1,4	-6,2	1,0
2013	12,7	96,0	-0,5	1,4	-3,5	0,4	-2,2	30,6	3,1	131,9	2,2	-1,7	1,1
2014 Q2	12,6	95,5	0,4	1,5	-0,2	2,7	-0,1	30,9	3,2	132,4	2,4	2,0	1,2
Q3	12,7	95,0	1,6	1,7	-0,7	2,7	0,4	31,5	3,2	132,1	2,0	1,9	1,0
Q4	12,7	95,1	1,3	1,7	-0,5	2,3	0,7	32,2	2,6	133,1	1,9	0,9	1,1
2015 Q1	12,7	94,7	2,2	1,9	-0,1	3,8	1,3	.	2,7	135,3	2,5	1,0	1,5

Zdroj: ECB a Eurostat.

- Založené na kumulovaných súčtoch za štyri štvrtky v prípade úspor aj hrubého disponibilného príjmu (očistené od zmeny čistých majetkových účastí domácností v rezervách penzijných fondov).
- 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.
- Podiel zisku predstavuje čisté podnikateľské výnosy, čo je v zásade ekvivalent bežného zisku v podnikovom účtovníctve.
- Založené na stave úverov, dlhových cenných papierov, obchodných úverov a pasív penzijných schém.

### 3 Hospodárska aktivita

#### 3.8 Platobná bilancia eurozóny, bežný a kapitálový účet

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

	Bežný účet											Kapitálový účet <sup>1)</sup>	
	Spolu			Tovary		Služby		Primárne výnosy		Sekundárne výnosy		Inkasá	Platby
	Inkasá	Platby	Saldo	Inkasá	Platby	Inkasá	Platby	Inkasá	Platby	Inkasá	Platby		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014 Q3	835,8	778,1	57,7	491,2	428,7	175,5	157,9	144,9	136,3	24,2	55,2	6,8	2,6
Q4	842,7	784,9	57,8	505,3	430,4	177,9	164,6	135,6	130,8	24,0	59,1	12,8	5,3
2015 Q1	865,3	783,6	81,7	509,0	432,6	182,1	165,6	149,2	127,1	25,0	58,3	8,4	4,5
Q2	870,2	801,9	68,3	520,0	439,3	182,6	166,8	141,8	134,8	25,9	61,0	9,7	5,7
2015 Jan.	282,9	255,1	27,9	166,7	139,8	59,6	54,0	48,2	42,5	8,5	18,7	2,3	1,5
Feb.	287,7	260,5	27,2	170,5	142,9	60,7	55,6	48,0	41,9	8,5	20,2	2,6	1,2
Mar.	294,7	268,1	26,7	171,8	149,9	61,9	56,0	53,0	42,7	8,0	19,4	3,5	1,8
Apr.	292,8	269,0	23,8	174,3	145,8	59,7	56,2	50,9	45,7	7,9	21,3	2,4	1,3
Máj	291,5	272,4	19,1	172,9	147,9	62,2	55,6	46,8	46,0	9,6	22,9	3,7	1,5
Jún	285,9	260,5	25,4	172,8	145,6	60,6	55,0	44,1	43,1	8,4	16,8	3,5	2,9
<i>12-mesačné kumulované transakcie</i>													
2015 Jún	3 414,0	3 148,5	265,5	2 025,4	1 731,0	718,1	654,9	571,4	529,0	99,1	233,6	37,7	18,1
<i>12-mesačné kumulované transakcie v % HDP</i>													
2015 Jún	33,6	31,0	2,6	19,9	17,0	7,1	6,4	5,6	5,2	1,0	2,3	0,4	0,2

Zdroj: ECB a Eurostat.

1) Kapitálový účet nie je sezónne očistený

#### 3.9 Zahraničný obchod eurozóny,<sup>1)</sup> hodnota a objem podľa skupiny produktov<sup>2)</sup>

(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: Priemyselná výroba	Ropa		
			Medzispotreba	Kapitál	Spotreba		Medzispotreba	Kapitál	Spotreba				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Hodnota (mld. EUR; ročná percentuálna zmena pre stĺpce 1 a 2)</i>													
2014 Q3	2,9	0,4	486,1	236,1	96,9	139,5	397,7	439,5	269,4	62,1	101,0	287,7	73,3
Q4	4,5	0,0	498,3	237,4	102,4	145,1	409,4	435,6	260,3	63,3	102,9	293,5	65,9
2015 Q1	5,1	1,5	503,9	240,5	103,7	148,5	420,0	444,1	258,9	69,5	108,7	312,5	58,3
Q2	7,8	3,8	517,4	.	.	.	429,8	452,6	.	.	.	313,7	.
2015 Jan.	-0,7	-5,6	163,9	78,4	34,0	47,6	135,9	143,0	83,1	22,4	35,1	100,2	19,2
Feb.	4,3	1,0	168,6	80,5	35,1	49,7	141,0	147,4	86,1	23,3	36,0	104,4	18,9
Mar.	11,0	9,1	171,4	81,6	34,6	51,3	143,1	153,7	89,8	23,9	37,6	107,9	20,2
Apr.	8,6	4,8	173,4	81,7	35,4	51,3	144,0	151,8	89,1	23,7	36,3	105,4	19,3
Máj	2,5	-0,2	170,8	80,7	34,3	50,9	141,4	149,5	86,8	22,3	36,7	103,0	19,0
Jún	12,3	6,6	173,1	.	.	.	144,4	151,3	.	.	.	105,4	.
<i>Objemové indexy (2000 = 100; ročná percentuálna zmena pre stĺpce 1 a 2)</i>													
2014 Q3	1,2	2,1	114,5	112,6	114,4	116,4	114,7	101,5	101,1	100,4	103,0	104,6	88,8
Q4	3,1	2,0	117,2	113,7	119,3	121,0	116,9	102,0	101,9	98,5	102,5	104,2	97,0
2015 Q1	2,5	4,8	117,3	114,5	118,7	121,9	117,7	105,1	105,7	103,5	104,8	107,3	111,0
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 Jan.	-1,5	-0,3	115,8	113,0	117,9	119,7	115,3	103,8	104,1	102,8	103,1	105,0	117,3
Feb.	1,5	4,7	117,7	115,0	120,7	121,9	118,8	104,7	105,6	105,2	103,6	107,7	108,9
Mar.	7,0	10,1	118,3	115,6	117,6	124,1	119,2	106,8	107,4	102,6	107,8	109,3	106,8
Apr.	3,1	2,8	118,3	114,6	119,0	122,4	118,5	104,0	104,6	101,8	102,8	105,8	98,8
Máj	-2,5	-2,3	116,2	113,0	116,5	120,2	116,3	102,0	101,0	97,3	103,5	104,0	91,2
Jún	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Zdroj: ECB a Eurostat.

1) 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.

2) Skupiny produktov podľa klasifikácie v Broad Economic Categories.

## 4 Ceny a náklady

### 4.1 Harmonizovaný index spotrebiteľských cien<sup>1)</sup>

(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			Služby	Spolu	Spracované potraviny	Nespracované potraviny	Priemyselné tovary bez energií	Energie (s. n.)	Služby	HICP spolu bez regulovaných cien	Regulované ceny
		Spolu bez nesprac. potravín a energií	Tovary										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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
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 Q3	117,7	0,4	0,8	-0,3	1,2	0,1	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,3	0,2	1,6
Q4	117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,0	0,4	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	0,1	-4,2	0,2	-0,5	1,2
Q2	118,4	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,5	0,3	0,6	0,2	2,4	0,4	0,1	0,9
2015 Mar.	117,9	-0,1	0,6	-0,9	1,0	0,2	0,1	-0,1	0,1	1,7	0,0	-0,3	1,1
Apr.	118,2	0,0	0,6	-0,7	1,0	0,1	0,2	0,4	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,9
Máj	118,5	0,3	0,9	-0,4	1,3	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,9	0,3	0,3	1,0
Jún	118,5	0,2	0,8	-0,4	1,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,9
Júl	117,7	0,2	1,0	-0,5	1,2	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,7	0,2	0,1	0,9
Aug. <sup>2)</sup>	117,8	0,2	1,0	.	1,2	-0,1	0,0	0,8	0,1	-2,2	0,1	.	.

	Tovary						Služby					
	Potraviny (vrát. alkoholických nápojov a tabaku)			Priemyselné tovary			Bývanie	Doprava	Pošta a telekomunikácie	Rekreácia a osobné služby	Rôzne	
	Spolu	Spracované potraviny	Nespracované potraviny	Spolu	Priemyselné tovary bez energií	Energie						Nájomné
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
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
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 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
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
Q2	1,1	0,7	1,8	-1,4	0,2	-5,3	1,2	1,2	1,2	-0,9	1,4	1,2
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
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
Máj	1,2	0,6	2,1	-1,2	0,2	-4,8	1,2	1,2	1,6	-0,8	1,8	1,3
Jún	1,1	0,7	1,9	-1,3	0,3	-5,1	1,2	1,2	1,2	-0,8	1,3	1,1
Júl	0,9	0,6	1,4	-1,3	0,4	-5,6	1,2	1,1	1,5	-0,7	1,6	1,0
Aug. <sup>2)</sup>	1,2	0,6	2,3	.	0,6	-7,1	.	.	.	.	.	.

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

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.



## 4 Ceny a náklady

### 4.2 Ceny v priemysle, stavebníctve a ceny nehnuteľností

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	Ceny priemyselných výrobcov okrem stavebníctva										Stavebníctvo	Ceny nehnuteľností na bývanie <sup>1)</sup>	Experimentálny indikátor cien komerčných nehnuteľností <sup>1), 2)</sup>
	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					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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			
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	-0,1
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	-1,6
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	1,3
2014 Q3	106,8	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,5	-0,1	-0,5	0,3	-4,5	0,4	0,5	2,1
Q4	106,0	-1,9	-1,6	-0,3	-0,7	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-5,8	0,2	0,7	2,8
2015 Q1	104,5	-2,9	-2,6	-0,6	-1,5	0,7	-0,7	-1,3	0,2	-8,5	0,3	1,1	.
Q2	104,9	-2,1	-1,7	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,5	.	.	.
2015 Feb.	104,6	-2,8	-2,6	-0,7	-1,7	0,7	-0,7	-1,3	0,3	-8,1	-	-	-
Mar.	104,9	-2,3	-1,9	-0,5	-1,2	0,7	-0,6	-1,1	0,3	-6,8	-	-	-
Apr.	104,8	-2,1	-1,8	-0,4	-0,8	0,8	-0,8	-1,4	0,1	-6,4	-	-	-
Máj	104,9	-2,0	-1,5	-0,3	-0,6	0,7	-0,8	-1,3	0,0	-6,3	-	-	-
Jún	104,9	-2,1	-1,8	-0,4	-0,6	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,8	-	-	-
Júl	104,7	-2,1	-2,0	-0,4	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,2	-6,5	-	-	-

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

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

2) Údaje sa týkajú skupiny krajín Euro 19.

### 4.3 Ceny komodít a deflátoary hrubého domáceho produktu

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	Deflátoary HDP								Ceny ropy (EUR za barel)	Ceny neenergetických komodít (EUR)					
	Spolu (s. o.; index: 2010 = 100)	Spolu	Domáci dopyt				Vývoz <sup>1)</sup>	Dovoz <sup>1)</sup>		Vážené podľa dovozu <sup>2)</sup>			Vážené podľa použitia <sup>2)</sup>		
			Spolu	Súkromná spotreba	Spotreba verejnej správy	Tvorba hrubého fixného kapitálu				Spolu	Potraviny	Iné ako potraviny	Spolu	Potraviny	Iné ako potraviny
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
podiel v %									100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0	
2012	102,4	1,3	1,5	1,9	0,8	1,2	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	1,2	0,4	-0,3	-1,3	81,7	-9,0	-13,4	-6,9	-8,3	-10,1	-6,9
2014	104,6	0,9	0,5	0,4	1,0	0,4	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,6	-12,1	-4,6	0,7	-8,7
2014 Q3	104,7	0,9	0,5	0,3	1,1	0,5	-0,5	-1,5	78,0	-6,2	-1,7	-8,3	-2,1	0,2	-3,8
Q4	104,9	0,9	0,3	0,2	0,9	0,6	-0,5	-1,9	61,5	-5,5	6,2	-10,8	1,3	9,3	-4,7
2015 Q1	105,3	1,0	0,0	-0,2	0,7	0,5	-0,5	-2,9	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	57,4	-0,5	2,1	-2,0	4,0	5,6	2,6
2015 Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	52,4	1,0	4,6	-1,0	6,2	7,9	4,7
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	-1,4	3,4	-4,0	4,9	7,8	2,4
Máj	-	-	-	-	-	-	-	-	58,9	-0,2	-0,3	-0,1	3,8	3,3	4,2
Jún	-	-	-	-	-	-	-	-	56,7	-0,1	3,1	-1,9	3,3	5,9	1,1
Júl	-	-	-	-	-	-	-	-	51,7	-3,6	11,1	-11,0	0,5	9,8	-7,1
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,0	-7,5	4,7	-13,7	-4,0	5,5	-11,6

Zdroj: Eurostat, výpočty ECB a Thomson Reuters (stĺpec 9).

1) Deflátoary exportu a importu sa týkajú tovarov a služieb a zahŕňajú cezhraničný obchod v rámci eurozóny.

2) 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 Ceny a náklady

### 4.4 Cenové prieskumy (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 Q3	-0,7	-1,8	0,9	-16,9	11,7	51,2	53,7	49,8	48,4
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
Q2	-1,1	3,3	3,0	-15,4	-0,8	54,7	54,4	50,4	49,0
2015 Mar.	-4,6	0,6	2,4	-16,3	-3,8	50,7	54,2	49,7	48,6
Apr.	-2,7	2,8	2,3	-17,7	-2,0	52,4	53,6	50,1	48,9
Máj	-0,6	2,4	2,6	-13,7	-0,6	56,0	55,4	50,0	49,3
Jún	0,0	4,7	4,2	-14,9	0,1	55,7	54,1	51,0	48,9
Júl	-0,1	0,8	2,1	-14,0	0,9	54,4	54,3	50,4	49,5
Aug.	-2,4	3,1	2,1	-13,2	0,3	49,6	53,2	50,5	49,1

Zdroj: Európska komisia (DG ekonomických a finančných záležitostí) a Markit.

### 4.5 Ukazovatele nákladov práce (ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	Spolu (index: 2012 = 100)	Spolu	Podľa zložiek		Za vybrané ekonomické činnosti		Informatívna položka: indikátor dojednaných miezd <sup>1)</sup>
			Platy a mzdy	Sociálne príspevky zamestnávateľa	Výrobné odvetvia	Prevažne nevýrobné odvetvia	
	1	2	3	4	5	6	7
V % z úhrnu za r. 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2012	100,0	2,0	2,0	2,1	2,4	1,3	2,2
2013	101,4	1,3	1,5	1,0	1,2	1,6	1,8
2014	102,6	1,2	1,3	0,9	1,2	1,3	1,7
2014 Q3	100,5	1,4	1,5	1,3	1,3	1,8	1,7
Q4	107,9	1,2	1,1	1,3	1,1	1,3	1,7
2015 Q1	97,6	2,2	2,2	2,1	2,3	1,9	1,4
Q2	.	.	.	.	.	.	1,5

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

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

## 4 Ceny a náklady

### 4.6 Jednotkové náklady práce, kompenzácie na jednotku spotreby práce a produktivita práce (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 sieťové odvetvia	Stavebníctvo	Obchod, doprava, ubytovanie 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
<b>Jednotkové náklady práce</b>												
2012	102,5	1,9	2,2	1,8	3,8	2,4	0,0	0,0	1,3	3,7	0,6	3,1
2013	103,8	1,3	0,2	1,8	0,1	1,0	0,8	2,6	-1,9	1,2	1,7	1,7
2014	105,0	1,2	-3,8	1,8	0,5	0,7	1,2	1,0	0,5	2,1	1,3	1,0
2014 Q2	104,8	1,1	-4,7	1,8	0,3	0,9	0,9	0,9	0,2	2,4	1,1	1,2
Q3	105,3	1,3	-4,8	1,8	1,2	1,0	1,0	0,6	1,2	2,3	1,3	1,1
Q4	105,5	1,3	-0,7	2,3	1,1	0,7	1,7	0,9	0,4	2,1	1,5	1,5
2015 Q1	105,8	1,2	1,3	1,7	2,0	0,5	0,4	0,0	3,5	2,5	1,6	0,9
<b>Kompenzácie na zamestnanca</b>												
2012	103,6	1,5	0,3	1,9	2,3	1,7	1,5	1,2	1,1	2,1	0,9	1,9
2013	105,3	1,6	3,9	2,8	1,6	1,0	0,7	2,0	-0,1	1,1	1,7	1,4
2014	106,8	1,4	-1,1	2,3	1,6	1,2	2,0	1,4	1,0	1,6	1,3	1,1
2014 Q2	106,7	1,3	-1,3	2,1	1,7	1,1	1,8	1,7	0,9	1,5	1,2	1,4
Q3	107,1	1,3	-0,7	2,1	0,6	1,1	1,9	1,3	1,6	1,7	1,3	1,0
Q4	107,6	1,3	-1,1	2,2	1,2	1,1	1,9	1,8	0,8	1,5	1,4	0,5
2015 Q1	108,2	1,5	1,3	1,9	0,5	1,2	1,4	1,3	2,9	2,0	1,6	1,1
<b>Produktivita práce na jednu zamestnanú osobu</b>												
2012	101,1	-0,4	-1,9	0,1	-1,4	-0,7	1,5	1,2	-0,2	-1,5	0,3	-1,1
2013	101,4	0,3	3,7	1,0	1,5	0,1	-0,1	-0,6	1,9	-0,1	0,0	-0,3
2014	101,7	0,3	2,7	0,5	1,1	0,5	0,8	0,4	0,5	-0,5	0,0	0,1
2014 Q2	101,8	0,2	3,5	0,4	1,3	0,3	1,0	0,8	0,7	-0,9	0,0	0,2
Q3	101,7	0,1	4,3	0,3	-0,6	0,1	0,9	0,7	0,4	-0,6	0,0	-0,1
Q4	102,0	0,0	-0,5	-0,2	0,1	0,4	0,2	0,9	0,3	-0,5	-0,1	-1,1
2015 Q1	102,2	0,2	-0,1	0,2	-1,4	0,7	0,9	1,3	-0,6	-0,5	0,0	0,2
<b>Kompenzácie na odpracovanú hodinu</b>												
2012	104,8	2,9	2,3	3,5	5,1	3,4	2,0	1,7	1,7	3,2	1,4	2,9
2013	107,2	2,3	4,2	3,0	3,0	1,8	1,0	2,5	1,4	2,1	2,2	2,1
2014	108,6	1,3	-0,9	1,8	1,3	1,2	1,9	1,7	1,1	1,5	1,1	1,3
2014 Q2	108,4	1,4	-0,6	2,5	1,7	1,3	1,7	2,2	1,5	1,4	0,9	0,9
Q3	108,8	1,3	-0,6	1,9	0,6	1,2	1,7	1,7	1,3	1,4	1,2	1,4
Q4	109,0	1,1	-1,5	1,6	0,7	0,9	1,5	2,5	0,3	1,3	1,1	0,5
2015 Q1	109,9	1,6	1,0	2,0	0,4	1,6	1,1	2,0	2,7	2,2	1,7	0,6
<b>Hodinová produktivita práce</b>												
2012	102,3	0,9	-0,9	1,7	1,2	0,7	2,1	2,0	0,8	-0,4	0,9	-0,1
2013	103,3	1,0	4,1	1,2	2,8	0,6	0,2	-0,1	2,9	0,7	0,5	0,5
2014	103,5	0,2	2,9	0,0	0,8	0,5	0,9	0,7	1,0	-0,4	-0,2	0,5
2014 Q2	103,6	0,4	4,1	0,7	1,4	0,4	1,0	1,5	1,4	-0,6	-0,1	0,3
Q3	103,4	0,2	4,5	0,1	-0,3	0,2	1,2	1,4	1,5	-0,5	-0,1	0,5
Q4	103,4	-0,2	-1,6	-0,7	-0,6	0,3	0,2	1,6	0,0	-0,7	-0,3	-0,8
2015 Q1	103,9	0,4	-1,2	0,2	-1,3	1,2	1,3	1,8	-1,1	-0,1	0,1	0,0

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

## 5 Peňažné a úverové agregáty

### 5.1 Menové agregáty<sup>1)</sup>

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

	M3											12
	M1			M2				M3-M2				
	Obeživo	Vklady splatné na požiadanie	3	M2-M1		7	Repo obchody	Akcie a podiely fondov peňažného trhu	Dlhové cenné papiere so splatnosťou do 2 rokov	11		
				Vklady s dohodnutou splatnosťou do 2 rokov	Vklady s výpovednou lehotou do 3 mesiacov						4	
1	2											
<b>Stav</b>												
2012	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	9 781,0
2013	908,8	4 482,6	5 391,4	1 691,2	2 123,2	3 814,4	9 205,8	120,0	417,8	86,5	624,3	9 830,0
2014	967,3	4 949,1	5 916,4	1 605,0	2 129,6	3 734,5	9 650,9	122,2	427,3	104,4	653,9	10 304,8
2014 Q3	948,2	4 745,2	5 693,4	1 647,5	2 136,6	3 784,1	9 477,5	122,4	419,0	68,8	610,2	10 087,7
Q4	967,3	4 949,1	5 916,4	1 605,0	2 129,6	3 734,5	9 650,9	122,2	427,3	104,4	653,9	10 304,8
2015 Q1	993,7	5 173,7	6 167,4	1 529,2	2 133,5	3 662,7	9 830,1	125,7	436,5	96,9	659,1	10 489,2
Q2	1 015,0	5 303,2	6 318,2	1 478,8	2 162,1	3 640,9	9 959,0	91,1	438,0	97,0	626,1	10 585,2
2015 Feb.	992,4	5 106,6	6 099,0	1 535,3	2 123,3	3 658,6	9 757,6	132,4	443,0	108,9	684,3	10 441,9
Mar.	993,7	5 173,7	6 167,4	1 529,2	2 133,5	3 662,7	9 830,1	125,7	436,5	96,9	659,1	10 489,2
Apr.	1 003,3	5 189,9	6 193,2	1 518,9	2 151,1	3 670,0	9 863,2	129,5	451,7	103,5	684,7	10 547,9
Máj	1 006,7	5 264,9	6 271,6	1 486,1	2 157,2	3 643,3	9 914,9	111,7	442,9	92,7	647,3	10 562,2
Jún	1 015,0	5 303,2	6 318,2	1 478,8	2 162,1	3 640,9	9 959,0	91,1	438,0	97,0	626,1	10 585,2
Júl <sup>(p)</sup>	1 021,1	5 377,6	6 398,7	1 469,8	2 163,1	3 632,9	10 031,5	105,7	456,2	90,5	652,3	10 683,9
<b>Transakcie</b>												
2012	20,0	289,5	309,5	-36,0	114,9	78,9	388,5	-16,9	-20,2	-18,5	-55,6	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	370,2	428,1	-91,9	3,6	-88,3	339,8	0,8	10,7	12,5	24,0	363,7
2014 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	125,9	145,1	-40,9	-9,0	-50,0	95,1	-0,5	11,2	18,4	29,1	124,2
2015 Q1	25,2	188,7	213,9	-63,3	4,8	-58,5	155,4	2,3	4,9	-8,7	-1,6	153,9
Q2	21,3	151,6	172,8	-49,1	15,0	-34,1	138,7	-34,3	1,5	1,9	-30,9	107,9
2015 Feb.	7,6	47,2	54,8	-19,3	2,7	-16,6	38,2	12,8	4,4	6,9	24,1	62,3
Mar.	1,3	59,8	61,1	-8,9	10,4	1,5	62,6	-7,0	-6,6	-13,2	-26,8	35,8
Apr.	9,6	37,7	47,4	-8,5	4,0	-4,5	42,8	4,1	15,3	7,5	26,9	69,7
Máj	3,4	70,9	74,3	-34,1	6,0	-28,1	46,2	-18,0	-8,8	-11,1	-37,9	8,3
Jún	8,2	43,0	51,2	-6,5	5,0	-1,5	49,7	-20,4	-4,9	5,4	-19,9	29,8
Júl <sup>(p)</sup>	6,1	70,5	76,6	-14,1	1,0	-13,1	63,4	14,4	18,2	-6,4	26,2	89,7
<b>Miera rastu</b>												
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	-5,4	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	18,3	3,9	3,7
2014 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	-5,4	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	18,3	3,9	3,7
2015 Q1	7,3	10,5	10,0	-7,7	0,3	-3,2	4,6	5,1	5,3	11,0	5,5	4,7
Q2	8,8	12,3	11,7	-10,8	0,7	-4,3	5,2	-30,9	6,8	25,1	0,5	4,9
2015 Feb.	7,9	9,4	9,1	-7,3	0,0	-3,2	4,1	0,5	3,4	22,1	4,8	4,1
Mar.	7,3	10,5	10,0	-7,7	0,3	-3,2	4,6	5,1	5,3	11,0	5,5	4,7
Apr.	8,2	11,0	10,5	-8,0	0,5	-3,3	4,9	6,2	9,2	40,0	11,6	5,3
Máj	8,3	11,8	11,2	-10,3	0,7	-4,1	5,0	-9,5	7,7	15,1	4,7	5,0
Jún	8,8	12,3	11,7	-10,8	0,7	-4,3	5,2	-30,9	6,8	25,1	0,5	4,9
Júl <sup>(p)</sup>	8,9	12,7	12,1	-11,5	0,8	-4,6	5,4	-19,1	7,9	25,6	3,6	5,3

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

## 5 Peňažné a úverové agregáty

### 5.2 Vklady zahrnuté v M3<sup>1)</sup>

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

	Nefinančné korporácie <sup>2)</sup>					Domácnosti <sup>3)</sup>					Finančné korporácie iné ako PFI a PKPF <sup>2)</sup>	Poistovacie korporácie a penzijné fondy (PKPF)	Ostatná verejná správa <sup>4)</sup>
	Spolu	Vklady splatné na požiadanie	Vklady s dohodnutou splatnosťou do 2 rokov	Vklady s výpovednou lehotou do 3 mesiacov	Repo obchody	Spolu	Jednodňové 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	1 813,6	1 329,4	368,3	96,5	19,5	5 556,9	2 753,4	810,7	1 989,9	2,8	885,5	218,9	330,8
2014 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	1 813,6	1 329,4	368,3	96,5	19,5	5 556,9	2 753,4	810,7	1 989,9	2,8	885,5	218,9	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	952,8	225,0	339,0
Q2	1 851,9	1 407,1	320,7	111,9	12,2	5 649,4	2 911,5	734,7	2 000,3	2,8	965,7	228,6	339,6
2015 Feb.	1 851,7	1 393,7	347,1	97,0	13,9	5 566,5	2 810,2	771,1	1 980,9	4,3	905,4	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	952,8	225,0	339,0
Apr.	1 844,5	1 387,5	333,3	112,8	10,9	5 611,5	2 859,2	756,7	1 991,9	3,7	959,3	229,8	344,3
Máj	1 852,0	1 403,6	324,3	111,9	12,2	5 624,4	2 878,1	745,8	1 996,7	3,8	966,4	230,7	346,4
Jún	1 851,9	1 407,1	320,7	111,9	12,2	5 649,4	2 911,5	734,7	2 000,3	2,8	965,7	228,6	339,6
Júl <sup>(p)</sup>	1 889,1	1 440,1	323,2	113,0	12,8	5 667,8	2 945,3	721,5	1 997,8	3,2	980,9	233,7	344,6
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	68,6	90,2	-25,4	1,4	2,5	140,4	209,1	-65,6	-1,4	-1,7	46,4	6,3	20,9
2014 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	7,1	16,3	-12,1	-1,2	4,0	26,0	67,7	-33,0	-6,6	-2,0	56,4	-8,2	-5,7
2015 Q1	29,6	49,1	-17,2	2,5	-4,9	39,1	81,4	-43,3	-0,1	1,1	50,5	4,6	8,6
Q2	8,8	29,4	-19,0	1,0	-2,6	52,9	71,6	-27,2	9,6	-1,1	16,9	3,9	0,7
2015 Feb.	11,7	13,5	-5,0	0,8	2,5	12,1	23,4	-12,7	1,0	0,4	18,3	-4,6	5,8
Mar.	-9,0	-3,9	-8,0	2,0	0,9	30,7	32,8	-9,9	8,2	-0,4	43,0	0,3	-10,7
Apr.	1,6	10,0	-6,3	1,9	-3,9	14,9	18,9	-5,0	1,3	-0,3	10,2	5,1	5,4
Máj	5,2	14,4	-9,5	-0,9	1,2	12,0	18,3	-11,2	4,7	0,2	4,8	0,7	2,0
Jún	2,0	5,0	-3,2	0,0	0,1	25,9	34,4	-11,1	3,6	-1,1	1,8	-1,9	-6,7
Júl <sup>(p)</sup>	33,3	31,4	0,3	1,1	0,5	17,6	33,2	-13,6	-2,4	0,4	13,0	4,8	3,2
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	4,0	7,5	-6,3	1,5	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,4	7,0
2014 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	4,0	7,5	-6,3	1,5	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,4	7,0
2015 Q1	4,6	9,5	-10,0	3,6	-5,7	2,8	9,7	-11,2	0,1	-31,0	14,6	-0,8	5,2
Q2	4,2	10,1	-14,1	4,5	-23,3	3,0	10,8	-13,9	0,2	-38,0	13,7	-1,3	5,1
2015 Feb.	4,8	9,9	-8,9	1,3	-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	3,6	-5,7	2,8	9,7	-11,2	0,1	-31,0	14,6	-0,8	5,2
Apr.	4,4	9,9	-11,4	5,5	-37,8	2,9	10,0	-11,4	0,1	-35,3	15,6	1,5	7,5
Máj	4,4	10,4	-13,9	4,5	-24,1	2,9	10,2	-12,7	0,2	-25,3	13,4	1,8	8,5
Jún	4,2	10,1	-14,1	4,5	-23,3	3,0	10,8	-13,9	0,2	-38,0	13,7	-1,3	5,1
Júl <sup>(p)</sup>	5,5	11,7	-14,3	4,6	-11,1	3,1	11,2	-15,1	0,2	-35,4	14,4	-1,6	4,9

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) Vráťane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

4) Sektor verejnej správy bez ústrednej štátnej správy.

## 5 Peňažné a úverové agregáty

### 5.3 Pohľadávky voči rezidentom eurozóny<sup>1)</sup>

(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								Dlhové cenné papiere	Majetkové účasti a akcie/podielové listy investičných fondov nepeňažného trhu
	Spolu	Úvery	Dlhové cenné papiere	Spolu	Úvery					Dlhové cenné papiere			
					Spolu	nefinančným korporáciám <sup>3)</sup>	domácnostiam <sup>4)</sup>	finančným korporáciám iným ako PFI a PKPF <sup>3)</sup>	poistovacím korporáciám a penzijným fondom (PKPF)				
	1	2	3	4	očistené od predaja úverov a sekuritizácie <sup>2)</sup>	5	6	7	8	9	10		
<b>Stav</b>													
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	3 609,7	1 131,7	2 478,0	12 562,5	10 512,2	-	4 280,3	5 199,3	904,6	128,1	1 276,5	773,8	
2014 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	3 609,7	1 131,7	2 478,0	12 562,5	10 512,2	-	4 280,3	5 199,3	904,6	128,1	1 276,5	773,8	
2015 Q1	3 674,0	1 153,4	2 520,6	12 674,3	10 613,9	-	4 310,1	5 233,7	935,5	134,6	1 273,1	787,3	
Q2	3 684,8	1 137,6	2 547,1	12 624,5	10 590,4	-	4 291,7	5 257,2	905,0	136,5	1 243,7	790,3	
2015 Feb.	3 638,7	1 146,7	2 492,0	12 650,5	10 588,3	-	4 312,8	5 221,0	917,4	137,1	1 272,9	789,3	
Mar.	3 674,0	1 153,4	2 520,6	12 674,3	10 613,9	-	4 310,1	5 233,7	935,5	134,6	1 273,1	787,3	
Apr.	3 702,3	1 151,6	2 550,7	12 654,0	10 610,4	-	4 303,9	5 236,3	933,1	137,1	1 262,0	781,7	
Máj	3 698,4	1 144,0	2 554,4	12 659,4	10 611,2	-	4 300,4	5 243,4	923,2	144,2	1 257,2	791,0	
Jún	3 684,8	1 137,6	2 547,1	12 624,5	10 590,4	-	4 291,7	5 257,2	905,0	136,5	1 243,7	790,3	
Júl <sup>(p)</sup>	3 727,5	1 132,7	2 594,8	12 712,5	10 608,6	-	4 300,0	5 260,5	916,7	131,5	1 297,4	806,5	
<b>Transakcie</b>													
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	73,6	16,3	57,3	-106,8	-50,7	19,2	-58,3	-15,0	11,0	11,6	-90,0	33,9	
2014 Q3	40,4	-1,4	41,8	-18,7	-10,3	-10,6	-18,4	8,2	-4,4	4,2	-14,1	5,7	
Q4	47,5	12,8	34,7	1,7	22,8	33,6	4,3	5,1	6,8	6,6	-36,7	15,6	
2015 Q1	38,5	21,5	17,0	34,6	45,8	52,9	8,3	20,1	11,5	6,0	-4,0	-7,2	
Q2	59,8	-15,4	75,2	-13,1	4,0	22,3	1,2	29,7	-28,9	2,0	-24,3	7,1	
2015 Feb.	-20,1	2,7	-22,8	10,6	8,3	15,5	10,3	1,4	-1,5	-1,9	-5,7	8,0	
Mar.	27,2	5,4	21,9	14,0	21,5	20,9	-3,0	12,9	14,2	-2,6	-1,1	-6,4	
Apr.	39,3	-1,5	40,8	-1,9	12,5	23,1	2,2	7,1	0,6	2,7	-8,9	-5,6	
Máj	8,9	-7,8	16,7	1,2	-1,7	6,6	-4,8	6,9	-10,9	7,0	-4,9	7,8	
Jún	11,6	-6,0	17,6	-12,4	-6,8	-7,4	3,8	15,7	-18,7	-7,7	-10,5	4,9	
Júl <sup>(p)</sup>	31,6	-5,0	36,7	77,2	21,2	35,9	9,7	4,5	12,1	-5,0	44,9	11,0	
<b>Miera rastu</b>													
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	-1,3	-0,3	1,1	11,8	-6,6	4,2	
2014 Q3	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,5	8,5	-8,5	1,8	
Q4	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,3	-0,3	1,1	11,8	-6,6	4,2	
2015 Q1	2,8	2,0	3,2	-0,3	0,1	0,8	-0,6	0,0	2,3	14,1	-5,0	2,9	
Q2	5,3	1,6	7,1	0,0	0,6	0,9	-0,1	1,2	-1,9	17,8	-6,0	2,6	
2015 Feb.	1,9	1,5	2,1	-0,5	-0,1	0,6	-0,6	-0,2	0,5	15,4	-5,6	4,0	
Mar.	2,8	2,0	3,2	-0,3	0,1	0,8	-0,6	0,0	2,3	14,1	-5,0	2,9	
Apr.	3,9	2,4	4,7	0,0	0,1	0,9	-0,4	0,0	0,3	17,2	-2,5	2,7	
Máj	4,1	0,9	5,6	0,2	0,6	1,0	-0,2	1,0	-0,9	27,0	-5,4	3,7	
Jún	5,3	1,6	7,1	0,0	0,6	0,9	-0,1	1,2	-1,9	17,8	-6,0	2,6	
Júl <sup>(p)</sup>	5,8	0,8	8,1	0,7	0,9	1,4	0,4	1,3	0,4	10,1	-2,8	3,0	

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) Vráťane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

## 5 Peňažné a úverové agregáty

### 5.4 Úvery PFI nefinančným korporáciám a domácnostiam eurozóny<sup>1)</sup>

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

	Nefinančné korporácie <sup>2)</sup>					Domácnosti <sup>3)</sup>				
	Spolu		do 1 roka	nad 1 rok a do 5 rokov	nad 5 rokov	Spolu		Spotrebiteľ- ské úvery	Úvery na bývanie	Ostatné úvery
	1	očistené od predaja úve- rov a sekurití- zácie <sup>4)</sup>				2	3			
<b>Stav</b>										
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	4 280,3	-	1 081,2	725,1	2 474,0	5 199,3	-	563,3	3 860,1	776,0
2014 Q3	4 288,1	-	1 056,5	726,1	2 505,4	5 194,6	-	567,1	3 843,7	783,8
Q4	4 280,3	-	1 081,2	725,1	2 474,0	5 199,3	-	563,3	3 860,1	776,0
2015 Q1	4 310,1	-	1 089,9	738,9	2 481,3	5 233,7	-	567,9	3 890,4	775,4
Q2	4 291,7	-	1 084,5	744,4	2 462,8	5 257,2	-	578,5	3 907,6	771,1
2015 Feb.	4 312,8	-	1 090,4	734,7	2 487,7	5 221,0	-	565,2	3 882,2	773,6
Mar.	4 310,1	-	1 089,9	738,9	2 481,3	5 233,7	-	567,9	3 890,4	775,4
Apr.	4 303,9	-	1 090,4	738,0	2 475,5	5 236,3	-	566,9	3 894,8	774,6
Máj	4 300,4	-	1 085,2	742,7	2 472,5	5 243,4	-	568,3	3 901,7	773,4
Jún	4 291,7	-	1 084,5	744,4	2 462,8	5 257,2	-	578,5	3 907,6	771,1
Júl <sup>(p)</sup>	4 300,0	-	1 086,9	744,7	2 468,3	5 260,5	-	578,7	3 911,7	770,1
<b>Transakcie</b>										
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	-58,3	-45,0	-13,6	1,6	-46,2	-15,0	41,2	-3,0	-3,2	-8,8
2014 Q3	-18,4	-19,9	-3,1	-6,8	-8,4	8,2	9,6	1,2	13,1	-6,1
Q4	4,3	6,8	-7,3	8,5	3,0	5,1	13,9	-2,2	9,3	-2,1
2015 Q1	8,3	11,2	-0,7	7,3	1,8	20,1	24,2	2,2	17,9	0,0
Q2	1,2	10,7	-0,1	11,6	-10,2	29,7	38,7	9,1	21,7	-1,2
2015 Feb.	10,3	12,4	3,1	-1,1	8,4	1,4	6,4	-0,7	3,8	-1,7
Mar.	-3,0	-2,0	-1,8	3,7	-4,9	12,9	11,6	2,9	7,5	2,4
Apr.	2,2	4,2	3,7	0,7	-2,2	7,1	15,4	-0,7	7,5	0,3
Máj	-4,8	1,1	-6,2	4,3	-2,8	6,9	9,2	1,7	6,4	-1,1
Jún	3,8	5,4	2,5	6,5	-5,2	15,7	14,0	8,2	7,8	-0,3
Júl <sup>(p)</sup>	9,7	14,6	2,1	0,3	7,2	4,5	14,0	0,8	4,4	-0,7
<b>Miera rastu</b>										
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	-1,3	-1,0	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	-0,1	-1,1
2014 Q3	-2,0	-1,8	-1,4	-3,3	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
Q4	-1,3	-1,0	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	-0,1	-1,1
2015 Q1	-0,6	-0,2	-0,7	2,1	-1,2	0,0	1,1	-0,1	0,2	-1,1
Q2	-0,1	0,2	-1,1	2,8	-0,6	1,2	1,7	1,8	1,6	-1,2
2015 Feb.	-0,6	-0,3	0,5	0,8	-1,5	-0,2	0,9	-0,5	0,0	-1,1
Mar.	-0,6	-0,2	-0,7	2,1	-1,2	0,0	1,1	-0,1	0,2	-1,1
Apr.	-0,4	0,0	0,4	1,4	-1,2	0,0	1,3	-0,1	0,2	-0,7
Máj	-0,2	0,2	0,4	2,4	-1,2	1,0	1,5	0,5	1,4	-1,0
Jún	-0,1	0,2	-1,1	2,8	-0,6	1,2	1,7	1,8	1,6	-1,2
Júl <sup>(p)</sup>	0,4	0,9	-0,2	3,1	-0,2	1,3	1,9	1,8	1,6	-0,5

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 Peňažné a úverové agregáty

### 5.5 Protipoložky M3 iné ako pohľadávky voči rezidentom eurozóny<sup>1)</sup>

(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 štátnej správy <sup>2)</sup>	Dlhodobejšie finančné záväzky voči rezidentom eurozóny					Čisté zahraničné aktíva	Ostatné		
		Spolu	Vklady s dohodnutou splatnosťou nad 2 roky	Vklady s výpovednou lehotou nad 3 mesiace	Dlhové cenné papiere so splatnosťou nad 2 roky	Kapitál a rezervy		Repo obchody s centrálnymi protistranami <sup>3)</sup>	Reverzné repo obchody s centrálnymi protistranami <sup>3)</sup>	Spolu
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Stav</b>										
2012	305,4	7 578,1	2 395,9	106,0	2 680,8	2 395,4	1 029,8	154,4	260,8	201,2
2013	260,2	7 311,0	2 373,3	91,5	2 506,3	2 340,0	1 153,9	130,6	183,8	122,1
2014	262,0	7 175,5	2 253,5	92,2	2 375,1	2 454,6	1 388,8	181,2	185,3	139,8
2014 Q3	249,7	7 336,1	2 278,6	92,4	2 457,0	2 507,9	1 419,3	183,5	163,6	121,7
Q4	262,0	7 175,5	2 253,5	92,2	2 375,1	2 454,6	1 388,8	181,2	185,3	139,8
2015 Q1	287,6	7 314,0	2 259,8	90,5	2 394,8	2 568,8	1 511,5	230,9	234,8	159,1
Q2	265,1	7 155,8	2 219,9	86,5	2 331,5	2 517,9	1 457,0	239,8	224,5	143,7
2015 Feb.	263,0	7 292,9	2 263,3	91,8	2 396,3	2 541,5	1 450,8	257,8	226,3	144,5
Mar.	287,6	7 314,0	2 259,8	90,5	2 394,8	2 568,8	1 511,5	230,9	234,8	159,1
Apr.	260,3	7 227,8	2 238,2	88,7	2 355,3	2 545,6	1 450,6	229,0	209,3	132,1
Máj	275,9	7 220,5	2 232,7	87,4	2 343,2	2 557,2	1 467,0	233,7	222,9	140,7
Jún	265,1	7 155,8	2 219,9	86,5	2 331,5	2 517,9	1 457,0	239,8	224,5	143,7
Júl <sup>(p)</sup>	248,1	7 148,2	2 228,9	85,7	2 316,0	2 517,5	1 391,7	248,5	202,2	137,4
<b>Transakcie</b>										
2012	-4,9	-112,8	-156,3	-10,2	-106,4	160,1	99,5	31,3	9,4	41,5
2013	-46,0	-90,8	-18,6	-14,3	-137,6	79,7	359,2	-66,6	32,2	43,9
2014	-6,9	-162,4	-120,1	2,1	-154,9	110,5	246,0	-18,3	1,5	17,7
2014 Q3	-20,9	-1,8	-28,4	2,3	-28,5	52,7	38,4	26,4	-7,7	2,6
Q4	4,5	-94,1	-25,5	1,2	-77,4	7,5	37,8	-52,4	21,7	18,1
2015 Q1	22,4	-50,8	-31,1	-2,8	-47,2	30,3	3,6	48,8	49,4	19,3
Q2	-22,5	-80,8	-39,3	-4,0	-48,3	10,8	-8,1	-34,0	-10,3	-15,4
2015 Feb.	-43,1	-17,5	-8,6	-1,0	-12,1	4,2	-21,1	32,3	23,0	11,3
Mar.	24,6	-15,2	-6,0	-1,3	-22,7	14,8	28,8	-24,8	8,4	14,6
Apr.	-27,3	-38,1	-19,2	-1,8	-18,9	1,8	-30,3	-2,7	-25,4	-27,0
Máj	15,6	-17,7	-6,9	-1,3	-23,9	14,4	4,3	-8,1	13,6	8,6
Jún	-10,8	-25,0	-13,2	-0,9	-5,5	-5,4	17,9	-23,2	1,6	3,1
Júl <sup>(p)</sup>	-17,0	-6,2	12,7	-0,7	-21,5	3,4	-55,1	12,7	-22,3	-6,4
<b>Miera rastu</b>										
2012	-1,5	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,1	-	-	2,5	26,1
2013	-15,1	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,4	-	-	10,3	23,5
2014	-2,7	-2,2	-5,1	2,3	-6,1	4,6	-	-	0,8	14,5
2014 Q3	-11,5	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	-	-	-17,5	-3,2
Q4	-2,7	-2,2	-5,1	2,3	-6,1	4,6	-	-	0,8	14,5
2015 Q1	5,7	-2,9	-5,9	-0,3	-6,8	3,9	-	-	32,5	36,3
Q2	-6,0	-3,1	-5,4	-3,7	-8,1	4,1	-	-	31,0	20,7
2015 Feb.	-4,3	-2,5	-5,8	0,9	-5,9	4,2	-	-	27,0	28,4
Mar.	5,7	-2,9	-5,9	-0,3	-6,8	3,9	-	-	32,5	36,3
Apr.	-5,6	-3,1	-5,5	-2,3	-7,3	3,3	-	-	28,6	33,0
Máj	-2,5	-3,2	-5,3	-3,8	-8,4	4,2	-	-	51,4	51,4
Jún	-6,0	-3,1	-5,4	-3,7	-8,1	4,1	-	-	31,0	20,7
Júl <sup>(p)</sup>	-12,7	-3,1	-4,4	-5,1	-8,5	3,5	-	-	19,0	13,6

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

(v % HDP; toky počas obdobia 1 roka)

	Deficit (-)/prebytok (+)					Informatívna položka: Primárny deficit (-)/prebytok (+)
	Spolu	Ústredná štátna správa	Regionálna štátna správa	Miestna samospráva	Fondy sociálneho zabezpečenia	
	1	2	3	4	5	6
2011	-4,1	-3,3	-0,7	-0,2	0,0	-1,2
2012	-3,6	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-2,9	-2,5	-0,2	0,0	-0,1	-0,1
2014	-2,4	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,2
2014 Q2	-2,6	.	.	.	.	0,1
Q3	-2,4	.	.	.	.	0,3
Q4	-2,4	.	.	.	.	0,2
2015 Q1	-2,4	.	.	.	.	0,2

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

### 6.2 Príjmy a výdavky

(v % HDP; toky počas obdobia 1 roka)

	Príjmy						Výdavky						
	Spolu	Bežné príjmy			Kapitálové príjmy	Spolu	Bežné výdavky				Kapitálové výdavky		
		Priame dane	Nepriame dane	Čisté sociálne príspevky			Kompenzácie zamestnancov	Medzi-spotreba	Úroky	Sociálne benefity			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2011	44,8	44,4	11,7	12,6	15,1	0,4	49,0	44,7	10,4	5,3	3,0	22,2	4,3
2012	45,9	45,5	12,2	12,9	15,3	0,4	49,5	45,1	10,4	5,3	3,0	22,6	4,4
2013	46,6	46,1	12,5	12,9	15,5	0,5	49,4	45,4	10,4	5,3	2,8	22,9	4,0
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,4	10,3	5,3	2,6	23,1	3,7
2014 Q2	46,7	46,2	12,5	13,0	15,5	0,5	49,3	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	3,9
Q3	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	3,7
Q4	46,7	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,4	10,3	5,3	2,6	23,1	3,7
2015 Q1	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,0	45,3	10,3	5,3	2,5	23,1	3,7

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

### 6.3 Pomer štátneho dlhu k HDP

(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	
	1	2	3	4	5	PFI 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 Q2	92,7	2,7	16,7	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	92,1	2,6	16,7	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	92,0	2,7	16,9	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 Q1	92,9	2,7	16,7	73,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Fiškálny vývoj

### 6.4 Ročná zmena pomeru štátneho dlhu k HDP a hlavné faktory<sup>1)</sup>

(v % HDP; toky počas obdobia 1 roka)

	Zmena pomeru dlhu k HDP <sup>2)</sup>	Primárny deficit (+)/ prebytok (-)	Úprava deficitu a dlhu								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 Q2	0,9	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	-0,2	0,1	1,3	2,6
Q3	1,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,2	-0,3	0,3	1,2	2,7
Q4	1,1	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,2	0,1	-0,1	0,1	1,1	2,7
2015 Q1	0,9	-0,2	0,1	0,2	0,4	-0,1	-0,2	0,1	-0,2	0,1	1,0	2,7

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

1) Medzištátne pôžičky v kontexte finančnej krízy sú konsolidované, s výnimkou štvrťročných údajov týkajúcich sa úpravy deficitu a dlhu.

2) Vypočítané ako rozdiely medzi pomermi štátneho dlhu k HDP na konci referenčného obdobia a predchádzajúceho roka.

### 6.5 Štátne dlhové cenné papiere<sup>1)</sup>

(dlhová služba v % HDP; toky v priebehu obdobia dlhovej služby; priemerný nominálny výnos v % p. a.)

	Dlhová služba splatná v rámci 1 roka <sup>2)</sup>					Priemerná zostatková splatnosť v rokoch <sup>3)</sup>	Priemerný nominálny výnos <sup>4)</sup>						
	Spolu	Istina		Úrok			Stav					Transakcie	
		splatnosť do 3 mesiacov	Úrok	splatnosť do 3 mesiacov	Úrok		Spolu	Pohyblivá sadzba	Nulový kupón	Fixná sadzba	splatnosť do 1 roka	Emisia	Odkúpenie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	16,3	14,2	4,9	2,1	0,5	6,3	3,8	1,7	1,1	4,0	3,1	1,6	2,2
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 Q2	16,6	14,5	5,4	2,1	0,5	6,4	3,3	1,6	0,7	3,6	2,7	1,1	1,6
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
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
2015 Q1	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 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
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
Apr.	15,9	13,9	4,8	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	0,3	3,4	2,8	0,5	1,7
Máj	16,0	13,9	5,1	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	-0,2	3,4	2,8	0,4	1,6
Jún	15,4	13,4	4,9	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,4	2,8	0,3	1,4
Júl	15,3	13,3	4,3	2,0	0,5	6,6	2,8	1,2	-0,3	3,4	2,8	0,3	1,5

Zdroj: ECB.

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

2) Nezahŕňa budúce platby ešte nesplatených dlhových cenných papierov a predčasné splatenie.

3) Zostatková splatnosť ku koncu obdobia.

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

## 6 Fiškálny vývoj

### 6.6 Fiškálny vývoj v krajinách eurozóny

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

	Belgicko 1	Nemecko 2	Estónsko 3	Írsko 4	Grécko 5	Španielsko 6	Francúzsko 7	Taliano 8	Cyprus 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 Q2	-3,3	0,3	-0,3	-5,1	-3,0	-6,2	-3,9	-2,9	-11,9	
Q3	-3,1	0,5	-0,2	-4,6	-2,3	-5,7	-4,0	-2,8	-10,2	
Q4	-3,2	0,6	0,6	-4,0	-3,5	-5,8	-4,0	-3,0	-8,8	
2015 Q1	-3,5	0,7	0,4	-3,9	-4,6	-5,8	-3,9	-2,9	-0,2	
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 Q2	108,9	75,8	10,5	114,5	177,4	96,4	95,5	134,1	109,8	
Q3	108,3	75,3	10,5	112,6	175,8	96,8	95,7	132,0	104,7	
Q4	106,6	74,9	10,6	107,6	177,1	97,7	95,6	132,1	107,5	
2015 Q1	111,1	74,4	10,5	104,8	168,8	98,0	97,5	135,1	106,8	
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 Q2	-0,3	-1,3	1,3	-3,4	-3,0	-1,2	-4,6	-12,8	-2,6	-2,7
Q3	0,0	-0,7	0,7	-2,8	-2,8	-0,4	-4,4	-12,8	-2,8	-2,8
Q4	-1,4	-0,7	0,6	-2,1	-2,4	-2,4	-4,5	-4,9	-2,9	-3,1
2015 Q1	-1,9	-0,8	0,3	-2,5	-2,0	-1,9	-4,4	-4,6	-2,8	-3,0
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 Q2	41,0	38,6	22,4	74,8	68,6	82,2	130,8	78,2	55,7	58,5
Q3	40,4	38,1	22,1	72,2	68,0	80,7	132,2	77,7	55,4	57,8
Q4	40,0	40,8	22,1	68,5	67,9	84,4	130,2	80,9	53,6	59,3
2015 Q1	35,0	38,1	21,6	70,3	68,9	84,7	129,6	81,9	54,0	60,3

Zdroj: Eurostat.

© **Európska centrálna banka**

Poštová adresa        60640 Frankfurt am Main, Germany  
Telefón                +49 69 1344 0  
Webová stránka        [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) / [www.esrb.europa.eu](http://www.esrb.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. Reprodukovanie na vzdelávacie a nekomerčné účely je povolené s uvedením zdroja.

Redakčná uzávierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 9. septembra 2015.

ISSN                    2363-3549 (online)  
Katalógové číslo EÚ    QB-BP-15-002-SK-N (online)