



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 8 / 2015



Obsah

Hospodársky a menový vývoj

Stručný prehľad	3
1 Vonkajšie prostredie	7
2 Finančný vývoj	12
3 Hospodárska aktivita	15
4 Ceny a náklady	20
5 Peňažná zásoba a úverové agregáty	24
6 Fiškálny vývoj	28

Boxy

1 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 22. júla do 27. októbra 2015	31
2 Čo spôsobuje nízke investície v eurozóne? Odpovede z prieskumu vo veľkých firmách eurozóny	35
3 Úloha bazických efektov pri projektovaní vývoja inflácie HICP	38
4 Nepružnosť pri znižovaní miezd a úloha štrukturálnych reforiem v eurozóne	40
5 Mzdy, produktivita a konkurencieschopnosť: granulárny prístup	44
6 Zriadenie národných rád pre konkurencieschopnosť v rámci úsilia zameraného na vytvorenie skutočnej hospodárskej únie	47
7 Preskúmanie návrhov rozpočtových plánov na rok 2016	50

Články (sú súčasťou anglickej verzie)

1 What is behind the recent rebound in euro area employment?	54
2 New features in monetary and financial statistics	72

Štatistika

S1

Hospodársky a menový vývoj

Stručný prehľad

Rada guvernérov na svojom menovopolitickom zasadnutí 3. decembra 2015 prehodnotila mieru akomodácie menovej politiky: analýza potvrdila potrebu ďalších menových stimulov na zabezpečenie návratu inflácie k úrovni nižšej, ale blízkej 2 %. Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu z decembra 2015 poukázali na pokračujúce riziká pomalšieho cenového vývoja a mierne slabšiu dynamiku inflácie, než sa pôvodne očakávalo. Toto hodnotenie nadviazalo na zníženie projekcií v ich predchádzajúcich vydaniach. Rada guvernérov konštatovala, že pretrvávajúca nízka hladina inflácie je odrazom značnej miery nevyužitých kapacít v hospodárstve, ktorá tlmi domáce cenové tlaky, a nepriaznivých faktorov z vonkajšieho prostredia, a že projekcie odborníkov Eurosystemu už zohľadňujú priaznivý vývoj na finančných trhoch zaznamenaný od októbrového menovopolitického zasadnutia. Nasledujúce odseky obsahujú súhrn hlavných znakov hospodárskeho vývoja v čase decembrového zasadnutia. V ďalšej časti stručného prehľadu sú podrobnejšie informácie o rozhodnutiach, ktoré Rada guvernérov na svojom poslednom zasadnutí prijala.

Vyhodnotenie ekonomickej situácie v čase zasadnutia Rady guvernérov 3. decembra 2015

Svetová hospodárska aktivita pokračuje v trende postupného a nerovnomerného oživovania. V rozvinutých ekonomikách hospodársky výhľad podporujú nízke ceny ropy, naďalej priaznivé podmienky financovania, zlepšujúca sa situácia na trhu práce, rastúca dôvera a ústup nepriaznivých účinkov oddlžovania súkromného sektora a rozpočtovej konsolidácie. Vyhliadky rastu v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách naopak aj naďalej brzdia štrukturálne prekážky a makroekonomické nerovnováhy. V niektorých krajinách k nepriaznivým vplyvom prispievajú aj sprísňujúce sa finančné podmienky vo svete a pokles cien komodít. Vzhľadom na pokles cien ropy a naďalej značné nevyužitie globálne kapacity sa očakáva, že inflačné tlaky zostanú tlmené.

V období pred decembrovým zasadnutím Rady guvernérov boli podmienky na finančnom trhu eurozóny ovplyvnené očakávaniami ďalšieho uvoľnenia menovej politiky. Tieto očakávania viedli v jednotlivých krajinách eurozóny k značnému poklesu výnosov štátnych dlhopisov. Akciové trhy v eurozóne a v Spojených štátoch sa výrazne posilnili. Došlo k oslabeniu eura, čiastočne aj vzhľadom na očakávané menovopolitické opatrenia.

K oživeniu hospodárskej aktivity v eurozóne čoraz viac prispieva domáci dopyt. Reálny HDP, ktorý v druhom štvrtroku 2015 vzrástol o 0,4 %, sa v treťom štvrtroku 2015 medzikvartálne zvýšil o 0,3 % v dôsledku naďalej kladného príspevku

spotreby a zároveň slabšieho vývoja investícií a vývozu. Z najnovších prieskumov vyplýva pokračujúce tempo rastu reálneho HDP v poslednom štvrťroku 2015.

Pokiaľ ide o ďalší vývoj, hospodárske oživenie by malo pokračovať, avšak riziká sú aj naďalej na strane pomalšieho vývoja. Domáci dopyt by mali naďalej podporovať opatrenia menovej politiky ECB, vedúce k ďalšiemu zlepšovaniu finančných podmienok, ako aj doterajší pokrok dosiahnutý v oblasti rozpočtovej konsolidácie a štrukturálnych reforiem. Nízke ceny ropy by mali okrem toho podporovať reálny disponibilný príjem domácností a ziskovosť podnikov a tým aj súkromnú spotrebu a investície. Okrem toho sa v niektorých častiach eurozóny v dôsledku opatrení na podporu utečencov pravdepodobne zvýšia výdavky verejnej správy. Hospodárske oživenie v eurozóne však aj naďalej spomaľujú tlmené vyhliadky rastu v rozvíjajúcich sa ekonomikách a nevýrazná svetová obchodná výmena, nevyhnutné bilančné úpravy vo viacerých sektoroch a pomalé tempo implementácie štrukturálnych reforiem. Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu v eurozóne zostávajú na strane pomalšieho vývoja a súvisia predovšetkým so zvýšenou neistotou v súvislosti s vývojom svetovej ekonomiky, ako aj so širšími geopolitickými rizikami. Tieto riziká majú potenciál nepriaznivo vplývať na svetový hospodársky rast a zahraničný dopyt po vývoze z eurozóny a všeobecnejšie aj na dôveru.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu z decembra 2015 sa v roku 2015 predpokladá nárast ročného reálneho HDP o 1,5 %, v roku 2016 o 1,7 % a v roku 2017 o 1,9 %. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2015 je výhľad rastu reálneho HDP zhruba nezmenený.

Inflácia HICP sa o niečo zvýšila, ale zostáva naďalej nízka. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v eurozóne v novembri 2015 dosiahla 0,1 %, čo je rovnako ako v októbri, no menej, než sa očakávalo. Inflácia HICP bez potravín a energií, ktorá sa v októbri 2015 zvýšila na 1,1 %, v novembri klesla na 0,9 %.

Očakáva sa, že ročná miera inflácie HICP bude v ďalšom období rásť. Na prelome rokov by mala zaznamenať výrazný nárast, najmä v dôsledku bazických efektov spojených s poklesom cien ropy koncom roka 2014. Počas rokov 2016 a 2017 by sa mala miera inflácie ďalej zvyšovať, k čomu budú prispievať doterajšie opatrenia menovej politiky ECB, doplnené opatreniami oznámenými v decembri 2015, ako aj očakávané hospodárske oživenie a vplyv predchádzajúcich poklesov výmenného kurzu eura. Rada guvernérov bude vývoj miery inflácie v nasledujúcom období pozorne sledovať.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu z decembra 2015 ročná miera inflácie HICP dosiahne 0,1 % v roku 2015, 1,0 % v roku 2016 a 1,6 % v roku 2017. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2015 bol výhľad inflácie HICP mierne upravený nadol.

Doteraz prijaté opatrenia menovej politiky ECB prispievajú k zlepšovaniu ukazovateľov menového a úverového vývoja a všeobecnejšie aj k transmisii menovej politiky. Rast širokej peňažnej zásoby zostáva stabilný a rast úverov sa zrýchľuje, hoci len postupne. Náklady bánk na financovanie sa ustálili na historicky

nízkej úrovni, pričom tento pokles nákladov sa postupne premieta aj do nižších sadzieb bankových úverov. Priaznivejšie podmienky poskytovania bankových úverov aj naďalej prispievajú k oživeniu rastu úverov, pričom zároveň dochádza k ďalšiemu znižovaniu rozdielov medzi jednotlivými krajinami, pokiaľ ide o výšku sadzieb bankových úverov.

Rozhodnutia menovej politiky a súvisiaca komunikácia

Rada guvernérov na svojom decembrovom zasadnutí uskutočnila dôkladné vyhodnotenie intenzity a dĺžky pôsobenia faktorov, ktoré v súčasnosti spomaľujú návrat inflácie na úroveň nižšiu, ale blízku 2 % v strednodobom horizonte. Analýza potvrdila potrebu ďalších menových stimulov na zabezpečenie návratu miery inflácie k tejto úrovni.

Rada guvernérov následne v rámci plnenia svojho cieľa cenovej stability prijala nasledujúce rozhodnutia.

- Po prvé, pokiaľ ide o kľúčové úrokové sadzby ECB, Rada guvernérov sa rozhodla znížiť úrokovú sadzbu jednodňových sterilizačných operácií o 10 bázických bodov na -0,30 %. Úrokové sadzby hlavných refinančných operácií a jednodňových refinančných operácií zostali nezmenené na úrovni 0,05 % a 0,30 %.
- Po druhé, pokiaľ ide o neštandardné opatrenia menovej politiky, Rada guvernérov sa rozhodla predĺžiť trvanie programu nákupu aktív. Nákupy v objeme 60 mld. € za mesiac majú v rámci programu nákupu aktív prebiehať až do konca marca 2017 a 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.
- Po tretie, Rada guvernérov rozhodla o reinvestovaní splátok istiny zo splatných cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív, kým to bude nevyhnutné. Toto opatrenie prispeje k priaznivému stavu likvidity, ako aj k primeranému nastaveniu menovej politiky.
- Po štvrté, Rada guvernérov rozhodla, že do zoznamu aktív akceptovateľných v pravidelných nákupoch, ktoré realizujú príslušné národné centrálné banky v rámci programu nákupu cenných papierov verejného sektora, zahrnie obchodovateľné dlhové nástroje denominované v eurách vydané regionálnymi a miestnymi samosprávami v eurozóne.
- Po piate, Rada guvernérov sa rozhodla pokračovať v realizácii hlavných refinančných operácií a trojmesačných dlhodobějších refinančných operácií formou tendrov s pevnou úrokovou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených finančných prostriedkov, kým to bude nevyhnutné, minimálne však do konca posledného udržiavacieho obdobia povinných minimálnych rezerv v roku 2017.

Rozhodnutia boli prijaté s cieľom zabezpečiť návrat miery inflácie k úrovni nižšej, ale blízkej 2 %, a ukotviť tak strednodobé inflačné očakávania. Nové opatrenia zabezpečia akomodačné finančné podmienky a ešte viac posilnia výrazný zmierňujúci účinok opatrení prijatých od júna 2014, ktoré majú značne pozitívny vplyv na podmienky financovania, poskytovanie úverov a reálnu ekonomiku. Rozhodnutia tiež posilňujú dynamiku oživenia hospodárskej aktivity v eurozóne a zvyšujú jej odolnosť voči najnovším globálnym hospodárskym šokom.

Rada guvernérov bude pozorne sledovať vývoj výhľadu cenovej stability a v prípade potreby je v záujme zachovania primeranej miery akomodácie menovej politiky odhodlaná a schopná konať a použiť pritom všetky nástroje, ktoré má v rámci svojho mandátu k dispozícii. Rada guvernérov predovšetkým pripomína, že program nákupu aktív je dostatočne pružný, pokiaľ ide o prispôbenie jeho rozsahu, zloženia a trvania.

Globálna hospodárska aktivita sa naďalej oživuje pomalým a nerovnomerným tempom. Na výhľad vyspelých ekonomík vplyvajú nízke ceny ropy, pretrvávajúce priaznivé podmienky financovania, zlepšujúca sa situácia na trhu práce a rastúca dôvera, ako aj doznievanie nepriaznivých vplyvov fiškálnej konsolidácie a znižovania miery zadlženosti súkromného sektora. Naopak v krajinách rozvíjajúcich sa trhov na výhľad rastu stále nepriaznivo pôsobia štrukturálne prekážky a makroekonomická nerovnováha. V niektorých krajinách rozvíjajúcich sa trhov túto situáciu sťažujú aj horšie globálne finančné podmienky a korekcie cien komodít. Vzhľadom na znižovanie cien ropy a stále značné nevyužitie svetové kapacity sa očakáva pretrvávajúce slabých inflačných tlakov.

Globálna hospodárska aktivita a obchod

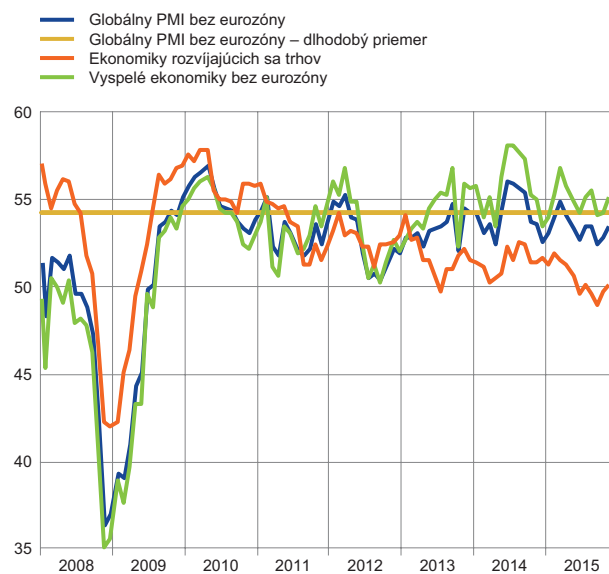
Oživenie globálnej hospodárskej aktivity je naďalej nerovnomerné. Jeho tempo sa počas roka vo väčšine vyspelých ekonomík mimo eurozóny celkovo zrýchľovalo, a to najmä v Spojených štátoch a Spojenom kráľovstve. V krajinách rozvíjajúcich sa trhov naopak zostalo celkovo tlmené, pričom pretrvávali rozdiely medzi regiónmi, ktoré čiastočne súviseli s rôznym vplyvom korekcií v cenách komodít na krajiny ich vývozcov a dovozcov. Zatiaľ čo v krajinách rozvíjajúcich sa trhov Ázie, vrátane Číny a Indie, a v strednej a východnej Európe zostala hospodárska aktivita silná, v Spoločenstve nezávislých štátov prevládala v prvom polroku hlboká recesia. V jej ohnisku je Rusko, na ktoré nepriaznivo vplývali nízke ceny ropy, problémy so zahraničným financovaním a slabá podnikateľská dôvera. Rast v Latinskej

Amerike bol počas roka 2015 taktiež záporný, pričom odzrkadľoval nielen zhoršujúce sa podmienky obchodovania vzhľadom na klesajúce ceny komodít, ale aj domácu nerovnováhu, problémy na strane ponuky a politickú neistotu, najmä v Brazílii.

Graf 1

Globálny kompozitný index PMI pre výrobu

(difúzný index)



Zdroj: Markit a výpočty ECB.

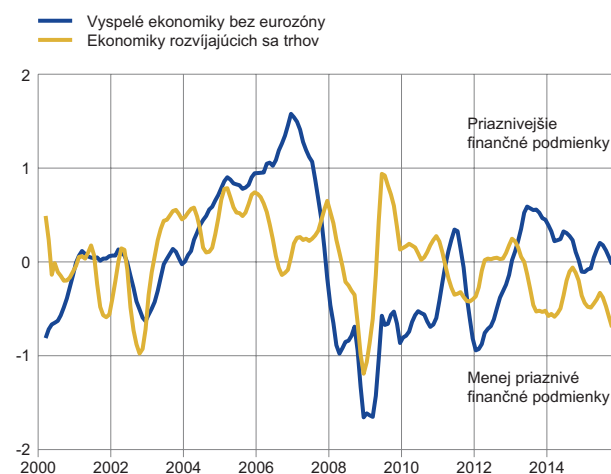
Poznámka: Posledné údaje sú z novembra 2015.

Ukazovatele globálnej aktivity a dostupné údaje za krajiny naznačujú pokračovanie mierneho svetového rastu až do konca roka. Globálny kompozitný index nákupných manažérov PMI pre výrobu (bez eurozóny) sa v novembri opäť zvýšil, hoci stále zaostával za svojim dlhodobým priemerom, čo poukazuje na pokračujúce zlepšovanie globálnej hospodárskej aktivity. Index tak v zásade zostal v poslednom štvrťroku na podobnej úrovni ako v treťom štvrťroku. Naznačuje teda relatívne stabilné podmienky svetového hospodárskeho rastu. Značné rozdiely vo vyspelých ekonomikách a krajinách rozvíjajúcich sa trhov z hľadiska vývoja tohto indexu potvrdzujú tiež rozdielny vývoj rastu (graf 1). Hlavné kompozitné ukazovatele OECD taktiež ukazujú na stabilný rast v krajinách OECD a v Číne, zatiaľ čo v Rusku sa predpokladá jeho spomalenie.

Graf 2

Indexy finančných podmienok

(štandardná odchýlka, stredná hodnota = 0; mesačné údaje)



Zdroj: Haver Analytics a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z októbra 2015. Ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov predstavujú agregované údaje za Čínu, Rusko, Brazíliu, Indiu a Turecko. Vyspelé ekonomiky zahŕňajú Spojené štáty, Spojené kráľovstvo a Japonsko.

Menová politika vo vyspelých krajinách zostáva akomodačná a priaznivo podporuje podmienky financovania, naopak v mnohých krajinách rozvíjajúcich sa trhov sa naďalej sprísňuje.

V Spojených štátoch sa v novembri zvýšili očakávania trhu, pokiaľ ide o decembrové zvýšenie sadzieb. Podmienky externého financovania sa vo väčšine krajín rozvíjajúcich sa trhov zhoršili, čo naznačujú o čosi vyššie výnosy z dlhopisov, ako aj korekcie v cenách akcií, nižší prílev portfóliových investícií a obnovené tlaky na znehodnotenie výmenných kurzov mnohých krajín (graf 2). Oslabením meny sa zvyšuje objem zahraničného dlhu, čím sa zhoršuje stav bilancií a financovania v týchto krajinách. Zároveň sa však uvoľňuje menová politika v Indii a Číne po tom, ako v lete došlo v Číne k prudkému zvýšeniu politickej neistoty v dôsledku turbulencií na akciovom trhu a úprav režimu výmenného kurzu. Tento vývoj prispel tiež k dočasnému nárastu volatility na globálnych finančných trhoch.

Globálna hospodárska aktivita by sa podľa očakávaní mala naďalej postupne a nerovnomerne zrýchľovať vďaka pretrvávajúcemu dobrému výhľadu rastu vo väčšine vyspelých ekonomik. Na tento výhľad by mali vplývať nízke ceny ropy, stále priaznivé podmienky financovania, zlepšujúca sa situácia na trhu práce a rastúca dôvera, ako aj doznievanie nepriaznivých vplyvov fiškálnej konsolidácie a znižovania miery zadlženosti súkromného sektora.

Hospodárska aktivita v Spojených štátoch sa po silnom raste v druhom štvrtroku v nasledujúcom štvrtroku mierne spomalila. Hlavným zdrojom oživenia zostala výrazná spotreba domácností podporovaná rastom pracovných miest, nominálnych miezd a reálneho disponibilného príjmu, nízkymi cenami ropy a infláciou, ako aj priaznivými podmienkami úverovania a zlepšením bilancií domácností. Nižšie ceny ropy však vedú k miernemu spomaleniu rastu súkromných investícií do ťažby bridlicovej ropy a vzhľadom na zhodnotenie amerického dolára by mohol čistý export brzdiť aktivitu.

Hospodárska aktivita v Spojenom kráľovstve sa v treťom štvrtroku taktiež mierne spomalila po tom, ako v druhom štvrtroku zaznamenala výrazné oživenie. Rast podporuje najmä spotreba, keďže nízke ceny energií a zvyšovanie miezd naďalej prispievajú k nárastu reálneho disponibilného príjmu. Fiškálna konsolidácia naopak podľa očakávaní povedie k spomaleniu rastu. Priaznivejšie podmienky úverovania však zároveň pomáhajú investíciám do podnikania.

Dynamika hospodárskej aktivity Japonska zaostáva, hoci zvýšenie tempa rastu v treťom štvrtroku naznačuje, že sa hospodárstvo vyhlo technickej recesii. Do konca roka sa očakáva mierny rast, k čomu prispeje stúpajúca súkromná spotreba vyvolaná vyššími reálnymi príjmami v dôsledku rastu miezd a nižších cien ropy, ako aj vývoz podporený silnejúcim zahraničným dopytom a znehodnotením jenu.

Výhľad krajín rozvíjajúcich sa trhov je naopak rôzny a stále tlmený oproti minulému vývoju. Zatiaľ čo hospodársku aktivitu tohto regiónu by mal podporiť rastúci dopyt vyspelých ekonomík, na vyhliadky rastu stále nepriaznivo vplyvajú štrukturálne prekážky a makroekonomická nerovnováha. Niektoré ekonomiky sa zároveň prispôbujú nižším cenám komodít a horším podmienkam zahraničného financovania, ktoré sa očakávajú v dôsledku normalizácie menovej politiky Spojených štátov, v iných krajinách pretrváva značná politická neistota.

Proces zmien v čínskej ekonomike má za následok postupné hospodárske spomaľovanie, keďže nižšie investície neboli v plnej miere kompenzované väčšími spotrebiteľskými výdavkami. Rast zostal v treťom štvrtroku relatívne silný a v blízkej budúcnosti by ekonomika mala ťažiť z nízkych cien ropy a výraznej spotreby. Nedávne zníženie menovopolitických sadzieb, mierne fiškálne stimuly ústrednej vlády a úsilie o odstránenie prekážok spojených s financovaním miestnej správy by taktiež mali pozitívne vplyvať na ďalší dopyt. V strednodobom horizonte by však zvýšené úsilie o odstránenie finančných prekážok a makroekonomickej nerovnováhy mohlo viesť k spomaleniu expanzie. Hoci sa rast v Indii v druhom štvrtroku spomalil, akomodačná menová politika, nárast investícií v dôsledku propodnikateľských reforiem, ako aj silná súkromná spotreba prispeli k zlepšeniu dôvery a vyhliadok rastu tejto krajiny.

Reálna hospodárska aktivita v krajinách strednej a východnej Európy by mala zostať vysoká, hoci nerovnomerná. Očakáva sa, že hlavným zdrojom rastu v regióne zostane výrazný nárast investícií podporený čerpaním štrukturálnych fondov Európskej únie a silná súkromná spotreba vyvolaná vyšším reálnym disponibilným príjmom.

Naopak na krajiny rozvíjajúcich sa trhov vyvážajúce komodity naďalej nepriaznivo vplývalo ukončenie komoditného cyklu, a to hlavne v dôsledku zhoršenia podmienok obchodovania. V Rusku zostávajú náklady na financovanie značné, neistota je veľká a podnikateľská dôvera slabá. Nižšie výnosy z ropy zároveň nepriaznivo pôsobia na verejné výdavky. V Brazílii sa zintenzívnili hospodársky pokles, keďže na hospodársku aktivitu negatívne vplývala politická neistota, horšie podmienky obchodovania, ako aj prísne menové opatrenia a podmienky financovania.

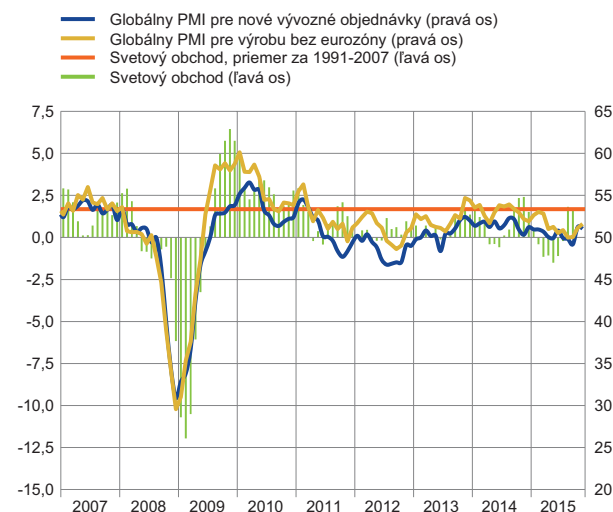
Svetový obchod bol v prvom polroku 2015 výnimočne slabý. Údaje za prvý polrok 2015 sa upravovali výrazne nadol a v súčasnosti poukazujú na zníženie svetového obchodu. Takýto vývoj sa nezaznamenal od prvého polroka 2009. Výrazný pokles v niekoľkých popredných krajinách rozvíjajúcich sa trhov a volatilita v niektorých vyspelých ekonomikách, najmä v Spojenom kráľovstve, spôsobili zníženie agregovaných globálnych údajov. Dovozy v Rusku sa v prvom polroku prepadol takmer o 25 % a v Brazílii sa v druhom štvrtroku zaznamenalo asi 9-percentné zníženie. V oboch ekonomikách možno tento prudký pokles dovozu čiastočne pripísať na vrub slabnúcej domácej spotreby a veľkého znehodnotenia meny. Jeho rozsah bol však oveľa väčší, ako by sa na základe minulého vývoja predpokladalo. Dovozy Číny a Indie bol taktiež prekvapivo nízky.

Dostupné údaje a prieskumy o obchode naznačujú, že došlo k zvratu v raste svetového obchodu, ktorý sa znova dostal do kladného pásma. Aktuálne údaje

Graf 3

Svetový obchod s tovarom

(ľavá os: medzištvrtročná percentuálna zmena; pravá os: difúznny index)



Zdroj: Markit, CPB a výpočty ECB.

Poznámka: Najnovšie údaje o PMI sú z novembra 2015 a o svetovom obchode zo septembra 2015.

za Čínu, Japonsko a Spojené kráľovstvo poukazujú na výrazné obnovenie dovozu, pričom v treťom štvrtroku sa vykázal jeho kladný rast. V Brazílii obchod stále klesá, tempo poklesu sa však spomalilo, čo malo priaznivý vplyv na celkový rast svetového obchodu v treťom štvrtroku. Dynamiku svetového obchodu taktiež podporuje stúpajúci globálny obchod s tovarmi, ako aj návrat indexu PMI pre nové vývozné objednávky do pásma expanzie, ktorý bol zaznamenaný v októbri a novembri (graf 3). V budúcnosti sa očakáva len pomalé zvyšovanie obchodu v závislosti od oživenia globálnej hospodárskej aktivity. Nedosiahne však dynamiku pozorovanú pred finančnou krízou. V závislosti od vývoja globálneho HDP sa v budúcnosti predpokladá relatívne nevýrazný vývoj globálneho dovozu a zahraničného dopytu eurozóny. Po miernom oživení v rokoch 2015 a 2016 sa očakáva, že globálny dovoz bude rásť v súlade s vývojom globálneho HDP. Bude však výrazne zaostávať za elasticitou zaznamenanou pred finančnou krízou.

Výhľad globálneho rastu naďalej predpokladá jeho postupné a nerovnomerné oživovanie.

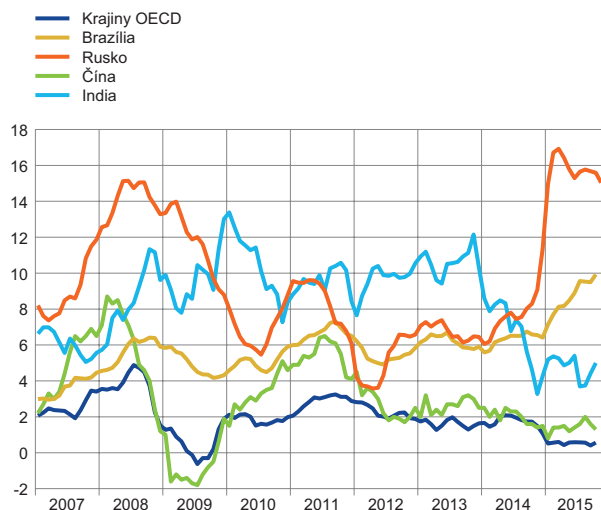
Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z decembra 2015 (s dátumom uzávierky 12. novembra pre finančné prognózy a prognózy cien komodít) sa rast reálneho HDP sveta (okrem eurozóny) bude postupne zrýchľovať z 3,1 % v roku 2015 na 3,6 % v roku 2016 a 3,9 % v roku 2017. Zahraničný dopyt eurozóny by sa mal zvýšiť z -0,1 % v roku 2015 na 2,7 % v roku 2016 a 3,8 % v roku 2017. V porovnaní so septembrovými makroekonomickými projekciami odborníkov ECB ide o úpravu svetového rastu smerom nadol, ktorá zohľadňuje najmä horší ako očakávaný výhľad v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov. Korekcie zahraničného dopytu eurozóny sú výraznejšie hlavne kvôli úpravám údajov za prvý polrok 2015.

Pretrvávajú riziká horšieho výhľadu svetovej hospodárskej aktivity, predovšetkým v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov.

Hlavné riziká súvisia s výraznejším spomalením v krajinách rozvíjajúcich sa trhov vrátane Číny. Zhoršujúce sa podmienky financovania a politická neistota, ako aj klesajúce ceny komodít môžu zintenzívniť existujúcu makroekonomickú nerovnováhu, čo môže naštartovať dôveru a spomaliť rast viac, ako sa očakávalo. Na výhľad naďalej nepriaznivo pôsobia geopolitické riziká, pričom zvýšené napätie najmä na Blízkom východe by mohlo mať negatívny dosah na globálny rast. Ďalším rizikom je ustúpenie od akomodačného nastavenia menovej politiky v Spojených štátoch v prostredí rozdielných globálnych politík. Naopak priaznivo pôsobí znižovanie cien ropy, v ktorom sa podľa všetkého odrážajú zväčša pozitívne správy na strane ponuky. Tento vývoj by mal pôsobiť na globálny rast celkovo priaznivo v tom zmysle, že nárast aktivity v krajinách dovážajúcich ropu by mal viac ako vykompenzovať straty v krajinách vyvážajúcich ropu.

Graf 4**Inflácia spotrebiteľských cien**

(medziročná percentuálna zmena)



Zdroj: Národné údaje a OECD.

Poznámka: Najnovšie údaje za Rusko sú z novembra 2015 a za ostatné krajiny z októbra 2015.

Vývoj globálnych cien**Globálna inflácia zostala vzhľadom na pokles cien ropy veľmi nízka.**

Ročná miera inflácie spotrebiteľských cien v krajinách OECD sa v októbri zvýšila na 0,6 % z 0,4 % zaznamenaných v predchádzajúcom mesiaci, a to v dôsledku určitého nárastu cien potravín a nižšieho záporného príspevku cien energií (graf 4). Ceny energií klesali trinásť mesiac po sebe a v októbri sa medziročne znížili o 11,6 %. Ceny potravín stúpili o 1,5 %. Ročná miera inflácie krajín OECD bez cien potravín a energií zostala v októbri nezmenená na úrovni 1,8 %. Pokiaľ ide o popredné ekonomiky nepatriace do OECD, v Brazílii a Rusku zostala celková inflácia vysoká, hoci v Rusku klesala, a v Číne sa znížila na 1,3 %.

Ceny ropy sa po istej stabilizácii v septembri a októbri začali od novembra znova znižovať.

Globálna produkcia ropy je naďalej vysoká a jej ponuka na globálnom trhu je nadmerná napriek tomu, že dopyt

po rope dosiahol v treťom štvrťroku 2015 päťročné maximum. Produkcia členských štátov OPEC sa približuje rekordným úrovniám a neklesá ani výroba v ostatných štátoch, pričom pokles produkcie bridlicovej ropy v Spojených štátoch nahradila rekordne vysoká produkcia v Rusku. Zásoby ropy v krajinách OECD sa zvyšujú a na konci tretieho štvrťroku 2015 sa priblížili rekordnej úrovni, čo zvyšuje tlak na pokles cien ropy. Ceny neropných komodít od konca októbra mierne klesali z dôvodu nižších cien kovov.

V budúcnosti sa očakáva zvyšovanie globálnej inflácie. Nedávny pokles cien ropy a iných komodít v krátkodobom horizonte naďalej zmierňuje inflačné tlaky. V dôsledku odznievania vplyvu poklesu cien ropy by sa záporný príspevok energetického komponentu mal neskôr znížiť. Okrem toho stúpajúca krivka ropných futurít naznačuje tiež postupné zvyšovanie celkovej inflácie. Na základnú infláciu však budú v strednodobom horizonte zároveň vplývať stále značné nevyužité globálne kapacity, na ktoré poukazuje pomaly sa uzatvárajúca produkčná medzera vo vyspelých ekonomikách a rozširujúca sa produkčná medzera v niektorých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov.

2 Finančný vývoj

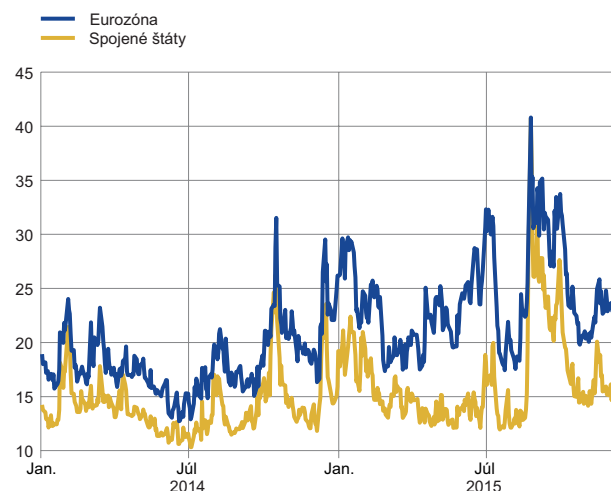
Po období výraznej volatility súvisiacej s vývojom v Číne sa od septembra do začiatku decembra podmienky na finančných trhoch v eurozóne postupne zlepšovali. K zlepšeniu prispeli očakávania ďalších stimulov menovej politiky v eurozóne, ktoré po zasadnutí Rady guvernérov v októbri dostali ďalší impulz. Očakávané ďalšie uvoľňovanie menovej politiky viedlo k výraznému poklesu výnosov štátnych dlhopisov krajín eurozóny, pričom priemerné výnosy desaťročných dlhopisov

vážené HDP poklesli na začiatku decembra o viac ako 40 bázických bodov na 1,02 %. Akciové trhy v eurozóne a Spojených štátoch výrazne posilnili, čím sa kompenzovala veľká časť poklesu, ku ktorému došlo v lete. Od začiatku septembra do začiatku decembra euro výrazne oslabilo, čo bolo odrazom očakávaní rozdielného vývoja menovej politiky v eurozóne a Spojených štátoch účastníkmi trhu.

Graf 5

Implikovaná volatilita na akciových trhoch

(v % za rok)



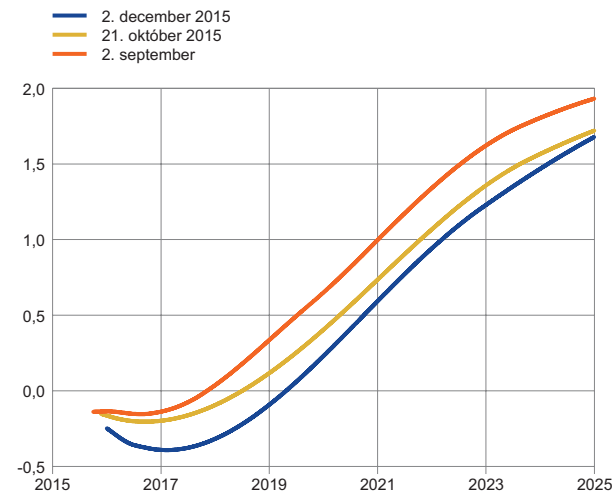
Zdroj: Bloomberg.

Poznámky: V eurozóne sa na meranie implikovanej volatility opcií na index cien akcií EURO STOXX 50 používa index VSTOXX. V Spojených štátoch sa na meranie implikovanej volatility opcií na index cien akcií S&P 500 používa index VIX. Posledné údaje sú z 2. decembra 2015.

Graf 6

Forwardové sadzby EONIA

(v % za rok)



Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

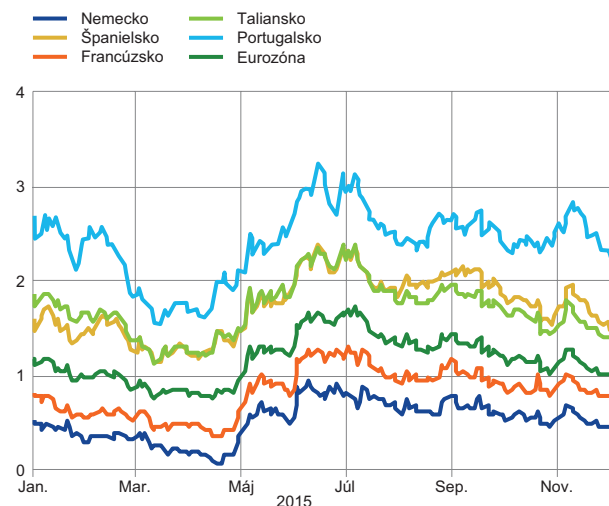
Od začiatku septembra do začiatku decembra sa podmienky na finančných trhoch v eurozóne postupne zlepšovali v dôsledku očakávaní rozdielného vývoja menovej politiky v eurozóne a Spojených štátoch. Zvýšená neistota, ktorá sa zaznamenala v auguste, a ktorá súvisela s obavami týkajúcimi sa vývoja v Číne, v sledovanom období ustúpila. To viedlo k postupnému zlepšeniu podmienok na finančných trhoch, pričom ukazovatele volatility na akciových trhoch – ukazovateľ neistoty na finančných trhoch – poklesli po zvýšených úrovniach, ktoré sa zaznamenali na konci augusta, na zvyčajnejšie úrovne (graf 5). Celkové zlepšenie podmienok na finančných trhoch eurozóny dostalo ďalší impulz, keď sa očakávania ďalšieho uvoľňovania menovej politiky v eurozóne účastníkmi trhu po októbrovom zasadnutí Rady guvernérov zvýšili.

Krivka forwardových sadzieb EONIA poklesla pri všetkých splatnostiach, pričom na kratšom konci poklesla výrazne pod úroveň sadzby jednoduchých sterilizačných operácií. Od začiatku septembra do zasadnutia Rady guvernérov dňa 22. októbra sa sklon krivky forwardových sadzieb EONIA vyrovnal po poklese dlhodobějších forwardových sadzieb až do 25 bázických bodov, pričom na kratšom konci zastala zhruba na úrovni úrokovej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií -0.20 % (graf 6). Potom sa očakávania ďalšieho znižovania sadzby jednoduchých sterilizačných operácií účastníkmi trhu zvýšili. Viedlo to k ďalšiemu poklesu krátkodobých forwardových sadzieb EONIA.

Graf 7

Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov vo vybraných krajinách eurozóny

(v % za rok)



Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: Položka eurozóna znamená vážený priemer desaťročných štátnych dlhopisov. Posledné údaje sú z 2. decembra 2015.

V prostredí postupného nárastu nadbytočnej likvidity sadzba EONIA v období od začiatku septembra do začiatku decembra celkovo poklesla.

Po postupnom klesaní v septembri, z približne -0,12 % na približne -0,14 %, sa sadzba EONIA od začiatku októbra do začiatku decembra stabilizovala, pričom dosahovala v priemere -0,14 %. K tomuto vývoju došlo po poklese postupného zvyšovania nadbytočnej likvidity, ktorý bol vo veľkej miere výsledkom nákupov v rámci rozšíreného programu nákupu aktív ECB. Podrobnejšie informácie o podmienkach likvidity a operáciách menovej politiky v eurozóne sú v boxe 1.

Výnosy štátnych dlhopisov v eurozóne poklesli z dôvodu očakávaní ďalšieho uvoľňovania menovej politiky ECB.

Priemer výnosov desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážený HDP poklesol celkovo od začiatku septembra do začiatku decembra o viac ako 40 bázických bodov, pričom dňa 2. decembra dosahoval 1,02 %. Bolo to len o niečo viac ako historické minimum zaznamenané pred precenením štátnych dlhopisov v apríli (graf 7). Výraznejšie poklesy

sa zaznamenali v krajinách eurozóny s nižším ratingom, čo viedlo k ďalšiemu zužovaniu spreadov štátnych dlhopisov voči nemeckým dlhopisom.

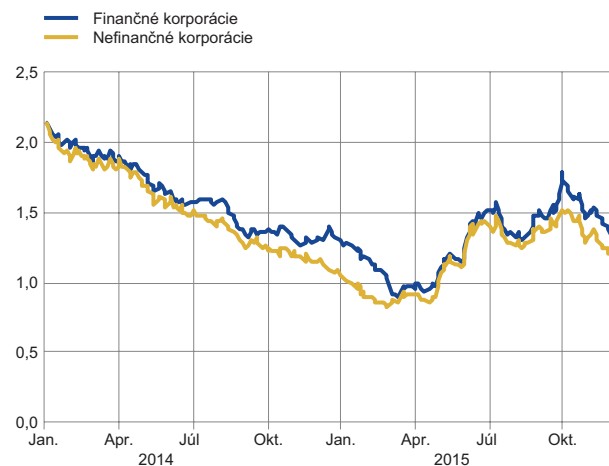
Finančné podmienky korporácií eurozóny – tak finančných, ako aj nefinančných – sa zlepšili, pričom výnosy dlhopisov korporácií poklesli.

Výnosy podnikových dlhopisov sa v septembri zvýšili, ale počas zvyšku sledovaného obdobia klesali, pričom výnosy dlhopisov finančných a nefinančných korporácií zaznamenali celkový pokles o približne 20 bázických bodov (graf 8).

Graf 8

Krivka výnosov podnikových dlhopisov v eurozóne

(v % za rok)



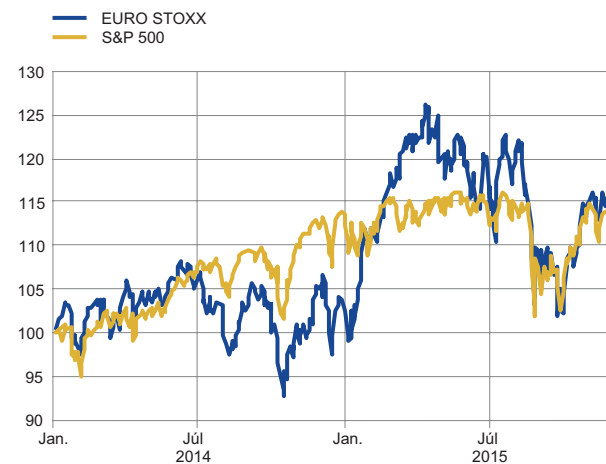
Zdroje: iBoxx a ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 2. decembra 2015.

Graf 9

Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(1. január 2014 = 100)

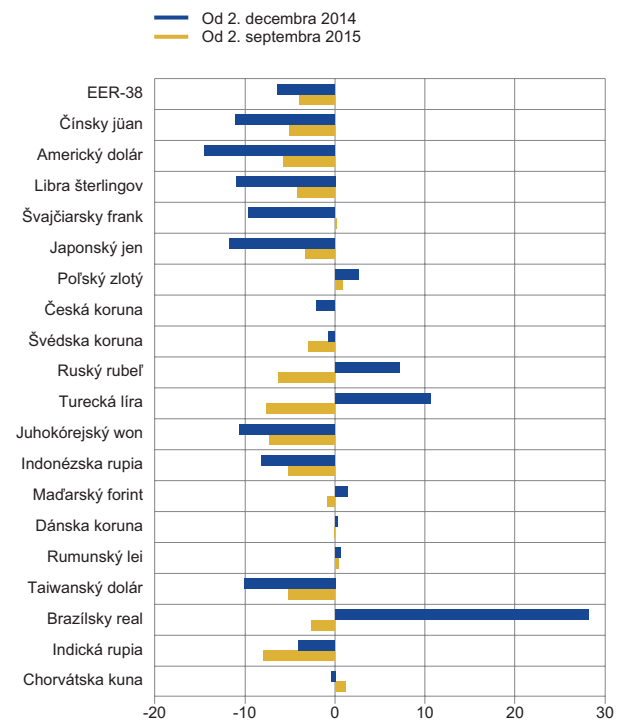


Zdroj: Thomson Reuters.

Poznámka: Posledné údaje sú z 2. decembra 2015.

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

(v %)



Zdroj: ECB.

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

Akiové trhy v eurozóne počas sledovaného obdobia výrazne posilnili, čím kompenzovali veľkú percentuálnu časť poklesu, ktorý sa zaznamenal v lete. Ceny akcií v eurozóne merané širokým indexom EURO STOXX sa počas sledovaného obdobia zvýšili o 9 % v dôsledku ustupujúcich obáv týkajúcich sa rozvíjajúcich sa trhov a očakávaní ďalšieho uvoľňovania menovej politiky ECB (graf 9). Na rozdiel od toho sa ceny akcií v Spojených štátoch merané indexom S&P 500 zvýšili o približne 7 %.

Euro vážené zahraničným obchodom oslabilo od začiatku septembra do začiatku decembra o 4,0 %

(graf 10). K oslabeniu eura došlo po októbrovom zasadnutí Rady guvernérov, čo bolo odrazom očakávaní ďalších rozhodnutí menovej politiky účastníkmi trhu. V bilaterálnom vyjadrení oslabilo euro voči americkému doláru o 5,7 %. Oslabilo aj voči čínskemu jüanu, libre šterlingov, japonskému jenu a švédskej korune, ako aj voči menám mnohých rozvíjajúcich sa trhov ekonomík – najmä voči ruskému rubľu, ktorý sa po predchádzajúcom prudkom oslabení mierne zotavil – i voči menám krajín vyvážajúcich komodity. Voči menám krajín strednej a východnej Európy zostalo euro vo všeobecnosti stabilné. S dánskou korunou sa naďalej obchodovalo na úrovni blízko centrálnej parity ERM II.

3 Hospodárska aktivita

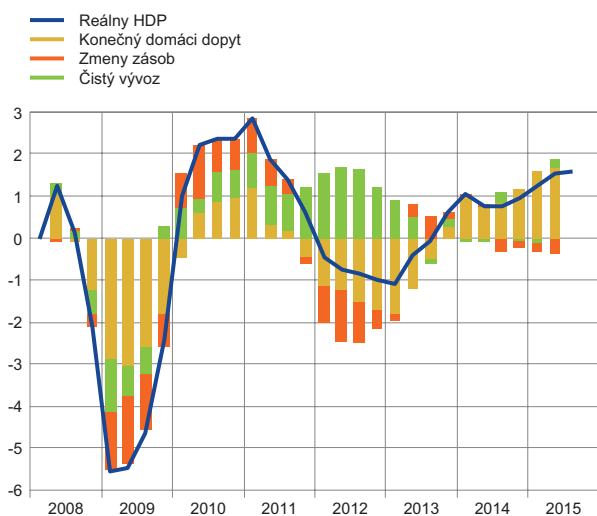
Hospodárske oživenie v eurozóne sa postupne stabilizuje a má stále väčšiu oporu v domácom dopyte. Reálny HDP eurozóny sa v treťom štvrtroku 2015 zvýšil medzištvrtročne o 0,3 %, čím sa obdobie úspešného nepretržitého rastu aktivity predĺžilo na dva a pol roka. Najnovšie krátkodobé ukazovatele signalizujú mierny rast HDP v blízkej budúcnosti a oživenie by malo pokračovať s množstvom

impulzov podporujúcich domáci dopyt. Efekt opatrení akomodatívnej menovej politiky ECB sa naďalej prenáša do reálnej ekonomiky prostredníctvom zjednodušených podmienok pre poskytovanie úverov, ktoré podnietia viac podnikateľských investícií. Súkromnú spotrebu podporujú a investície stimulujú aj nízke ceny ropy, ktoré zvýšili kúpyschopnosť domácností a ziskovosť firiem. Hospodárske oživenie v eurozóne však naďalej tlmia výhľady nízkeho rastu v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov a len mierneho globálneho obchodu. S týmito vyvažujúcimi faktormi zostali makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu z decembra 2015 v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2015 v podstate nezmenené.

Graf 11

Rast reálneho HDP eurozóny a jeho zloženie

(ročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)

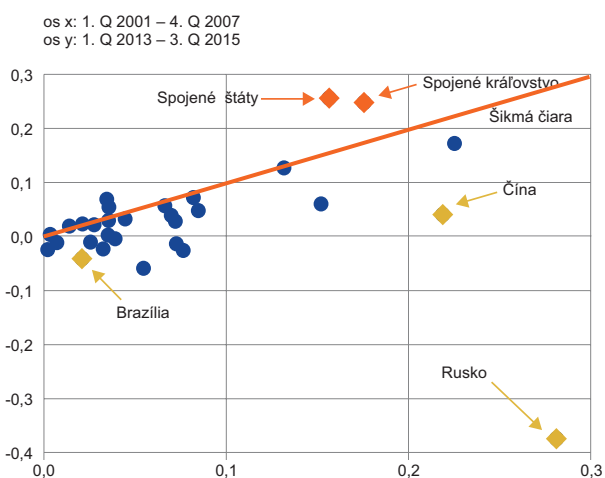


Zdroj: Eurostat.

Graf 12

Príspevky krajín k vývozu tovarov eurozóny

(priemerné ročné príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Najnovšie údaje: 3. Q 2015 zahŕňa celý štvrtrok, neplatí to v prípade Spojeného kráľovstva a iných krajín EÚ mimo eurozóny. Modré štvorce predstavujú celkový vývoz tovarov mimo eurozóny do krajín hlavných obchodných partnerov.

Reálny HDP eurozóny rástol medzištvrtročne aj v treťom štvrtroku 2015, aj keď o niečo pomalším tempom ako v druhom štvrtroku. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu vzrástol reálny HDP v treťom štvrtroku 2015 medzištvrtročne o 0,3 %, čo je menej ako 0,4 % v druhom štvrtroku. V ročnom vyjadrení to bola najvyššia miera zaznamenaná od druhého štvrtroku 2011 (graf 11). Krátkodobé ukazovatele ako aj informácie na úrovni krajín poukazujú na kladné štvrtročné príspevky domáceho dopytu, najmä súkromnej spotreby. Tento rast spomaľovali slabšie stavebné investície aj čistý vývoz, v ktorom sa odrážalo mierne oslabenie vonkajšieho prostredia.

Ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov prispeli v rámci tohto oživenia k rastu vývozu menej ako pred krízou. Domáci dopyt bol od roku 2013 v rozvinutých ekonomikách ako sú Spojené štáty a Spojené kráľovstvo na pomerne vysokej úrovni a spolu s vývojom výmenného kurzu od polovice roka 2014 viedol k narastajúcim príspevkom hospodárstva týchto krajín k rastu vývozu eurozóny (graf 12). Veľké ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov ako Čína a Rusko, ktoré pred krízou významne prispievali k rastu vývozu

eurozóny, zároveň spomalili, takže mali počas oživenia veľmi malý alebo záporný príspevok k rastu vývozu.

Pokiaľ ide o ďalší vývoj, vývoz eurozóny by mal rásť vďaka postupnému oživovaniu zahraničného dopytu. Slabá dynamika rastu bude pravdepodobne v mnohých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov pokračovať, a tak pôsobiť proti vývozu eurozóny, zatiaľ čo posilňujúci sa rast v rozvinutých ekonomikách ho

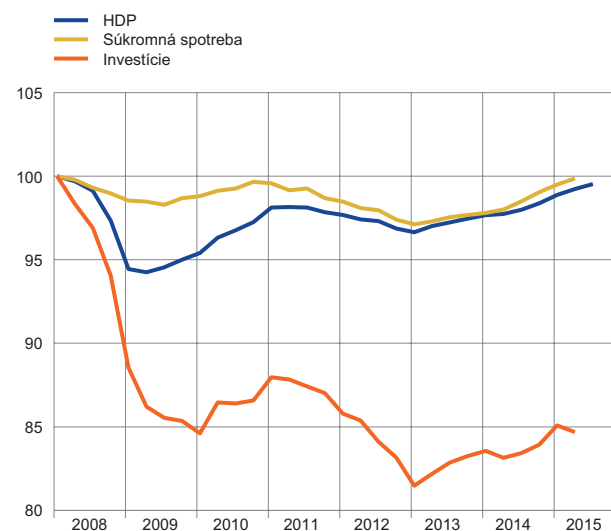
bude podporovať. Údaje o mesačnom obchode s tovarmi za august a september potvrdzujú obraz spomaľujúceho sa rastu exportu v treťom štvrtroku 2015 so záporným príspevkom Brazílie, Číny a Ruska k ročnému vývozu eurozóny. Vývoz do rozvinutých ekonomik zostal súčasne na nezmenenej úrovni. Ukazovatele z prieskumov poukazujú na mierny nárast aktivity vo vývoze v blízkej budúcnosti, keďže po dvoch štvrtrokoch záporného rastu došlo v treťom štvrtroku 2015 k nárastu svetového obchodu s tovarmi. S postupným oživením globálnej aktivity a obchodu a pri súčasnom oslabení eura sa predpokladá rast vývozu eurozóny.

Po dva a pol roku nepretržitého rastu aktivity sa úroveň reálneho HDP v súčasnosti blíži k hodnote zaznamenatej v prvom štvrtroku 2008. Súčasný oživenie naďalej podporuje domáci dopyt a najmä súkromná spotreba, ktorá je hlavnou hybnou silou tohto oživenia (graf 13). Investície zostávajú približne 15 % pod svojou najvyššou predkrízovou hodnotou z prvého štvrtroku 2008.

Graf 13

Reálny HDP eurozóny, súkromná spotreba a investície

(index 1Q 2008 = 100)

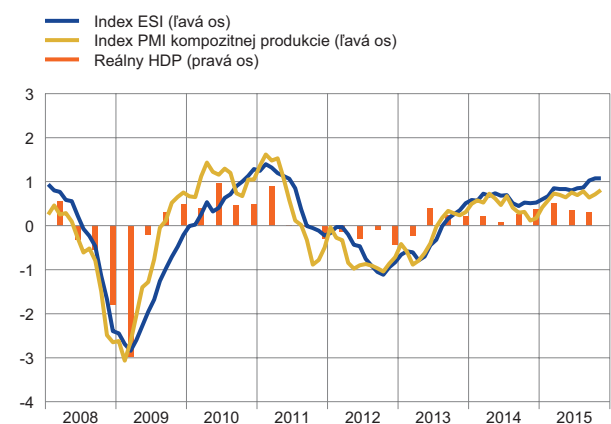


Zdroj: Eurostat.

Graf 14

Reálny HDP eurozóny, ESI a PMI kompozitnej produkcie

(ľavá os: difúznny index a percentuálne odchýlky; pravá os: štvrtročná miera rastu)



Zdroj: Markit, GR-ECFIN a Eurostat.

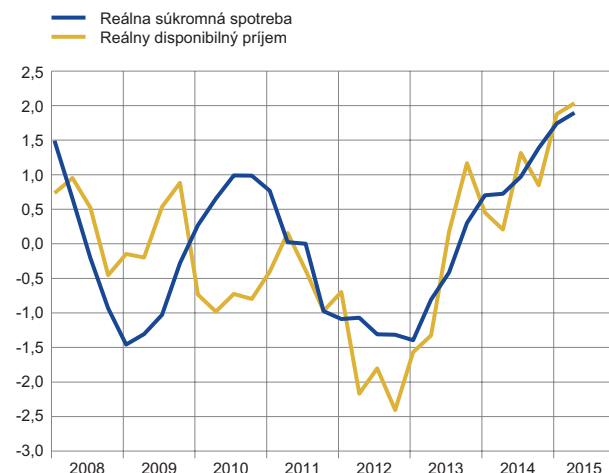
Poznámka: Indexy PMI a ESI sú normalizované.

Krátkodobé ukazovatele naznačujú pokračovanie hospodárskeho oživenia podobným tempom ako v treťom štvrtroku. Údaje z prieskumov, ktoré

sú dostupné do novembra, signalizujú na najbližšie obdobie pokračujúci mierny rast. V období od septembra do novembra sa mierne zlepšili ukazovateľ ekonomického sentimentu Európskej komisie (ESI) aj index nákupných manažérov (PMI) kompozitnej produkcie (graf 14). Obe dva ukazovatele presiahli v novembri úroveň svojho dlhodobého priemeru. Ostatné mesačné údaje dostupné do tretieho štvrtroku, ako priemyselná produkcia (bez stavebníctva), zaznamenali slabší výsledok, a ukazovatele nových priemyselných objednávok ECB v septembri klesli, čo pravdepodobne súvisí s oslabením vývozu eurozóny v treťom štvrtroku.

Graf 15**Súkromná spotreba a reálny disponibilný príjem eurozóny**

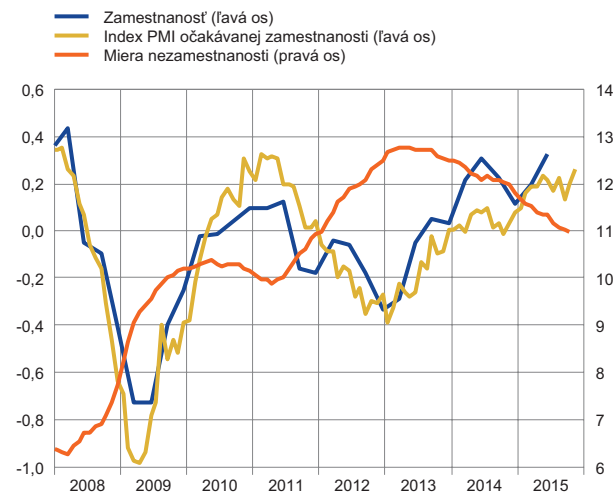
(ročná miera rastu)



Zdroj: Eurostat.

Graf 16**Zamestnanosť, index PMI pre očakávanú zamestnanosť a nezamestnanosť v eurozóne**

(ľavá os: štvrťročná miera rastu, index; pravá os: percentuálny podiel na pracovnej sile)



Zdroj: Eurostat.

Súkromná spotreba je kľúčovou hybnou silou oživenia a podporuje ju zlepšenie na trhu práce v eurozóne.

Priaznivý vývoj reálneho disponibilného príjmu domácností podporuje súkromnú spotrebu od začiatku oživenia začiatkom roku 2013 (graf 15). Hoci sú domácnosti v mnohých krajinách stále v procese úpravy svojich rozpočtov a oddlžovania, tieto úpravy sa javia ako menej obmedzujúce súkromnú spotrebu ako predtým. V septembri sa zlepšil maloobchodný predaj a registrácie nových osobných automobilov (o 0,6 % v porovnaní s druhým štvrťrokom) a úroveň spotrebiteľskej dôvery, ktorá v novembri stúpala, poukazuje na pokračujúci stabilný rast súkromnej spotreby v nadchádzajúcom období. Od polovice roka 2014 podporovali reálny disponibilný príjem klesajúce ceny ropy, hoci za posilnením kúpyschopnosti domácností je najmä výrazný nárast príjmov z pracovnej činnosti spôsobený postupným zlepšovaním na pracovných trhoch eurozóny. Zamestnanosť vzrástla od začiatku oživenia do druhého štvrťroka 2015 o takmer dva milióny¹ a v septembri bola nezamestnanosť na 10,8 %, čo je najnižšia úroveň od začiatku roka 2012. Novšie ukazovatele, napríklad prieskumy, poukazujú na pokračujúce zlepšenie na trhu práce v eurozóne v nasledujúcom období (graf 16).

Miera nezamestnanosti v eurozóne zostáva napriek tomuto priaznivému vývoju vysoká a pri súčasnom tempe jej klesania bude trvať ešte dlho, kým sa vráti na svoju predkrízovú úroveň.

Aj keď miera nezamestnanosti v eurozóne od polovice roka 2013 výrazne klesla, širšia miera nevyužitých kapacít na trhu práce, zohľadňujúca tie skupiny populácie, ktoré nedobrovoľne pracujú na skrátenej úväzok alebo ktoré odišli z trhu práce, zostáva vysoká. S približne siedmimi miliónmi osôb (5 % pracovnej sily), ktoré pre nedostatok práce na plný úväzok v súčasnosti nedobrovoľne pracujú na skrátenej úväzok, a viac ako šiestimi miliónmi demotivovaných pracovníkov (ktorí si už prestali

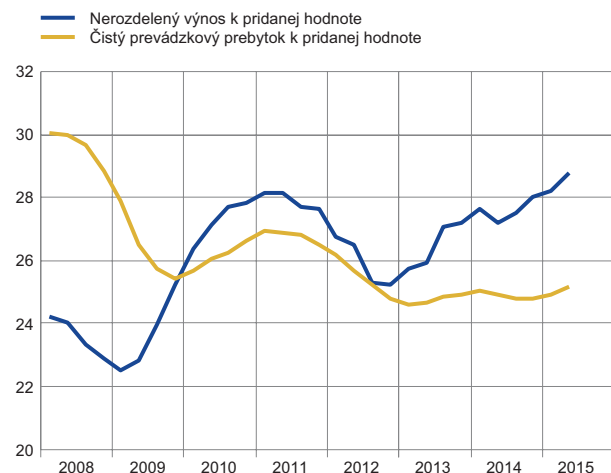
hľadať prácu a odišli z trhu práce) zostáva trh práce eurozóny výrazne slabší ako to naznačuje miera nezamestnanosti.

Rast investícií prispieval k súčasnému oživeniu v menšej miere. Podnikateľské investície mali od prvého štvrťroka 2013 vzostupný trend, ale v druhom štvrťroku 2015 boli nízke a veľmi pravdepodobne to tak zostalo aj treťom štvrťroku. Existujú

¹ Prehľadný vývoj zamestnanosti v eurozóne sa nachádza v článku What is behind the recent rebound in euro area employment v tomto čísle Ekonomického bulletinu.

Graf 17**Čistý prevádzkový prebytok a nerozdelené výnosy nefinančných korporácií eurozóny**

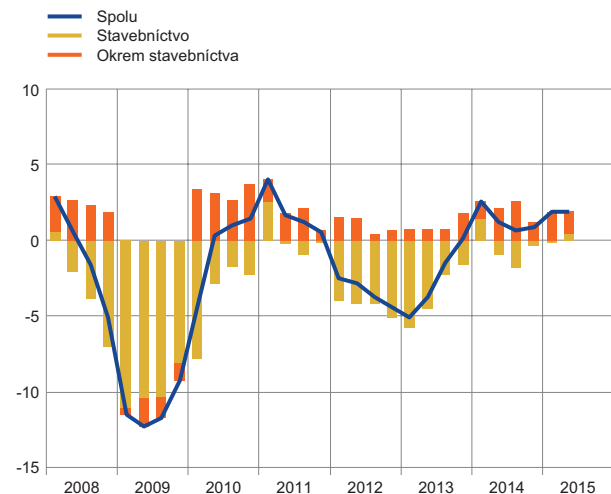
(percentuálny podiel na pridanej hodnote)



Zdroj: Eurostat.

Graf 18**Celkový rast investícií eurozóny**

(ročná miera rastu; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat.

však aj určité povzbudzujúce signály ako sú postupne sa zlepšujúce podmienky poskytovania úverov, menej obmedzujúca situácia v oblasti dopytu a oživenie zisku firiem. Nerozdelené výnosy a čistý prevádzkový prebytok poukazujú na pokračujúce zlepšovanie ziskovosti firiem (graf 17), čo bude v prostredí veľmi akomodatívnej menovej politiky za súčasného zjednodušovania podmienok na poskytovanie úverov a posilňovania dopytu naďalej podporovať podnikateľské investície.

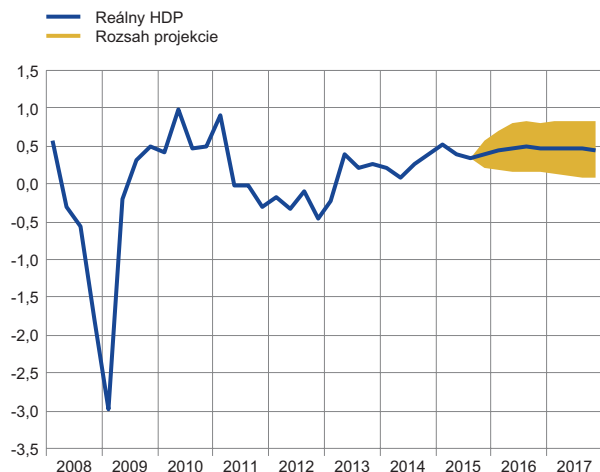
Hospodárske ukazovatele signalizujú postupné posilňovanie podnikateľských investícií v ďalšom období. S pokračujúcim rastom priemyselnej produkcie investičného tovaru (medzištvrtročne na úrovni 0,3 % v treťom štvrtroku) a ukazovateľmi dôvery pri investičnom tovare nad úrovňou dlhodobého priemeru sa podmienky dopytu zlepšujú, aj keď len z nízkych úrovní. Kapitálové výdavky podporí aj lepšie využívanie kapacít a potreba po niekoľkých rokoch nízkych investícií modernizovať investičný majetok. Aj keď sa podmienky dopytu postupne zlepšujú, zostávajú hlavným obmedzením podnikateľských investícií a spolu s politickou neistotou a inými štrukturálnymi prekážkami v súčasnosti spomaľujú investičné výdavky firiem (viac v boxe 2 o výsledkoch prieskumu ECB vo veľkých firmách pôsobiach v eurozóne). S rastúcim ziskom sa ďalej zjednodušia podmienky financovania, zvýši sa dôvera a podnikateľské investície sa postupne oživlia.

Stavebné investície, ktoré boli od vypuknutia krízy brzdu celkového rastu investícií, by sa mali podľa očakávaní postupne oživiť. Po veľkých úpravách mnohých trhov s nehnuteľnosťami na bývanie v celej eurozóne, ku ktorým došlo po kríze, zostávajú stavebné investície nízke (graf 18). Stavebné investície sa v druhom štvrtroku ďalej spomaľovali a výrazne zaostávali za svojimi predkrízovými úrovňami, čo bude pravdepodobne pokračovať aj v nastávajúcom období,

pretože stavebná produkcia sa v septembri zvýšila len mierne (medzištvrtročne o 0,1 %). Veľmi priaznivé podmienky financovania a nízke úrokové miery hypoték spolu s rastom disponibilného príjmu domácností by však mali v ďalšom období zvýšiť dopyt po nehnuteľnostiach na bývanie. Tento názor potvrdzujú náznaky posilňovania trhu s nehnuteľnosťami na bývanie a nárast počtu žiadostí o stavebné povolenia v niektorých krajinách.

Graf 19**Reálny HDP eurozóny (vrátane projekcií)**

(štvrtročná miera rastu)



Zdroj: Eurostat a článok December 2015 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area uverejnený na internetovej stránke ECB 3. decembra 2015.

Hospodárske oživenie v eurozóne by sa malo podľa projekcií v nasledujúcich dvoch rokoch posilňovať s množstvom impulzov podporujúcich oživenie na základe domáceho dopytu.² Účinok opatrení

akomodatívnej menovej politiky ECB sa bude naďalej prenášať do reálnej ekonomiky, ako to ukazuje ďalšie uvoľňovanie podmienok poskytovania úverov, nedávne úpravy objemu poskytnutých úverov a oslabenie efektívneho výmenného kurzu eura. Súkromnú spotrebu a investície podporujú nízke ceny ropy, čo prispelo k rastu kúpyschopnosti domácností a ziskovosti firiem. Očakáva sa, že rozpočtové uvoľňovanie bude viesť k ďalšej spotrebe verejnej správy a transferom domácnostiam. Domáci dopyt by sa mal podľa očakávaní ďalej posilňovať s klesajúcou potrebou oddĺženia domácností a firiem a so zlepšeniami na trhu práce. Hospodárskemu oživeniu v eurozóne budú aj naďalej brániť vyhliadky na pomalý rast v krajinách rozvíjajúcich sa trhov a len na mierny globálny obchod, nevyhnutné úpravy súvah v rôznych sektoroch

a pomalé tempo vykonávania štrukturálnych reforiem. S týmito vyvažujúcimi faktormi sa podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z decembra 2015 v eurozóne v roku 2015 predpokladá 1,5-percentný ročný rast reálneho HDP, v roku 2016 by mal tento rast dosiahnuť 1,7% a v roku 2017 úroveň 1,9% (graf 19). Je to v podstate nezmenená situácia od makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2015.

Hospodársky výhľad eurozóny sa spája s rizikom. Toto riziko súvisí najmä s veľkou neistotou ohľadne vývoja globálnej ekonomiky a so širšími geopolitickými rizikami. Tieto riziká môžu spomaliť globálny rast a zahraničný dopyt po vývoze eurozóny a znížiť aj dôveru v širšom zmysle.

² Viac v článku December 2015 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area uverejnenom na internetovej stránke ECB 3. decembra 2015.

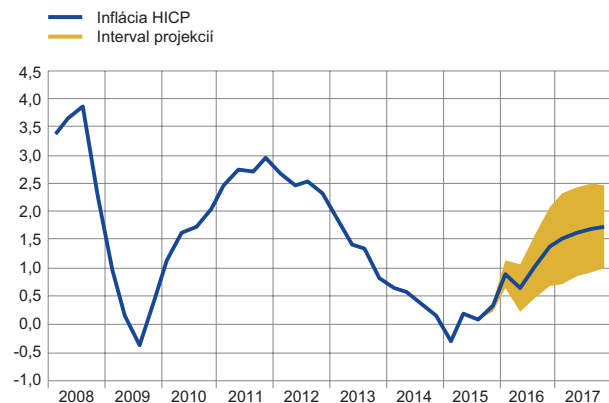
Miera inflácie HICP sa za posledné dva mesiace vrátila na mierne kladnú úroveň. Na základe dostupných informácií a aktuálnych cien ropných futures sa očakáva, že ročná miera inflácie HICP sa na prelome rokov výrazne zvýši, najmä v dôsledku základných efektov súvisiacich s pádom cien ropy koncom roka 2014. Počas rokov 2016 a 2017 by sa mala miera inflácie ďalej zvyšovať, k čomu budú prispievať opatrenia menovej politiky ECB, očakávané hospodárske oživenie a vplyv predchádzajúcich poklesov výmenného kurzu eura. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu z decembra 2015 ročná miera

inflácie HICP dosiahne 0,1 % v roku 2015, 1,0 % v roku 2016 a 1,6 % v roku 2017. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2015 bol výhľad inflácie HICP mierne upravený nadol.

Graf 20

Inflácia HICP eurozóny (vrátane projekcií)

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, december 2015, zverejnený 3. decembra 2015 na internetovej stránke ECB. Poznámka: Posledné údaje sú za tretí štvrtrok 2015 (rýchly odhad).

Celková inflácia HICP bola v priebehu roka vzhľadom na pokles cien ropy koncom roka 2014 veľmi nízka alebo záporná. Vývoj cien ropy viedol k tomu, že sa inflácia HICP dostala dvakrát do mínusu, najskôr na začiatku roka 2015 a neskôr znova na jeseň.

Počas posledných dvoch mesiacov sa znova vrátila na mierne kladnú úroveň. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v eurozóne v novembri dosiahla 0,1 % (0,1 % v októbri a -0,1 % v septembri, graf 20).

Vývoj cien energií infláciu tlmil. Ďalší pokles cien ropy od júna viedol k pokračujúcemu znižovaniu ročnej miery zmeny cien energií. Príspevok energií k HICP bol počas roka 2015 výrazne záporný (graf 21). V októbri a novembri však bol výrazný medzimesačný pokles zaznamenaný pred 12 mesiacmi vylúčený z výpočtu ročnej miery a následné kladné základné efekty viac než vykompenzovali ďalší pokles cien energií. Pokiaľ ceny energií nebudú aj naďalej výrazne klesať, základné efekty s najväčšou pravdepodobnosťou počas nasledujúcich mesiacov povedú k ďalšiemu výraznému zvyšovaniu inflácie cien energií (box 3).

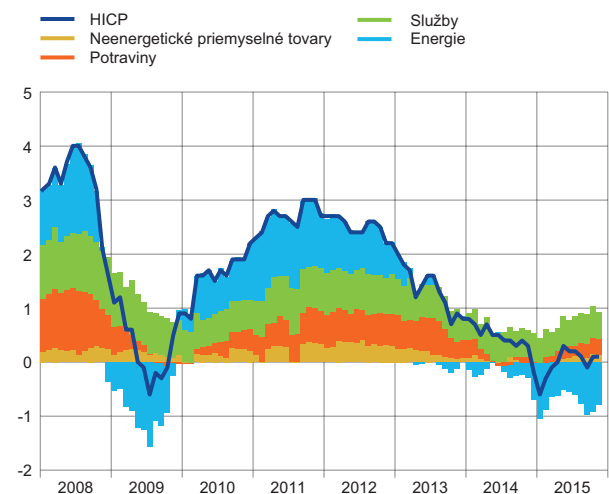
Inflácia cien potravín vykazuje od začiatku roka 2015 stúpajúci trend.

V poslednom období je hlavným faktorom jej rastu inflácia cien nespracovaných potravín, ktorá od januára do októbra zaznamenala nárast o 4,0 percentuálneho bodu. Prudký rast až do októbra pravdepodobne odráža vplyv nezvyčajne horúceho leta na ceny zeleniny a ovocia. V novembri inflácia cien nespracovaných potravín mierne klesla, no zostala na vysokej úrovni. Inflácia spracovaných

Graf 21

Príspevok jednotlivých zložiek k celkovej inflácii HICP v eurozóne

(ročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)

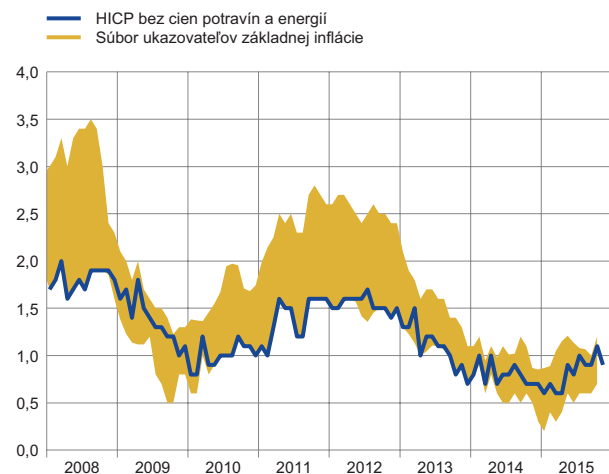


Zdroj: Eurostat a výpočty ECB. Poznámka: Posledné údaje sú z novembra 2015 (rýchly odhad).

Graf 22

Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



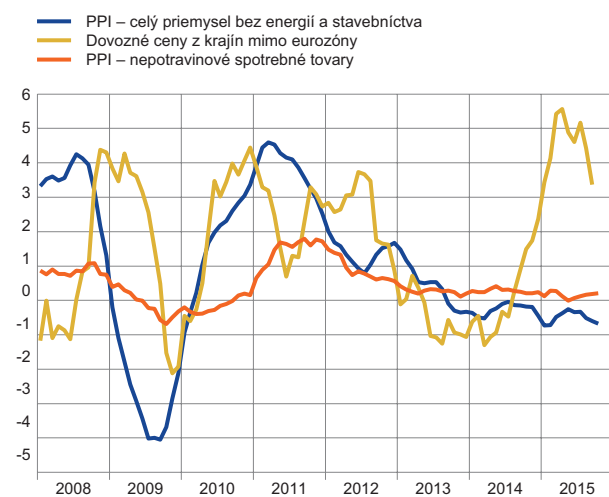
Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

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. V prípade HICP bez energií a potravín sú posledné údaje z novembra 2015 (rýchly odhad) a v prípade všetkých ostatných ukazovateľov z októbra 2015.

Graf 23

Ceny výrobcov a dovozné ceny

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z októbra 2015 (PPI – index cien výrobcov), resp. zo septembra 2015 (dovozné ceny).

potravín bola naopak aj naďalej celkovo stabilná, pričom jej dynamiku tlmili klesajúce ceny mliečnych výrobkov.

Po prekonaní veľmi nízkych úrovní zaznamenaných začiatkom roka 2015 sa miera základnej inflácie stabilizovala.

Inflácia HICP bez potravín a energií dosiahla v novembri úroveň 0,9 %, pričom v blízkosti tejto úrovne sa bez jasného trendu pohybovala už od augusta 2015. Ďalšie miery základnej inflácie¹ boli počas posledných mesiacov naďalej pomerne stabilné (graf 22). Pri hodnotení aktuálnych údajov inflácie HICP bez potravín a energií je potrebné zohľadniť skutočnosť, že ročné miery zmeny cien služieb a neenergetických priemyselných tovarov tiež môžu z jedného mesiaca na druhý podliehať vysokej volatilite, napríklad v dôsledku položiek súvisiacich s cestovným ruchom alebo s odevmi a obuvou, ktorých ceny môžu do značnej miery kolísať. Čo sa týka podstatnejších vplyvov, najnovší vývoj základnej inflácie odráža kladné účinky slabšieho výmenného kurzu eura (oproti začiatku tohto roka) a mierne zvyšovanie domáceho dopytu. Tieto stimulačné vplyvy však do určitej miery oslabujú nepriame účinky nedávneho ďalšieho poklesu cien ropy.

Dovozné ceny sú aj naďalej hlavným zdrojom rastových tlakov v cenovom reťazci.

Inflácia dovozných cien nepotravinových spotrebiteľských tovarov už od začiatku roka neustále vykazuje solídny rast, hoci rast ročnej miery zmeny dovozných cien sa nedávno v dôsledku mierneho tlmiaceho účinku zhodnocovania eura v období od mája do konca októbra 2015 mierne spomalil (graf 23). Pokiaľ ide o domáci vývoj, ukazovatele cenových tlakov v prípade neenergetických spotrebiteľských tovarov aj naďalej poukazujú na slabú dynamiku v priebehu cenového reťazca. Ročná miera zmeny domácich výrobných cien nepotravinových spotrebiteľských tovarov sa počas roka pohybovala tesne nad nulou. Ročná miera zmeny celkových výrobných cien bez energií a stavebníctva sa tiež nedávno oslabila, najmä v dôsledku poklesu cien výrobcov polotovarov na najnižšiu úroveň od marca

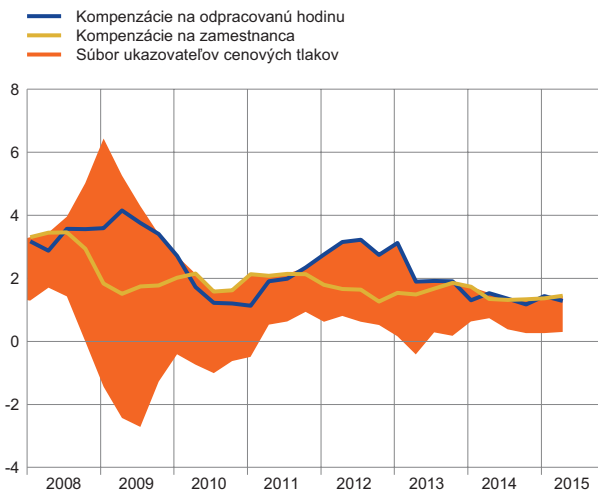
2014. Údaje z prieskumov vstupných a výstupných cien do novembra poukazujú na naďalej tlmené domáce cenové tlaky na úrovni výrobcov. Čo sa týka ďalšieho vývoja, od novembra by mohlo oslabovanie eura začať vyvíjať tlak na rast dovozu a v konečnom dôsledku aj na ceny výrobcov.

¹ Rozsiahly súbor ukazovateľov základnej inflácie je uvedený v boxe 4 s názvom Has underlying inflation reached a turning point?, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, júl 2015.

Graf 24

Nominálne mzdy a ďalšie ukazovatele cenových tlakov vyvolaných na domácom trhu

(ročná percentuálna zmena)



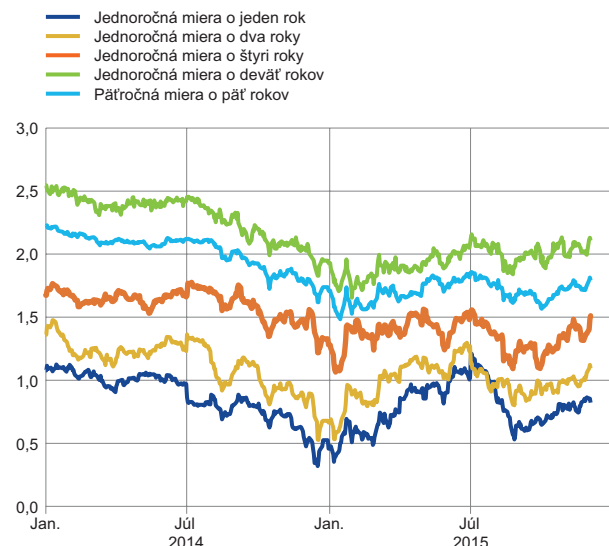
Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za druhý štvrťrok 2015. Súbor ukazovateľov cenových tlakov zahŕňa nominálne kompenzácie na odpracovanú hodinu, nominálne kompenzácie na zamestnanca, jednotkové náklady práce, deflátor HDP a služby PPI.

Graf 25

Trhové ukazovatele inflačných očakávaní

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: Posledný záznam je z 2. decembra 2015.

Mzdový rast bol naďalej obmedzený (graf 24).

Oživenie mzdového rastu je v posledných štvrťrokoch slabé, čo môže byť stále dôsledkom značnej miery nevyužitých kapacít v hospodárstve a na trhu práce, ako aj skutočnosti, že reálna kúpna sila miezd je pri nižšej inflácii vyššia (boxy 4 a 5). Na rozdiel od nákladov práce sa ziskové marže počas prvého polroka 2015 podieľali na zosilňovaní domácich nákladových tlakov, k čomu pravdepodobne prispeli mierne mzdové náklady, ako aj zlepšenie vývoja obchodu vzhľadom na slabý vývoj dovozných cien. Celkovo sa rast deflátoru HDP, všeobecného ukazovateľa domácich inflačných tlakov, v druhom štvrťroku 2015 zrýchlil.

Trhové ukazovatele inflačných očakávaní sa od októbra zvýšili, zatiaľ čo ukazovatele odvodené z prieskumov zostali celkovo stabilné.

Počas leta bol zaznamenaný pokles trhových ukazovateľov inflačných očakávaní, pričom päťročná sadzba inflačných swapov o päť rokov sa na konci septembra znížila na 1,56 % (graf 25). Od začiatku októbra sa trhové ukazovatele inflačných očakávaní výrazne zvýšili, okrem iného aj v reakcii na trhové očakávanie ďalšieho uvoľnenia menovej politiky v eurozóne. Päťročná sadzba inflačných swapov o päť rokov sa od konca septembra zvýšila o približne 25 bazických bodov a začiatkom decembra dosahovala približne 1,8 %. Dlhodobé inflačné očakávania z polovice októbra odvodené z prieskumov, napríklad ukazovatele ECB Survey of Professional Forecasters a Consensus Economics Forecast, boli v posledných mesiacoch celkovo stabilné.

Pokiaľ ide o ďalší vývoj, inflácia HICP v eurozóne by sa mala podľa projekcií ďalej zvyšovať (graf 20).

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2015 (na základe informácií dostupných v polovici novembra) by mala inflácia HICP dosiahnuť v priemere 0,1 % v roku 2015, pričom v roku 2016 by sa mala zvýšiť na 1,0 % a v roku 2017 na 1,6 %.² Na profile inflácie HICP by sa mal v priebehu sledovaného obdobia významne prejaviť vývoj energetickej zložky HICP (box 3). Výrazné rastové bazické efekty na prelome

roka, ako aj v druhej polovici roka 2016 majú spolu s predpokladaným nárastom cien ropy (na základe cien futures) zasahujúcim do roka 2017 spôsobiť podstatný

² Ďalšie informácie sú v článku Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, december 2015, zverejnenom 3. decembra 2015 na internetovej stránke ECB.

nárast inflácie energetickej zložky HICP z momentálne zápornej hladiny. K rastu inflácie prispieva aj postupné oživenie základnej inflácie, ktoré je odrazom ďalšieho zlepšovania podmienok na trhu práce a posilňovania vplyvu podnikov na cenotvorbu v prostredí rozbiehajúceho sa hospodárskeho oživenia. K vyššej inflácii by malo navyše prispievať aj pomalé premietanie kurzového vývoja do spotrebiteľských cien. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2015 bol výhľad inflácie HICP mierne upravený nadol.

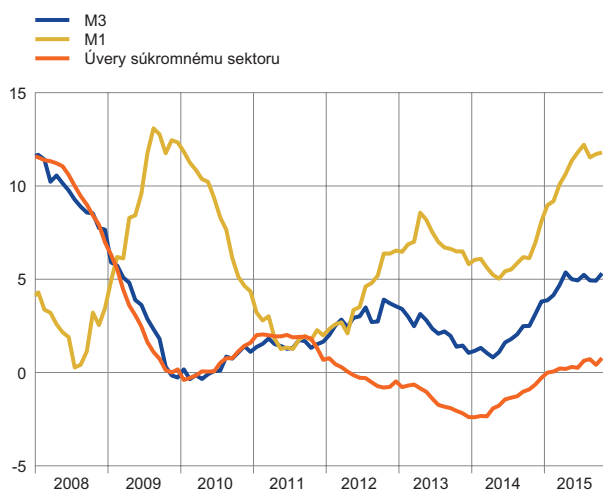
Rast peňažnej zásoby zostáva naďalej výrazný, pričom rast objemu úverov sa postupne zotavuje. K zlepšeniu menových a úverových ukazovateľov a všeobecnejšie k transmisii menovej politiky prispeli nízke úrokové miery, vplyv cieľených dlhodobějších refinančných operácií, ako aj rozšírený program nákupu aktív. Náklady na financovanie bánk sa pohybovali na úrovni blízkej historickému minimu, keď predtým niekoľko rokov po sebe klesali. Banky postupne premietali pokles týchto nákladov do zníženia

úrokových sadzieb úverov. Priaznivé podmienky poskytovania úverov naďalej prispievali k zotavovaniu rastu ich objemu, pričom rozdiely medzi úrokovými sadzbami bankových úverov v jednotlivých krajinách ďalej klesali. Odhaduje sa, že celkový ročný tok financovania nefinančných korporácií z vonkajších zdrojov sa v treťom štvrťroku 2015 stabilizoval.

Graf 26

Agregáty M3 a M1 a úvery súkromnému sektoru

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



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za október 2015.

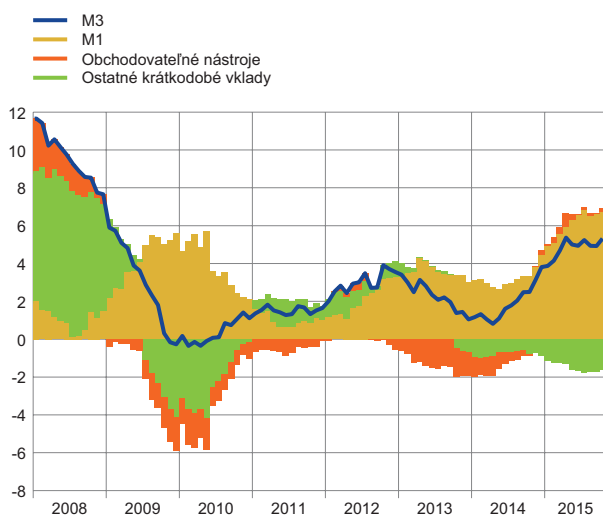
Najnovšie údaje o menovom vývoji potvrdzujú rozsah dynamiky rastu peňažnej zásoby.

Ročná miera rastu agregátu M3 dosiahla v októbri 2015 5,3%, po 5,0 % v treťom štvrťroku (graf 26). K rastu agregátu M3 naďalej prispieval úzky menový agregát M1, pričom jeho ročná miera rastu zostala v októbri naďalej výrazná, na úrovni 11,8 %, a teda sa v porovnaní s tretím štvrťkom nezmenila. Súčasný vývoj úzkeho menového agregátu je v súlade s vyhládkami na ďalšie oživenie hospodárskej aktivity.

Graf 27

Agregát M3 a jeho zložky

(ročná percentuálna zmena, príspevky v percentuálnych bodoch, očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za október 2015.

Držitelia peňazí sa zameriavajú na jednoduchové

vklady. Rovnako ako v treťom štvrťroku, aj v októbri k rastu agregátu M3 značnou mierou prispel agregát M1 (graf 27). Prostredie veľmi nízkych úrokových mier stále motivuje k investovaniu do jednoduchových vkladov zahrnutých do agregátu M3. Je to aj odrazom prílevu prostriedkov v súvislosti s predajom dlhopisov verejného sektora, krytých dlhopisov a cenných papierov krytých aktívami sektorom držiacim peniaze v rámci rozšíreného programu nákupu aktív. Na rozdiel od toho sa krátkodobé vklady iné ako jednoduchové (M2 mínus M1) aj naďalej znižovali a ich vplyv na rast agregátu M3 je negatívny. Podiel obchodovateľných nástrojov (M3 mínus M2) na ročnom raste agregátu M3 bol v októbri malý, ale stále kladný. Vývoj oboch týchto zložiek je v súlade s nízkym úročením menej likvidných peňažných aktív. Vývoj obchodovateľných nástrojov odráža zotavenie, ktoré sa zaznamenáva v držbe akcií/podielov podielových fondov peňažného trhu od polovice roka 2014, a ktoré sa zhoduje so zvýšením výnosov ostatných porovnateľných krátkodobých aktív s podobnými charakteristikami.

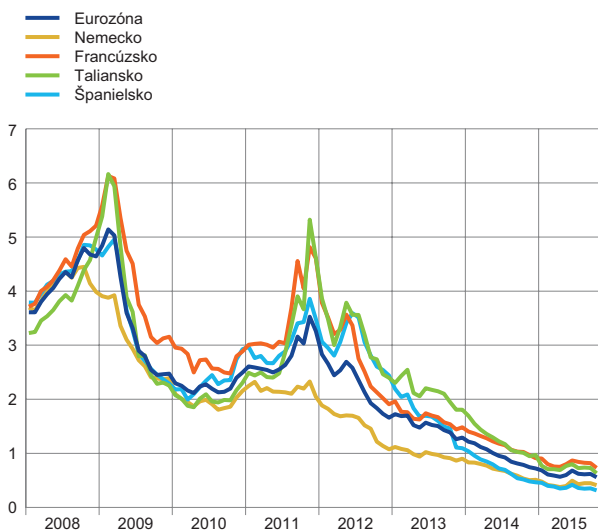
K rastu peňažnej zásoby naďalej hlavnou mierou prispievali domáce zdroje.

Dá sa to čiastočne vysvetliť neštandardnými opatreniami menovej politiky ECB. Z pohľadu protipoložiek sa zdá, že na dynamiku rastu agregátu M3 vyplývali najmä presuny z dlhodobejších finančných záväzkov a nárast príspevku pohľadávok PFI, pričom oba tieto príspevky súvisia s opatreniami menovej politiky ECB. Ročná miera zmeny dlhodobejších finančných pasív PFI (okrem kapitálu a rezerv) bola naďalej výrazne záporná; v októbri dosiahla -6,7 %, a bola teda zhruba rovnaká ako v treťom štvrtroku. Toto zníženie dlhodobejších finančných pasív PFI je čiastočne spôsobené atraktívnosťou cielených dlhodobých refinančných operácií ako alternatívy dlhodobého financovania bánk prostredníctvom trhu, v kombinácii s obstarávaním aktív v rámci programu nákupu aktív. V októbri sa zvýšili aj pohľadávky voči verejnej správe v dôsledku pokračujúcich nákupov Eurosystému v rámci programu nákupu aktív verejného sektora (a s ohľadom na skutočnosť, že samotný Eurosystém sa považuje za PFI eurozóny). Významný percentuálny podiel týchto aktív Eurosystém nakúpil od ostatných PFI. Došlo tak k odklonu od predchádzajúceho vývoja, ktorý sa pozoroval do septembra, keď hlavnými subjektmi predávajúcimi Eurosystému boli nerezidenti. Navyše príspevok pohľadávok voči verejnému sektoru, ktorý bol hlavným prispievateľom rastu peňažnej zásoby v uplynulých rokoch, sa v októbri opäť zvýšil. (Ročný) príspevok čistej pozície zahraničných aktív sektora PFI k rastu agregátu M3 bol naďalej záporný, pričom odlev kapitálu, ktorý tak isto súvisel s programom nákupov aktív verejného sektora, kompenzoval výrazný prebytok na bežnom účte eurozóny.

Graf 28

Zložené náklady bánk na dlhové financovanie

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



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

Poznámka: Zložené náklady na vklady sú priemerom úrokových sadzieb nových obchodov tvorených dennými vkladmi, vkladmi s dohodnutou splatnosťou a vkladmi splatnými na požiadanie, vážených príslušnými nesplatenými objemami. Posledné údaje sú za október 2015.

Náklady na financovanie bánk zostávajú na úrovni blízkej ich historickým minimám.

Zložené náklady na financovanie dlhu bánk klesajú už po niekoľko rokov (graf 28), na pozadí čistého splácania dlhodobých finančných pasív PFI. K zníženiu nákladov na financovanie bánk významnou mierou prispel balíček ECB na uľahčenie prístupu k úverom i program nákupu aktív. Po období prehodnocovania rizík v priebehu mája 2015 sa náklady na financovanie bánk v treťom štvrtroku stabilizovali na nízkych úrovniach. V prieskume úverovej aktivity bánk v eurozóne z októbra 2015 banky uvádzali, že v treťom štvrtroku sa zlepšil ich prístup k financovaniu prostredníctvom všetkých hlavných trhových nástrojov s výnimkou retailových vkladov, keď v tejto oblasti došlo k miernemu zhoršeniu. Doteraz však nič nenasvedčuje tomu, že by sa náklady bánk na vklady dostali v dôsledku zápornej sadzby jednodňových sterilizačných operácií ECB do záporných hodnôt.

Úrokové sadzby bankových úrokov sa v treťom štvrtroku stabilizovali na nízkych úrovniach.

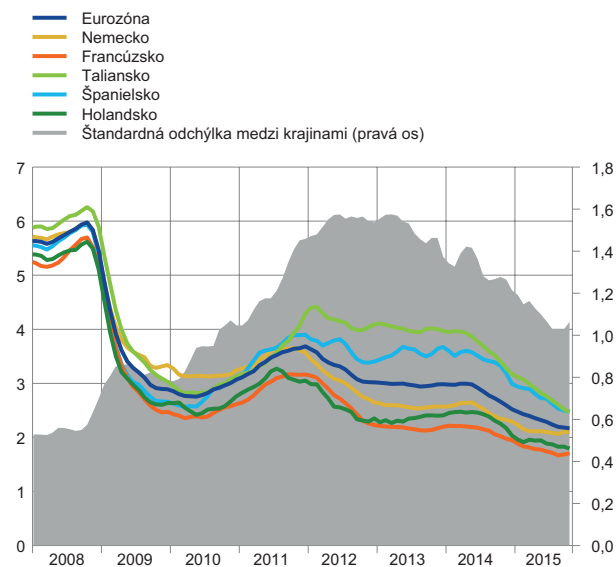
Nefinančné korporácie a domácnosti zaznamenávajú od polovice roka 2014 výrazný pokles nominálnych nákladov na bankové úvery. Od vyhlásenia balíčka ECB na uľahčenie prístupu k úverom v júni 2014 banky

postupne premietali pokles nákladov na svoje financovanie do zníženia úrokových sadzieb poskytovaných úverov. V dôsledku toho poklesli zložené úverové náklady nefinančných korporácií eurozóny o 79 bázických bodov a domácností o 65 bázických bodov (grafy 29 a 30). Najnovšie údaje za september a október ukazujú, že úrokové sadzby bankových úverov sa stabilizovali na nízkych úrovniach.

Graf 29

Zložený ukazovateľ nákladov na úvery nefinančným korporáciám

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



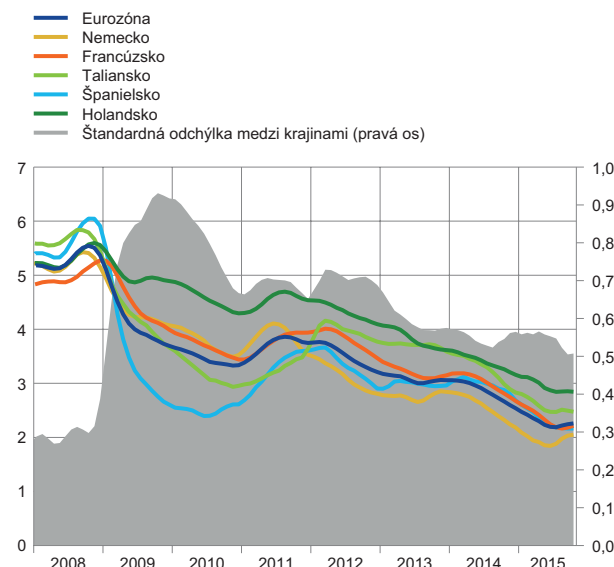
Zdroj: ECB.

Poznámka: Ukazovateľ celkových nákladov na bankové úvery sa počíta agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb použitím 24 mesačných kľzavých priemerov objemov nových obchodov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú za október 2015.

Graf 30

Zložený ukazovateľ nákladov na úvery domácnostiam na kúpu nehnuteľnosti na bývanie

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



Zdroj: ECB.

Poznámka: Ukazovateľ celkových nákladov na bankové úvery sa počíta agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb použitím 24 mesačných kľzavých priemerov objemov nových obchodov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú za október 2015.

Rozdiely medzi úrokovými sadzbami bankových úverov v jednotlivých

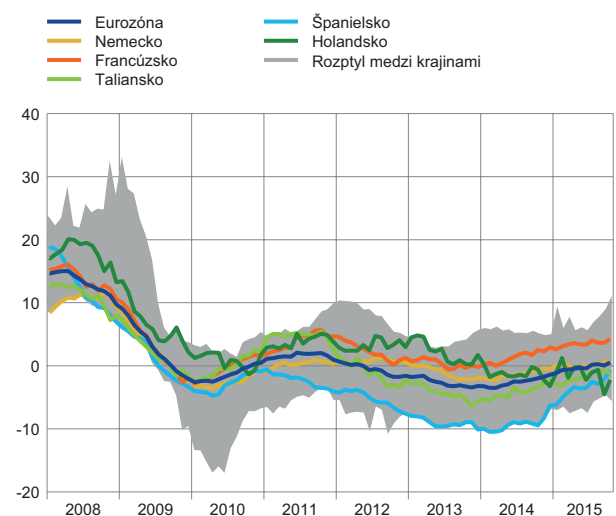
krajinách ďalej klesali, ale stále sú nad úrovňou pred krízy. V tejto súvislosti

program nákupu aktív a balíček ECB na uľahčenie prístupu k úverom prispeli k výraznému zmenšeniu rozdielov nákladov na poskytovanie úverov medzi krajinami. Najväčšie zníženie úrokových sadzieb bankových úverov sa zaznamenalo v problémových krajinách eurozóny. Treba však poznamenať, že napriek určitému povzbudivému vývoju situácie v oblasti poskytovania úverov v eurozóne ako celku sa situácia v jednotlivých krajinách a sektoroch naďalej líši.

Graf 31

Úvery PFI nefinančným korporáciám vo vybraných krajinách eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: ECB.

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

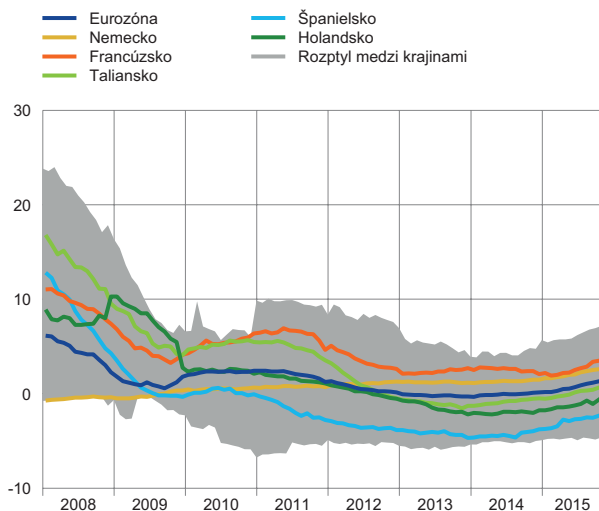
Rast objemu úverov súkromnému sektoru sa postupne oživuje, ale je naďalej nevýrazný.

Ročná miera rastu úverov PFI súkromnému sektoru sa v treťom štvrtroku a októbri ďalej zvyšovala (graf 26), pričom aj pri korporáciách, aj pri domácnostiach sa zaznamenalo postupné zlepšovanie dynamiky rastu úverov. Ročná miera rastu úverov nefinančným korporáciám (očistená od predaja a sekuritizácie) sa od začiatku roka 2015 postupne oživovala a v októbri dosiahla 0,6 % (graf 31). Ročná miera rastu úverov domácnostiam (upravená o predaj úverov a sekuritizáciu) sa počas tretieho štvrtroka a v októbri zlepšila (graf 32). Ako

Graf 32

Úvery PFI domácnostiam vo vybraných krajinách eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: ECB.

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

už bolo uvedené, na tomto vývoji sa podieľal výrazný pokles úrokových sadzieb bankových úverov, ktorý sa v eurozóne pozoruje od leta 2014, ako aj zlepšenie tak na strane ponuky bankových úverov, ako aj na strane dopytu po nich. Napriek tomuto pozitívnemu vývoju mal na ponuku úverov v niektorých častiach eurozóny stále vplyv tlmený hospodársky rast, konsolidácia bilancii bánk a relatívne prísne podmienky poskytovania úverov.

Predpokladá sa, že celkový ročný tok financovania nefinančných korporácií z vonkajších zdrojov sa v treťom štvrtroku stabilizoval, po ďalšom zlepšovaní v prvom polroku. V treťom štvrtroku dosahovala úroveň financovania nefinančných korporácií z externých zdrojov podobné úrovne ako v prvom polroku 2012 – alebo v roku 2004, pred začiatkom obdobia výrazného rastu objemu úverov. K oživeniu, ktorého sme svedkom pri financovaní nefinančných korporácií z vonkajších zdrojov od začiatku roka 2014, prispelo zlepšovanie hospodárskej aktivity, ďalší pokles nákladov na poskytovanie úverov, uvoľňovanie podmienok ich poskytovania

a skutočnosť, že náklady na financovanie dlhu prostredníctvom trhu sú naďalej veľmi nízke. V treťom štvrtroku sa zároveň zaznamenal ďalší nárast hotovosti v držbe nefinančných korporácií až na historicky najvyššiu úroveň, čo pravdepodobne súviselo s ďalším zvýšením nerozdelených ziskov, nízkymi oportunitnými nákladmi a vlnami neistoty na finančnom trhu.

Mesačné údaje naznačujú, že po dočasnom zotavení v júli sa čisté vydávanie dlhových cenných papierov nefinančnými korporáciami v auguste a septembri opäť zmiernilo. Tento vývoj bol pravdepodobne spôsobený nedávnym nárastom nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu a možno aj ďalším zvýšením nerozdelených ziskov (čo pravdepodobne znížilo potrebu financovania nefinančných korporácií z vonkajších zdrojov). Po tomto nedávnom spomalení vydávania dlhových cenných papierov nasledovalo výrazné zvýšenie aktivity v oblasti vydávania týchto papierov nefinančnými korporáciami a ich špecializovanými inštitúciami (conduits), ktoré sa zaznamenalo v prvom štvrtroku tohto roka, po oznámení programu nákupu aktív verejného sektora. Čisté vydávanie kótovaných akcií nefinančnými korporáciami sa v auguste a septembri tak isto výrazne spomalilo, po výraznom tempe v predchádzajúcich mesiacoch.

Predpokladá sa, že celkové ročné náklady na financovanie nefinančných korporácií z vonkajších zdrojov v októbri a novembri poklesli, po ich náraste v treťom štvrtroku. Tento pokles spôsobilo najmä zotavenie cien akcií, čo malo za následok zníženie nákladov na financovanie prostredníctvom akcií, a tiež zníženie nákladov na financovanie prostredníctvom dlhu, i keď v menšej miere. V októbri a novembri dosahovali náklady na financovanie dlhu nefinančných korporácií prostredníctvom akcií a prostredníctvom trhu úrovne v priemere o približne 20, resp. 55 bazických bodov vyššie ako vo februári, keď zaznamenali svoje historické minimum.

V dôsledku priaznivého cyklického vývoja a nízkych úrokových platieb sa predpokladá, že sa rozpočtové saldo eurozóny zlepší len mierne. Očakáva sa, že fiškálna politika bude v roku 2016 expanzívna a v roku 2017 viac-menej neutrálna, hlavne z dôvodu legislatívne upraveného zníženia daní na podporu zamestnanosti v mnohých krajinách, ako aj vplyvom prílevu utečencov v niektorých štátoch. Pokiaľ ide o budúci vývoj, v mnohých krajinách bude potrebné vynaložiť ďalšie konsolidačné úsilie na zaistenie trvalého poklesu vysokej miery verejného dlhu.

V priebehu nasledujúcich dvoch rokov sa má priemerný rozpočtový deficit eurozóny zlepšiť len mierne. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2015 by sa mal pomer deficitu verejných financií znížiť z 2,0 % HDP v roku 2015 na 1,8 % HDP v roku 2017 (tabuľka 1). Do konca sledovaného obdobia zaznamenajú rozpočtové saldo pod referenčnou hodnotou 3 % HDP pravdepodobne takmer všetky krajiny eurozóny. V porovnaní s projekciami zo septembra 2015 sa výhľad celkového deficitu na nasledujúce dva roky napriek expanzívnej fiškálnej pozícii očakávanej od roku 2016 v podstate nezmenil.

Tabuľka 1

Fiškálny vývoj v eurozóne

(v % HDP)

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

Zdroj: Eurostat a makroekonomické projekcie odborníkov ECB z decembra 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.

K predpokladanému zníženiu deficitu prispieva najmä priaznivý cyklický vývoj a nižšie úrokové náklady. Odstraňovanie jednorazových faktorov v niektorých krajinách v roku 2015, ktoré okrem iného súviseli s podporou finančného sektora, tiež pomôže zlepšiť rozpočtovú situáciu. Tieto faktory znižujúce deficit sú čiastočne vykompenzované balíkom fiškálnych stimulov vrátane výrazného zníženia daní v roku 2016, ktoré bolo v mnohých krajinách legislatívne upravené na podporu rastu ekonomiky a nezamestnanosti. V Holandsku napríklad vláda počíta so stimulačným balíkom, ktorý zahŕňa nižšie priame zdanenie domácností. Vláda v Taliansku zruší od roku 2016 daň z nehnuteľností obývaných majiteľmi, zníži sadzbu dane z príjmov právnických osôb a dočasne zníži príspevky do systému sociálneho zabezpečenia, pričom tieto opatrenia boli čiastočne vykompenzované nižšou vládnu spotrebou. V Španielsku sa v rokoch 2015 a 2016 výrazne zníži daň z príjmov fyzických a právnických osôb. Aj v Rakúsku sa po prijatí daňovej reformy, od ktorej sa

očakáva zvýšenie DPH, plánuje od roku 2016 zníženie priamych daní, ktoré platia domácnosti. Vláda v Belgicku taktiež prijíma od roku 2016 opatrenia na zníženie zdanenia osobných príjmov a príspevkov do systému sociálneho zabezpečenia, ktoré vykompenzujú konsolidačné opatrenia spočívajúce v znížení výdavkov a raste nepriamych daní. Rozsiahle fiškálne opatrenia zahrnuté do návrhu rozpočtu na rok 2016 v Írsku by mali v kontexte silného makroekonomického prostredia podľa očakávaní pomôcť znížiť deficit.

Predpokladá sa, že prílev utečencov ovplyvní fiškálnu pozíciu v niekoľkých krajinách. Očakáva sa, že priame rozpočtové náklady, ktoré vyplývajú z prílevu utečencov, budú značné v najviac zasiahnutých krajinách, kým na iné krajiny eurozóny, cez ktoré utečenci prechádzajú pred príchodom na miesto ich cieľového pobytu, to bude mať pravdepodobne len malý dopad. Fiškálne náklady vyplývajú hlavne z hotovostných prevodov utečencom a z výdavkov na spotrebu verejnej správy vrátane vyšších nákladov na mzdy a bývanie. Odhady potenciálnych vynaložených nákladov boli za niektoré krajiny publikované v súvislosti s návrhmi rozpočtových plánov na rok 2016, sú však spojené s veľkou neistotou. Pohybujú sa v rozpätí od 0,35 % HDP pre Rakúsko do 0,2 % pre Taliansko a Nemecko a 0,1 % pre Belgicko a Slovinsko.¹

Zlepšovanie štrukturálneho salda sa má zastaviť. Očakáva sa, že fiškálna pozícia v eurozóne, meraná zmenou cyklicky upraveného salda očisteného od podpory finančnému sektoru, sa v roku 2016 uvoľní a v roku 2017 bude viac-menej neutrálna. Podľa makroekonomických projekcií Eurosystému sa štrukturálny deficit eurozóny v roku 2016 v dôsledku zníženia daní a príspevkov do systému sociálneho zabezpečenia v niektorých krajinách zvýši o 0,2 percentuálneho bodu na 1,9 % HDP a na tejto úrovni ostane aj v roku 2017. Poukazuje to aj na uvoľnenie v porovnaní s projekciami zo septembra 2015, keď sa predpokladalo, že fiškálna pozícia zostane viac-menej neutrálna.

Priemerný dlh verejnej správy eurozóny vykazuje klesajúcu tendenciu, no jeho úroveň zostáva vysoká. Pomer dlhu k HDP eurozóny by mal podľa očakávaní postupne klesať z najvyššej úrovne 92,1 % HDP v roku 2014 a do konca roka 2017 by mal dosiahnuť 88,9 % HDP. Plánované zníženie dlhu verejnej správy, o niečo vyššie, ako sa očakávalo podľa projekcií zo septembra 2015, je podporené priaznivým vývojom diferenciálu úrokových sadzieb a rastu a primárnymi prebytkami. Negatívne úpravy vzťahu deficitu a dlhu, ktoré sú okrem iného odrazom výnosov z privatizácie a využitia hotovostných rezerv, tiež prispievajú k lepšiemu výhľadu v oblasti zadlženosti. V niektorých krajinách však bude v horizonte prognózy úroveň zadlženia pravdepodobne ďalej narastať. Keďže úroveň zadlženia zostáva v mnohých krajinách eurozóny vysoká, je potrebné vyvinúť ďalšie konsolidačné úsilie zamerané na trvalé zníženie miery zadlženia. Obmedzenie rizík pre udržateľnosť dlhu je veľmi dôležité aj vzhľadom na závažné dlhodobé výzvy súvisiace so starnutím populácie a zvyšovaním výdavkov na zdravotnú a dlhodobú starostlivosť.

¹ Pozri aj box s názvom The impact of the influx of refugees on the euro area economy v Makroekonomických projekciách Eurosystému z decembra 2015.

Očakáva sa, že plánovaný schodok súvisiaci so štrukturálnymi opatreniami povedie k zhoršeniu plnenia požiadaviek Paktu stability a rastu.

Napriek tomu, že vlády potrebujú presne vymerať nastavenie fiškálnej politiky na dosiahnutie vhodnej rovnováhy medzi znižovaním vysokej úrovne dlhu a nenarušením oživenia, musí byť zabezpečený súlad s požiadavkami Paktu stability a rastu. Návrhy rozpočtového plánu na rok 2016 zverejnené 18. novembra poukazujú na nedostatočnú štrukturálnu úpravu v mnohých krajinách eurozóny. Je nevyhnutné, aby sa v plnej miere a konzistentne implementovalo včasné varovanie a nápravné opatrenia zavedené do posilneného fiškálneho rámca (box 7). Najmä krajiny s vysokou úrovňou dlhu by mali pokročiť pri dosahovaní svojich strednodobých rozpočtových cieľov.

Fiškálnu disciplínu by mali dopĺňať aj štrukturálne reformy na podporu rastu.

Rozsiahle štrukturálne reformy týkajúce sa trhu práce a trhu s produktmi si vyžadujú zlepšenie výhľadu na potenciálny rast ekonomík eurozóny a zníženie úrovne zadlženia. Okrem toho v mnohých krajinách eurozóny by sa mala zlepšiť účinnosť daňového systému v prospech rastu. Napríklad zníženie daňovo-odvodového zaťaženia pracovných príjmov môže mať pozitívne účinky na rast a zamestnanosť, hlavne v krátkodobom horizonte. Nemôže však úplne nahradiť štrukturálne reformy trhu práce. Výzva na zníženie daňovo-odvodového zaťaženia pracovných príjmov a na reformu trhu práce je pravidelne súčasťou odporúčaní Európskej komisie pre jednotlivé krajiny, doteraz sa však v tejto oblasti dosiahol len obmedzený pokrok.

Box 1

Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 22. júla do 27. októbra 2015

V tomto boxe sa opisujú operácie menovej politiky ECB počas piatej a šiestej periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv roka 2015, a to od 22. júla do 8. septembra 2015 a od 9. septembra do 27. októbra 2015. Počas sledovaného obdobia zostali úrokové sadzby pre hlavné refinančné operácie, jednoduchové refinančné operácie a jednoduchové sterilizačné operácie nezmenené, na úrovniach 0,05 %, 0,30 % a -0,20 %.¹ Dňa 30. septembra 2015 bola vyrovnaná piata cielená dlhodobější refinančná operácia v objeme 15,5 mld. €, keď, na porovnanie, v predchádzajúcej operácii v júni bola pridelená suma 73,8 mld. €. Celková suma pridelená v rámci prvých piatich cielených dlhodobějších operácií tak dosiahla 399,6 mld. €. ² Eurosystem naďalej pokračoval v nakupovaní cenných papierov verejného sektora, krytých dlhopisov a cenných papierov krytých aktívami v rámci rozšíreného programu nákupu aktív s cieľovým mesačným objemom 60 mld. €. ³

Potreba likvidity

Počas sledovaného obdobia sa priemerná denná potreba likvidity bankového systému, definovaná ako súčet autonómnych faktorov a predpísaných povinných minimálnych rezerv, zvýšila o 38,4 mld. € v porovnaní s priemerom v predchádzajúcom sledovanom období (t. j. v porovnaní s tretou a štvrtou periódou udržiavania povinných minimálnych rezerv) a dosiahla hodnotu 646,5 mld. €. Bolo to spôsobené najmä zvýšením priemerných autonómnych faktorov, ktoré vzrástli o 36,7 mld. € na 533,5 mld. € (tabuľka).

Tento nárast priemerných autonómnych faktorov bol spôsobený najmä poklesom priemerných faktorov ponuky likvidity – tak čistých zahraničných aktív, ako aj čistých aktív denominovaných v eurách. Čisté zahraničné aktíva dosahovali v priemere 623,2 mld. €, čo je o 26,5 mld. € menej ako v predchádzajúcom sledovanom období. Zhodnocovanie eura voči americkému doláru v sledovanom období viedlo k zníženiu hodnoty čistých zahraničných aktív. Okrem toho, čisté aktíva v eurách dosahovali v priemere 519,3 mld. €, teda o 24,8 mld. € menej ako v predchádzajúcom období. Čisté aktíva v eurách poklesli z dôvodu zníženia hodnoty finančných aktív, ktoré mal Eurosystem v držbe na iné ako menovopolitické

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

² Bližšie informácie o sumách pridelených v rámci cielených dlhodobějších refinančných operácií sú uvedené v podobných boxoch v predchádzajúcich číslach bulletinu alebo na internetovej stránke ECB: www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html

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

Tabuľka

Stav likvidity v Eurosysteme

	22. júla 2015 až 27. októbra 2015	22. apríla až 21. júla 2015	6. udržiavacia perióda	5. udržiavacia perióda			
Pasíva – potreba likvidity (priemery; mld. €)							
Autonómne faktory likvidity	1 675,7	(-14,6)	1 690,3	1 692,8	(+34,2)	1 658,6	(-37,6)
Bankovky v obehu	1 053,9	(+19,4)	1 034,5	1 052,4	(-2,9)	1 055,3	(+12,6)
Vklady ústrednej štátnej správy	79,3	(-6,3)	85,6	95,2	(+31,8)	63,4	(-32,9)
Ostatné autonómne faktory	542,5	(-27,7)	570,2	545,2	(+5,4)	539,8	(-17,3)
Nástroje menovej politiky							
Bežné účty	446,9	(+107,5)	339,4	465,3	(+36,9)	428,4	(+47,0)
Povinné minimálne rezervy	113,0	(+0,9)	111,2	113,2	(+0,5)	112,7	(+0,5)
Jednodňové sterilizačné operácie	150,4	(+49,1)	101,3	152,8	(+4,7)	148,0	(+45,0)
Jemné doladovacie operácie na stiahnutie likvidity	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Aktíva – ponuka likvidity (priemery; mld. €)							
Autonómne faktory likvidity	1 142,5	(-51,3)	1 193,8	1 135,7	(-13,6)	1 149,3	(-33,9)
Čisté zahraničné aktíva	623,2	(-26,5)	649,8	619,1	(-8,3)	627,4	(-15,5)
Čisté aktíva v eurách	519,3	(-24,8)	544,1	516,7	(-5,2)	521,9	(-18,4)
Nástroje menovej politiky							
Operácie na voľnom trhu	1 130,4	(+193,2)	937,2	1 175,5	(+90,2)	1 085,3	(+87,8)
Operácie vo forme tendrov	533,4	(+20,2)	513,2	532,3	(-2,2)	534,5	(+8,8)
MRO	71,3	(-18,4)	89,7	70,2	(-2,2)	72,4	(-10,1)
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	73,6	(-16,9)	90,5	69,2	(-8,9)	78,1	(-5,7)
Dlhodobejšie refinančné operácie so splatnosťou tri roky	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Cielené dlhodobejšie refinančné operácie	388,5	(+55,5)	333,0	393,0	(+8,9)	384,1	(+24,6)
Portfólia priamych obchodov	597,0	(+173,0)	424,0	643,2	(+92,4)	550,8	(+79,0)
Prvý program nákupu krytých dlhopisov	22,2	(-2,2)	24,4	21,9	(-0,6)	22,5	(-0,8)
Druhý program nákupu krytých dlhopisov	10,5	(-0,6)	11,1	10,4	(-0,3)	10,7	(-0,1)
Tretí program nákupu krytých dlhopisov	114,9	(+27,8)	87,1	122,3	(+14,8)	107,6	(+12,4)
Program pre trhy s cennými papiermi	128,5	(-8,2)	136,6	127,1	(-2,7)	129,8	(-4,8)
Program nákupu cenných papierov krytých aktívami	11,9	(+4,4)	7,5	13,2	(+2,5)	10,7	(+1,9)
Program nákupu cenných papierov verejného sektora	308,9	(+151,6)	157,4	348,3	(+78,6)	269,6	(+70,5)
Jednodňové refinančné operácie	0,4	(+0,2)	0,2	0,1	(-0,5)	0,6	(+0,3)
Ostatná likvidita – základné informácie (priemery; v mld. €)							
Celková potreba likvidity	646,5	(+38,4)	608,0	670,7	(+48,5)	622,2	(-3,4)
Autonómne faktory ¹⁾	533,5	(+36,7)	496,8	557,5	(+48,0)	509,5	(-3,8)
Nadbytočná likvidita	483,9	(+154,7)	329,2	504,8	(+41,6)	463,1	(+91,3)
Vývoj úrokových mier (v %)							
MRO	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	-0,130	(-0,022)	-0,107	-0,139	(-0,018)	-0,121	(-0,002)

Zdroj: ECB.

Poznámka: Všetky údaje v tabuľke sú zaokrúhlené, a tak v niektorých prípadoch údaj uvedený ako zmena voči predchádzajúcemu obdobiu nie je identická s rozdielom medzi zaokrúhlenými údajmi za tieto dve obdobia (údaje sa môžu líšiť o 0,1 mld. €).

1) Položky v procese zúčtovania.

účely, spolu s nárastom pasív zahraničných inštitúcií voči národným centrálnym bankám. Predtým tieto zahraničné inštitúcie výrazne znížili svoju držbu hotovosti v Eurosysteme, aby predišli záporným úrokovým mieram, ale v sledovanom období sa opäť zaznamenal nárast tejto držby, pravdepodobne v dôsledku poklesu množstva dostatočne atraktívnych trhových alternatív.

Faktory absorpcie likvidity v sledovanom období poklesli z dôvodu poklesu ostatných autonómnych faktorov, čo bolo len čiastočne kompenzované obvyklým zvýšením objemu bankoviek v obehú počas leta. Ostatné autonómne faktory dosahovali v priemere 542,5 mld. €, čo je pokles o 27,7 mld. € v porovnaní s predchádzajúcim obdobím, najmä v dôsledku zníženia stavov na účtoch precenenia. Okrem toho, k poklesu potrieb likvidity prispela priemerná hodnota vkladov verejnej

správy, ktorá sa znížila o 6,3 mld. € na 79,3 mld. €. Tento pokles vkladov sektora verejnej správy je pokračovaním klesajúceho trendu, ktorý sa pozoruje od septembra 2014 (keď bola úroková sadzba jednodňových sterilizačných operácií ECB znížená na -0,20 %), čím sa čiastočne kompenzoval nárast, ktorý sa zaznamenal počas predchádzajúceho obdobia, nakoľko štátne pokladnice, ktoré sa snažili výhodne umiestniť hotovosť na trhu, mali len málo alternatív. Tento pokles v sledovanom období súvisel s poklesom úrokových sadzieb, ktoré boli niektoré štátne pokladnice ochotné akceptovať pri umiestňovaní svojej prebytočnej likvidity. Na druhej strane, hodnota bankoviek v obehu sa počas leta zvýšila, kopírujúc tak obvyklý sezónny vývoj, čím sa čiastočne kompenzoval pokles ostatných faktorov absorpcie likvidity. Objem bankoviek v obehu bol počas sledovaného obdobia v priemere 1.053,9 mld. €, teda o približne 19,4 mld. vyšší ako priemer v predchádzajúcom sledovanom období.

Volatilita autonómnych faktorov zostala počas sledovaného obdobia na zvýšenej úrovni. Bola spôsobená najmä výraznými fluktuáciami vkladov sektora verejnej správy a štvrtročných precenení čistých zahraničných aktív a čistých aktív denominovaných v eurách. Táto volatilita však bola nižšia ako v predchádzajúcom sledovanom období, zatiaľ čo úroveň autonómnych faktorov pokračovala v rastúcom trende.

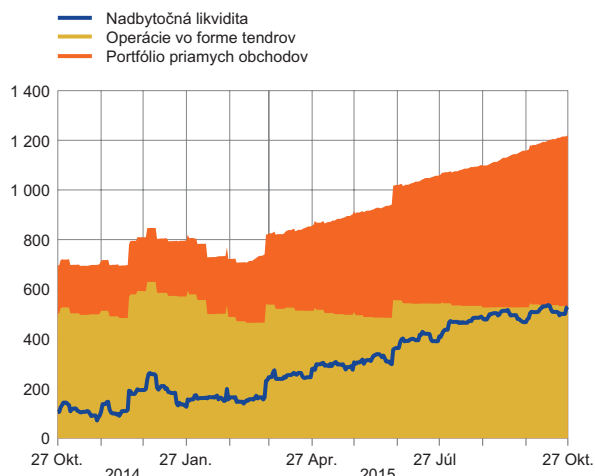
Priemerná absolútna chyba týždenných prognóz autonómnych faktorov zostala v sledovanom období nezmenená na úrovni 6,4 mld. € a bola spôsobená najmä chybami prognóz vkladov sektora verejnej správy. Hoci chyby prognóz vkladov sektora verejnej správy mierne poklesli, stále boli hlavným zdrojom týchto chýb, nakoľko je veľmi problematické predvídať investičnú činnosť štátnych pokladníc v prostredí stále zápornejších krátkodobých úrokových sadzieb peňažného trhu a vysokých úrovní nadbytočnej likvidity.

Likvidita dodaná prostredníctvom nástrojov menovej politiky

Graf

Vývoj nástrojov menovej politiky a nadbytočnej likvidity

(v mld. €)



Zdroj: ECB.

Priemerný objem likvidity dodanej prostredníctvom operácií na voľnom trhu, ktoré sa uskutočnili vo forme tendrov a priamych nákupov aktív, sa v sledovanom období zvýšil o 193,2 mld. € na 1.130,4 mld. € (graf). Priame nákupy sa podieľali na tomto zvýšení 90 % a toto zvýšenie bolo najmä výsledkom programu nákupu cenných papierov verejného sektora.

Priemerný objem likvidity dodanej prostredníctvom tendrov sa zvýšil o 20,2 mld. € na 533,4 mld. € v dôsledku cieľených dlhodobějších refinančných operácií. Priemerné objemy likvidity dodanej prostredníctvom hlavných refinančných operácií a trojmesačných dlhodobějších refinančných operácií poklesli o 18,4 mld. € a 16,9 mld. €, ale ich pokles bol viac ako kompenzovaný objemom likvidity dodanej prostredníctvom cieľených dlhodobějších operácií, ktorý sa zvýšil o 55,5 mld. € na 388,5 mld. €. K tomuto zvýšeniu prispela najmä piata udržiavacia perióda, keď sa prostriedky, ktoré boli pridelené v júni, využili vo väčšej miere ako prostriedky pridelené v septembri.

Priemerný objem likvidity dodanej prostredníctvom portfólia priamych obchodov sa zvýšil o 173,0 mld. € na 597,0 mld. € v dôsledku programu nákupu cenných papierov verejného sektora.

Priemerná likvidita dodaná prostredníctvom nákupu cenných papierov verejného sektora, tretieho programu nákupu krytých dlhopisov a programu nákupu cenných papierov krytých aktívami sa zvýšila zodpovedajúco o 151,6 mld. €, 27,8 mld. € a 4,4 mld. €, čím viac ako kompenzovala odkupovanie dlhopisov v držbe v rámci Programu pre trhy s cennými papiermi a predchádzajúcich dvoch programov nákupu krytých dlhopisov.

Nadbytočná likvidita

V dôsledku uvedeného vývoja sa priemerný objem nadbytočnej likvidity v sledovanom období zvýšil o ďalších 154,7 mld. € na 483,9 mld. € (graf).

Väčšina tohto nárastu sa zaznamenala v piatej perióde udržiavania povinných minimálnych rezerv, keď sa priemerný objem nadbytočnej likvidity zvýšil o 91,3 mld. €, keď autonómne faktory zostali prakticky nezmenené. V šiestej udržiavacej perióde sa priemerný objem nadbytočnej likvidity zvýšil menej, len o 41,6 mld. €. Relatívne oslabenie tohto nárastu bolo spôsobené najmä zvýšením autonómnych faktorov, ktoré čiastočne absorbovali nárast v rámci programu nákupu aktív – čo je ďalším dôkazom, že volatilita autonómnych faktorov má vplyv na vývoj nadbytočnej likvidity.

Zvýšenie nadbytočnej likvidity sa najviac odrazilo vo vyšších priemerných zostatkoch na bežných účtoch, ktoré sa v sledovanom období zvýšili o 107,5 mld. € na 446,9 mld. €.

Tento nárast bol počas dvoch udržiavacích periód viac-menej rovnomerný, pričom priemerné zostatky sa v piatej udržiavacej perióde zvýšili o 47,0 mld. € a v šiestej o 36,9 mld. €. Priemerný objem jednoduchých sterilizačných operácií tak isto ďalej vzrástol, aj keď menej, a to konkrétne o 49,1 mld. € na 150,4 mld. €.

Vývoj úrokových mier

Rovnako ako počas predchádzajúceho obdobia, aj teraz úrokové sadzby peňažného trhu ďalej klesali v dôsledku ďalšieho nárastu nadbytočnej likvidity, a tiež v dôsledku toho, že účastníci trhu stále častejšie akceptovali obchodovanie pri záporných úrokových sadzbách.

Na trhu s nezabezpečenými nástrojmi dosahovala sadzba EONIA v priemere -0,130 %, a v porovnaní s priemerom -0,107 % zaznamenanom v predchádzajúcom období poklesla. Tento pokles bol najvýraznejší v šiestej udržiavacej perióde, keď EONIA dosahovala v priemere -0,139 %, a v porovnaní s priemerom v predchádzajúcej udržiavacej perióde poklesla o 0,018 percentuálneho bodu. Jednoduché úrokové sadzby zabezpečených nástrojov poklesli na úrovne blízke sadzbe jednoduchých sterilizačných operácií. Sadzby niektorých špecifických cenných papierov, ktoré sa využívajú ako kolaterál⁴, poklesli dokonca pod úroveň sadzby jednoduchých sterilizačných operácií. Konkrétne priemerné sadzby jednoduchých repo obchodov na trhu GC Pooling⁵ poklesli na -0,187 % pri štandardnom koši kolaterálov a na -0,184 % pri rozšírenom koši kolaterálov, čo bolo o 0,007, resp. 0,014 percentuálnych bodov menej ako v predchádzajúcom sledovanom období.

⁴ Napríklad sadzby „RepoFunds Rate“: www.repofundstrate.com

⁵ Trh GC Pooling umožňuje obchodovať na platforme Eurex s dohodami o spätnom odkúpení voči štandardizovanému košu kolaterálov.

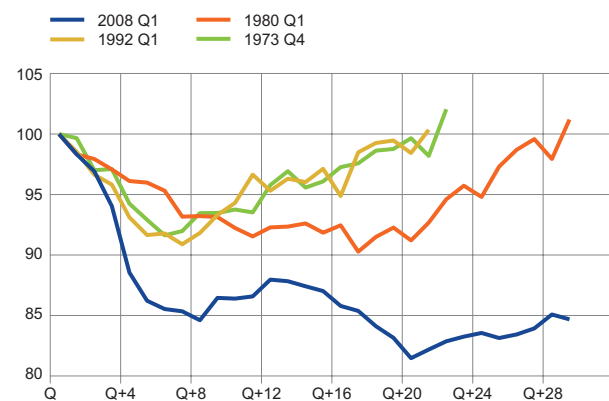
Box 2

Čo spôsobuje nízke investície v eurozóne? Odpovede z prieskumu vo veľkých firmách eurozóny

Graf A

Investície eurozóny v období oživenia

(index: najvyššia hodnota pred krízou = 100)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Q vyjadruje najvyššie hodnoty pred krízou v príslušných časových obdobiach. Ďalšie štvrtky uvedené na osi x vyjadrujú počet štvrtkov, koľko z historického hľadiska trvalo dosiahnutie úrovne pred krízou, na porovnanie so súčasnou krízou.

Table A

Súhrnná štatistika z ad hoc prieskumu investícií

	Respondenti		Podiel z celého hospodárstva
Zamestnanosť (v tisícoch)	3 770		2,5 %
Investície (v mil. EUR)	35 145		3,0 %
Štruktúra sektorov	Počet	Podiel na prieskume	Podiel na pridanej hodnote
Priemysel bez stavebníctva	31	42 %	28 %
Stavebníctvo ¹⁾	13	18 %	23 %
Služby	30	41 %	49 %
z toho:			
podnikateľské	11	15 %	22 %
spotrebiteľské	19	26 %	27 %

Zdroj: Prieskum investícií, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Počet zamestnancov a investičný rozpočet za rok 2014 vykazovali respondenti sami. Podiel na pridanej hodnote sa vzťahuje na nefinančnú obchodnú sféru a vylučuje sa finančný sektor, verejný sektor a poľnohospodárstvo. Priemysel bez stavebníctva zahŕňa spracovateľov potravín a poľnohospodárskych producentov. 1) V stavebníctve sú zahrnuté reality.

Napriek prebiehajúcemu hospodárskemu oživeniu v eurozóne zostávajú investície v porovnaní s úrovňami pred krízou nízke a ich rast je v porovnaní s historickými hodnotami veľmi slabý (graf A).

V pomalom oživení investícií eurozóny sa do určitej miery odráža dlhé trvanie tejto krízy, pre ktoré sa produkcia ešte stále dostáva len na svoju predkrízovú úroveň. V zdĺhavom oživení sa však odrážajú aj iné faktory, ktoré v rôznej miere a v rôznom čase prispievali k znižovaniu investícií eurozóny. Tieto faktory súvisia s prístupom k pôžičkám, väčšími obavami podnikov v dôsledku podmienok v oblasti dopytu, výhľadom na rast a celkovými obmedzeniami na úrovni firiem. Všetky tieto skutočnosti znižujú motiváciu investovať. V tomto boxe sú zhrnuté výsledky jednorazového prieskumu ad hoc v hlavných podnikoch eurozóny, ktorý sa týkal stavu investícií a ich obmedzení v eurozóne.

V tabuľke A je zhrnuté členenie a reprezentatívnosť 74 doručených odpovedí.¹

31 respondentov patrí do širokého priemyselného sektora (vrátane troch výrobcov a spracovateľov poľnohospodárskych produktov), 13 pôsobí v stavebníctve a súvisiacich činnostiach a 30 sú aktívni v sektore služieb (vrátane maloobchodu a dopravných činností, podnikateľských služieb a spotrebiteľských služieb). Porovnanie ich veľkosti s údajmi z národných účtov naznačuje, že týchto 74 firiem ako celok predstavuje okolo 2,5 % celkovej zamestnanosti a 3 % celkových investičných výdavkov súkromného sektora mimo bytovej výstavby v roku 2014.

Podľa týchto respondentov sa investičné rozpočty od roku 2014 do roku 2015 celkovo zvýšili (graf B).

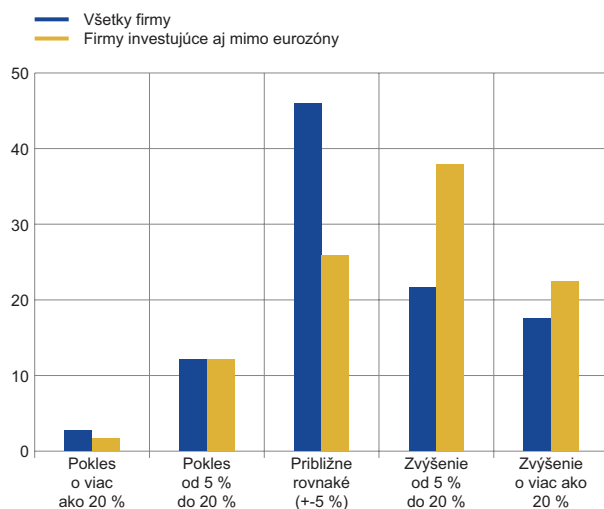
V prostredí súčasného mierneho

¹ Prieskum investícií mal formu listinného dotazníka, ktorý sa posielal elektronickou poštou priamo finančným riaditeľom vzorky veľkých spoločností eurozóny. Súbor uzavretých a otvorených otázok sa týkal investičných plánov a stratégie na rok 2015, súčasných a budúcich investičných plánov a existujúcich obmedzení a politických opatrení, ktoré by mohli pomôcť z dlhodobého hľadiska podporiť/podnietiť ďalšie investície v eurozóne.

Graf B

Investičné plány veľkých spoločností v roku 2015 v porovnaní s rokom 2014

(v percentách vykazujúcich firiem)



Zdroj: Prieskum investícií a výpočty ECB.

Tabuľka B

Kategórie investičných výdavkov

(v percentách vykazujúcich firiem)

	<30 %	30%-60 %	>60 %
Kapitálové výdavky	10 %	19 %	71 %
Výskum a vývoj	72 %	22 %	7 %
Iné (napr. nehmotné aktíva)	84 %	12 %	4 %

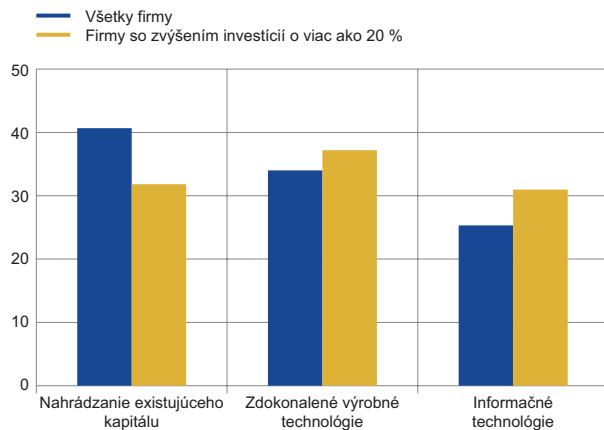
Zdroj: Prieskum investícií a výpočty ECB.

Poznámka: Súčet radov nemusí byť 100 % vzhľadom na zaokrúhľovanie.

Graf C

Členenie kapitálových výdavkov podľa formy investície

(priemerný percentuálny podiel výdavkov vykazujúcich firiem)



Zdroj: Prieskum investícií a výpočty ECB.

rastu v celej eurozóne napriek tomu takmer polovica respondentov v prieskume uviedla, že ich investičné rozpočty zostali v podstate nezmenené. V podskupine všetkých respondentov investujúcich aj mimo eurozóny (viac ako dve tretiny) bola miera investícií, najmä pri veľkých nadnárodných firmách pôsobiacich vo výrobnom a stavebnom sektore, zvyčajne vyššia mimo eurozóny (žlté stĺpce v grafe B). Pri otázke o hlavných destináciách investícií mimo eurozóny títo respondenti zvyčajne uvádzali ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov, ako aj rozvinuté krajiny mimo EÚ, čo naznačuje pretrvávajúce obavy o ich potenciálnu návratnosť v eurozóne aj v EÚ v širšom zmysle.

Výrazne najväčší podiel investičných rozpočtov tvorili kapitálové výdavky a oveľa menší podiel smeroval do výskumu a vývoja alebo do nehmotných aktív (tabuľka B).

Pri otázke o členení investičných výdavkov 71 % firiem v prieskume uviedlo, že viac ako 60 % ich investičných rozpočtov ide na kapitálové výdavky, v porovnaní s len 7 % firiem, ktoré investujú hlavne do výskumu a vývoja alebo do nehmotných aktív. Firmy výrazne investujúce do výskumu a vývoja zvyčajne vyvíjali novú technológiu na zlepšenie výrobných kapacít v reakcii na prísne environmentálne alebo regulačné rámce alebo v snahe chrániť práva duševného vlastníctva.

V rámci kapitálových výdavkov sa investície zameriavali zväčša skôr na nahrádzanie ako na zdokonaľovanie technológií (graf C).

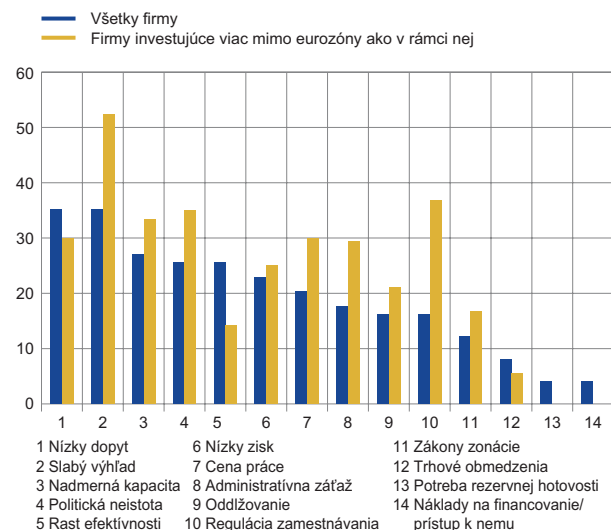
Graf C ukazuje, že približne 41 % uvádzaných kapitálových výdavkov smerovalo skôr do nahrádzania existujúceho investičného majetku ako do investícií do nových alebo pokrokových technológií. Pri významne investujúcich firmách (žlté stĺpce v grafe C predstavujúce firmy, ktoré v roku 2015 medziročne zvýšili svoje investície najmenej o 20 %) bol podiel kapitálových výdavkov smerujúcich do „zdokonalených technológií“ a zariadení IT zvyčajne o niečo vyšší. V mnohých prípadoch však boli vyššie výdavky na zdokonalené technológie prejavom snahy o zníženie nákladov a vyšší rast produktivity v protiklade k vývoju dokonalejších výrobkov alebo prispôbovaniu produkcie.

Finančné obmedzenia spojené s nákladmi na financovanie a s prístupom k nemu sa zriedka

Graf D

Obmedzenia investícií v eurozóne

(v percentách vykazujúcich firiem)



Zdroj: Prieskum investícií a výpočty ECB.

považovali za významné obmedzenia (graf D).²

Celkovo sa ako hlavné obmedzenia investícií v eurozóne v súčasnosti sústavne uvádzali faktory dopytu ako malý aktuálny dopyt a slabý rast výhľadov. Neistota týkajúca sa štrukturálnej a fiškálnej politiky v niektorých členských štátoch eurozóny sa taktiež uvádzala ako významná prekážka pre investície. Respondenti zdôrazňovali ako faktory obmedzujúce investície v eurozóne v súčasnosti aj štrukturálnu nepružnosť a regulačné obmedzenia, vrátane vysokej ceny práce, regulácie v oblasti zamestnávania, byrokracie, zákonov zonácie³ a nepružnosti trhu s výrobkami. Pri firmách investujúcich viac mimo eurozóny ako v nej sa ako najvýznamnejšie obmedzenia spolu s pomalým zlepšovaním výhľadov a politickou neistotou často uvádzali aj regulácia trhu práce, cena práce a byrokracia.

V otázkach o zmenách politiky, ktoré sú potrebné na podnietenie ďalších investícií v eurozóne respondenti uvádzali hlavne reformy zamerané na

národné trhy práce a trhy s produktmi a dôslednejšiu fiškálnu harmonizáciu.

Respondenti uvádzali, že v prostredí väčšej volatility dopytu sú stále viac potrebné stratégie zamerané na zvýšenie pružnosti zamestnávania a znižovanie rizík (a nákladov) spojených s prijímaním do trvalého pracovného pomeru. Tri z ôsmich najčastejšie uvádzaných odporúčaní súviseli s reformami trhu práce spočívajúcimi vo väčšej pružnosti zamestnávania, nižšej cene práce a väčšom dôraze na zvyšovanie zručností. Zdôrazňovala sa škodlivosť vysokej ceny práce pre konkurencieschopnosť eurozóny, pričom niekoľko respondentov sa vyslovilo za zmeny, ktorými by sa znížili buď odvody na sociálne poistenie alebo náklady na prepúšťanie, čím by sa podnietili vyššie investície. Často sa uvádzali aj reformy trhov s produktmi, ktoré by zvýšili konkurenciu v rámci EÚ a umožnili firmám mať prospech z väčších úspor z rozsahu, čo by zvýšilo aj potenciálnu návratnosť investícií. Viacero respondentov zdôraznilo potrebu, aby sa na konkurentov mimo EÚ vzťahovali rovnaké pravidlá ako na firmy so sídlom v EÚ, aby poskytovatelia služieb a producenti z EÚ neboli znevýhodnení. Obhajovalo sa aj zjednodušenie fiškálnych systémov a harmonizácia daňových predpisov ako prostriedok, ktorý by výrobným firmám pomohol rýchlejšie rásť a mať prospech z novootvorených trhov, čo by ďalej podporilo investície.

² Zatiaľ čo menšie firmy už dlhodobo uvádzajú ako obmedzenie pri investíciách veľké ťažkosti s prístupom k financiam, najnovší prieskum o prístupe podnikov k financiam (SAFE) naznačuje, že tieto obmedzenia sa v priebehu roka 2015 výrazne zredukovali. Viac v práci *Survey on the access to finance of enterprises in the euro area – April to September 2015*, ECB, Frankfurt am Main, December 2015, ktorá je dostupná na adrese <http://www.ecb.europa.eu>

³ Zvyčajne predpisy týkajúce sa plánovania obmedzujúce počet, veľkosť alebo rozsah podnikov pôsobiach v konkrétnej oblasti.

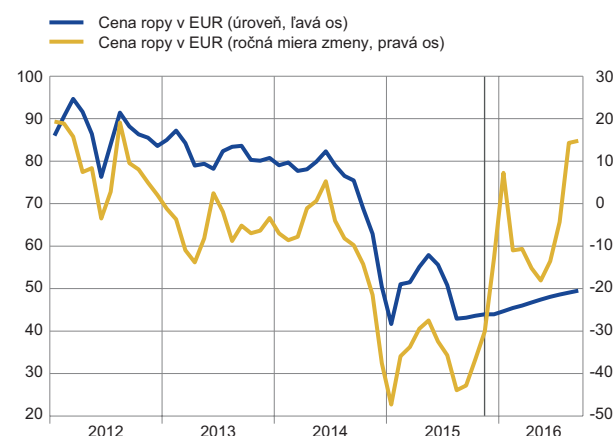
Box 3

Úloha bazických efektov pri projektovaní vývoja inflácie HICP

Graf A

Ceny ropy: skutočné a futures

(ročná percentuálna zmena a ceny v EUR/barel)



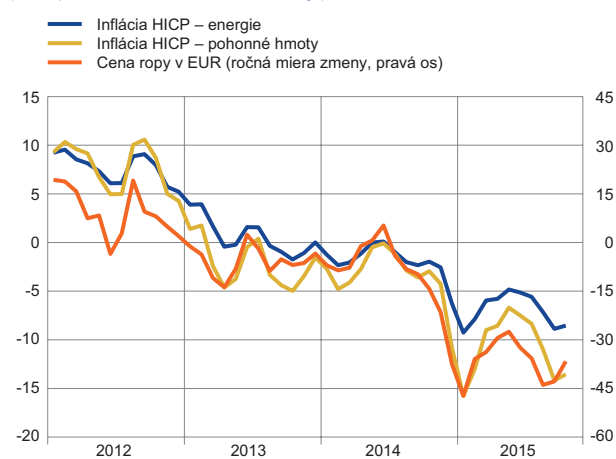
Bloomberg a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá čiara oddeľuje skutočné ceny od cien futures a vzťahuje sa k 12. novembru 2015, dňu uzávierky predpokladov Makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu z decembra 2015.

Graf B

Ceny ropy a inflácia cien energií

(ročná percentuálna zmena, mesačné údaje)



Zdroj: Bloomberg, Eurostat a výpočty ECB.

Bázické efekty majú veľký vplyv na projektovaný vývoj celkovej inflácie HICP v krátkodobom horizonte.

Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu z decembra 2015 predpokladajú výrazné zvýšenie inflácie HICP na prelome rokov, po ktorom by malo nasledovať jej dočasné zníženie do polovice roka 2016.¹ Tento vývoj v podstate odráža vplyv bazických efektov na ročnú mieru zmeny cien energií, ktorá je najvolatilnejšou zložkou inflácie HICP.

Od polovice roka 2014 vykazujú ceny ropy výrazné výkyvy, ktoré sa následne prejavujú v ročných mierach zmeny ropných cien, za predpokladu rovnomerného cenového vývoja v nasledujúcom období.

Od polovice roka 2014 do januára 2015 ceny ropy klesali, potom sa od februára do mája 2015 dočasne zvýšili, a od júna 2015 mali opäť klesajúcu tendenciu (graf A). Pokiaľ ide o ďalší vývoj, krivka cien ropných futures je relatívne vyrovnaná, s mierne stúpajúcim trendom.² Znamená to, že ak budú ceny ropy kopírovať predpokladaný vývoj futures, predpokladaný profil ročnej miery inflácie cien energií bude odrážať najmä výkyvy ceny ropy v minulosti. Priebeh ročnej miery rastu cien ropy (a energií) je teda ovplyvnený bazickým efektom, teda „atypickými“ medzimesačnými pohybmi indexu cien energií pred 12 mesiacmi. Keďže počas sledovaného obdobia nedochádzalo k výrazným zmenám daní, ani rafinérskych a distribučných marží, vývoj ceny ropy v eurách sa takmer úplne premietol do korešpondujúceho vývoja cien pohonných hmôt (ktoré tvoria najväčšiu časť spotrebiteľských cien energií), a teda aj do celkových cien energií (graf B).

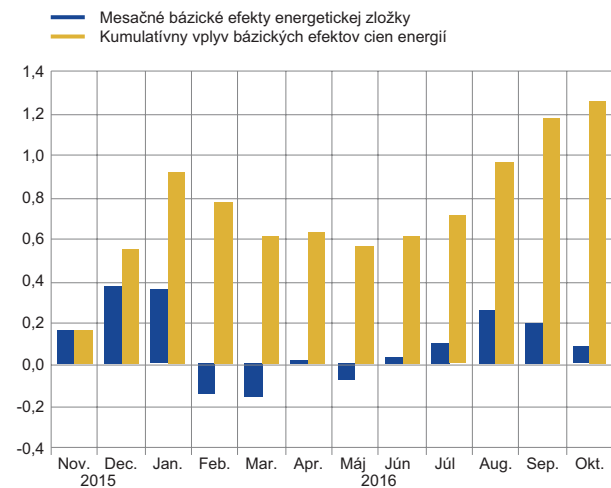
¹ Bližšie informácie sú uvedené v článku December 2015 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area (Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu z decembra 2015), uverejnenom na webovej stránke ECB dňa 3. decembra 2015.

² Ceny ropných futures v amerických dolároch sú prepočítané na eurá na základe predpokladu, že priemerná úroveň výmenného kurzu v dvoch týždňoch končiacich sa 12. novembra 2015 (dátum uzávierky pre Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu z decembra 2015) sa nezmenila.

Graf C

Bázické efekty cien energií

(príspevky k zmene celkovej inflácie HICP v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Výpočty ECB.

Kvantifikácia bazických efektov nesie so sebou určitú neistotu.

Neexistuje jednotný spôsob kvantifikácie vplyvu „atypickej“ medzimesačnej zmeny ceny, ku ktorej došlo pred 12 mesiacmi, na zmenu medzimesačnej zmeny miery inflácie. V predchádzajúcich analýzach zverejnených v bulletine ECB sa tento vplyv počítal za každý mesiac odpočítaním skutočného medzimesačného pohybu od odhadovaného sezónneho vplyvu a „trendu“, konkrétne od priemernej medzimesačnej zmeny, ktorá sa sleduje od polovice deväťdesiatych rokov.³ V prípade inflácie cien energií, kde časové rady nevykazujú stabilné sezónne vplyvy, sa to redukuje na jednoduché porovnanie s trendom (ktorý odráža vplyv dlhodobého rastu cien ropy).

Výkyvy cien ropy od jesene 2014 nesú so sebou veľké kladné bazické efekty z prelomu rokov 2015/2016, po ktorých nasleduje striedanie negatívnych a pozitívnych bazických vplyvov, ktoré budú stvárňovať priebeh očakávanej inflácie cien energií, a tým aj inflácie HICP,

počas nadchádzajúcich 12 mesiacov (graf C) – za predpokladu, že ceny ropy budú kopírovať predpokladaný vývoj ropných futures. Kumulatívny vplyv bazických efektov inflácie cien energií na celkovú infláciu HICP predstavuje od novembra 2015 do októbra 2016 približne 1,3 percentuálneho bodu. Odhad tohto vplyvu by bol o niečo nižší, ak by sme trend vývoja cien ropy nevzali do úvahy (zhruba 0,9 percentuálneho bodu počas nadchádzajúcich 12 mesiacov).⁴

Vo všeobecnosti teda trend vývoja celkovej inflácie HICP projektovaný na obdobie nasledujúcich 12 mesiacov závisí vo veľkej miere od bazických efektov plynúcich z energetickej zložky inflácie.

Tieto bazické efekty naznačujú výrazné zvýšenie inflácie do januára 2016 a malý dočasný pokles v prvom polroku 2016, za predpokladu, že ceny ropy budú aj v skutočnosti sledovať predpokladaný vývoj ropných futures.

³ Bližšie informácie sú v boxe s názvom Base effects from the volatile components of the HICP and their impact on HICP inflation in 2014 (Bázické efekty volatilných zložiek HICP a ich vplyv na infláciu HICP v roku 2014) v *Mesačnom bulletin* ECB z februára 2014. Tento trend predstavuje asi 0,3 percentuálneho bodu.

⁴ Podobne by to bolo aj v prípade, keby sme sledovali zvyčajne skôr plochú krivku cien ropných futures.

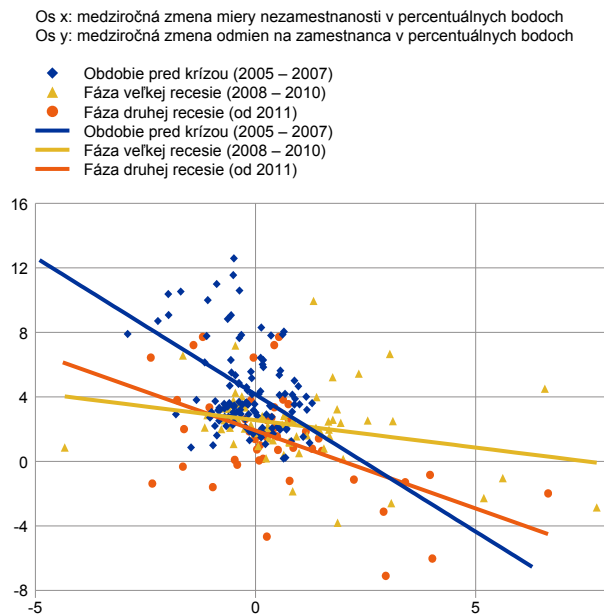
Box 4

Nepružnosť pri znižovaní miezd a úloha štrukturálnych reforiem v eurozóne

V boxe sa analyzuje úloha štrukturálnych reforiem a inštitúcií trhu práce pri úpravách miezd v eurozóne so zameraním na nepružnosť pri znižovaní miezd. Okrem možnosti, že by v dôsledku nižších miezd mohla utrpieť produktivita zamestnancov, ako tvrdí teória efektívnych miezd, má nepružnosť pri znižovaní miezd ďalšie dôležité makroekonomické dôsledky. Zdá sa, že empirické dôkazy podporujú názor, že úpravy na trhu pracovných síl sú pomalšie, keď sú mzdy nepružné, a že štrukturálne reformy môžu tieto úpravy uľahčiť.

Graf A

Zmeny odmien na zamestnanca a miery nezamestnanosti v krajinách eurozóny



Zdroj: „Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets“ (Porovnanie a kontrasty vplyvu krízy na trhy práce v eurozóne), graf 50 (aktualizácia), Occasional Paper Series, č. 159, ECB, Frankfurt nad Mohanom, február 2015

Reakcie miezd na mieru nezamestnanosti v eurozóne sa v jednotlivých časových obdobiach zjavne výrazne líšili.

Z grafu A vidno, že v období výrazného rastu HDP pred krízou mzdy reagovali na zmeny miery nezamestnanosti relatívne výrazne. V prvej fáze krízy, konkrétne v čase „veľkej recesie“, sa tento vzťah výrazne oslabil, čo svedčí o nepružnosti pri znižovaní miezd. Reakcia miezd na nezamestnanosť bola poznovne výraznejšia počas druhej fázy krízy (recesia od konca roka 2011), ale stále bola zjavne pomalšia ako v období pred krízou.

Zdá sa, že odlišnú reakciu miezd na nezamestnanosť v jednotlivých fázach hospodárskeho cyklu možno čiastočne vysvetliť nepružnosťou pri znižovaní miezd, ktorá je charakteristická pre mnohé krajiny eurozóny. Existujú pomerne dobré dôkazy o nepružnosti miezd na mikroúrovni, ktoré podporujú zistenie, že znižovanie miezd nie je jednoduché.¹ Potvrdzujú to aj nedávne výsledky tretieho kola prieskumu na úrovni firiem, ktorý zorganizovala sieť pre prieskum dynamiky miezd Wage Dynamics Network. Heinz a Rusinova (2011)²

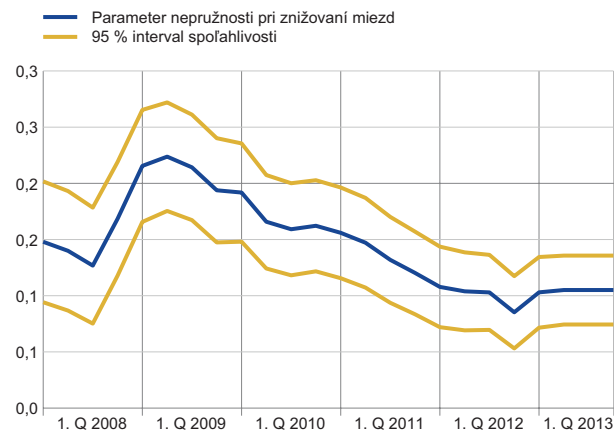
¹ Napríklad Babecký, J., Du Caju, P., Kosma, T., Lawless, M., Messina, J. a Rõðm, T., Downward Nominal and Real Wage Rigidity: Survey Evidence from European Firms (Nepružnosť pri znižovaní nominálnych a reálnych miezd: výsledky z prieskumu medzi európskymi podnikmi), *Scandinavian Journal of Economics*, Wiley Blackwell, Vol. 112(4), s. 884-910, december 2010. Boeri, T. a Jimeno, J.F., Unemployment in Europe: What does it take to bring it down? (Nezamestnanosť v Európe: čo treba urobiť na jej zníženie), máj 2015 (dostupná na stránke <http://economyinfo.com/wp-content/uploads/2015/05/Boeri.pdf>). Dostupné príklady naznačujú, že zmrazenie miezd, zdá sa, menej súvisí s ich flexibilitou. Napríklad vo vydaní Ekonomického bulletinu Banco de España z decembra 2014 sa uvádza, že v roku 2008 len 5% mzdových úprav v Španielsku predstavovalo ich zmrazenie, ale do roku 2013 boli v súkromnom sektore zmrazené až dve tretiny miezd.

² Heinz, F. F. and Rusinova, D., How flexible are real wages in EU countries? A panel investigation (Aké pružné sú reálne mzdy v krajinách EÚ? – prieskum), *Working Paper Series*, č. 1360, ECB, Frankfurt nad Mohanom, júl 2011.

Graf B

Časový vývoj parametra nepružnosti pri znižovaní miezd v eurozóne

(rolujúca regresia, percentuálne body)



Zdroj: Anderton and Bonthuis (2015).

Poznámky: Tento parameter udáva, do akej miery je reakcia rastu nominálnych miezd na zmeny nezamestnanosti tlmená v čase poklesu hospodárskej aktivity (podľa panelových regresí združujúcich údaje z krajín eurozóny). Čím má parameter vyššiu kladnú hodnotu, tým pomalšie reagujú mzdy na nezamestnanosť v časoch poklesu hospodárskej aktivity. Časový vývoj parametra je odvodený z rolujúcich regresí.

preukázali, že na makroúrovni mzdy zjavne reagujú na nezamestnanosť menej citlivo v prostredí kladnej medzery nezamestnanosti. Potvrdila to aj nedávna štúdia Andertona a Bonthuisa (2015)³, ktorá potvrdzuje pomalšiu reakciu miezd na vyššiu nezamestnanosť pri znižovaní miezd po poklese hospodárskej aktivity. V grafe B je znázornená závislosť parametra nepružnosti miezd na čase podľa odhadov v publikácii Andertona a Bonthuisa (2015), ktorá sa zdá byť v súlade s grafom A, keďže obidva grafy svedčia o nepružnosti pri znižovaní miezd, ktorá sa však znížila, keď kríza trvala dlhšie.

Zdá sa, že dôležitú úlohu pri úprave miezd zohrávajú inštitúcie trhu práce.

V tabuľke je uvedený prehľad charakteristík mzdových vyjednávaní na trhoch práce v eurozóne a potvrdzuje značné rozdiely medzi inštitúciami trhu práce v jednotlivých krajinách eurozóny. Niektoré z nich, ako sú pobaltské krajiny, sú obvykle definované ako flexibilné, kvôli

Tabuľka

Charakteristiky mzdových vyjednávaní v krajinách eurozóny v roku 2014 a ich vývoj od roku 2007

Krajina	Zastúpenie zamestnancov v odborových zväzoch	Koordinácia vyjednávaní o mzdách	Prevládajúca úroveň (úrovne), na ktorej (ktorých) prebiehajú mzdové vyjednávania	Stanovovanie minimálnej mzdy
Belgicko	55* ↗	5 ↔	5 ↔	3 ↔
Nemecko	18* ↘	4 ↔	3 ↔	1 ↔
Estónsko	7** ↘	1 ↘	1 ↔	3 ↔
Írsko	34* ↗	1 ↘	1 ↘	6* ↔
Grécko	22* ↘	2 ↘	2 ↘	8 ↗
Španielsko	17* ↗	3 ↘	3 ↔	8 ↗
Francúzsko	8* ↗	2 ↔	3 ↔	8 ↔
Taliansko	37* ↗	3 ↔	3 ↔	1 ↔
Cyprus	45* ↘	2 ↔	2 ↔	7 ↔
Lotyšsko	13** ↘	1 ↔	1 ↔	8 ↗
Litva	9** ↘	1 ↔	1 ↔	5 ↔
Luxembursko	33** ↘	2 ↔	2 ↔	7 ↔
Malta	53** ↘	2 ↔	1 ↔	7 ↔
Holandsko	18* ↘	4 ↔	3 ↔	7 ↔
Rakúsko	27* ↘	4 ↔	3 ↔	2 ↗
Portugalsko	19** ↘	2 ↔	3 ↔	8* ↔
Slovinsko	21* ↘	3 ↘	3 ↘	7 ↔
Slovensko	13* ↘	3 ↗	2 ↔	8 ↗
Fínsko	69* ↘	5 ↗	4 ↗	2 ↘

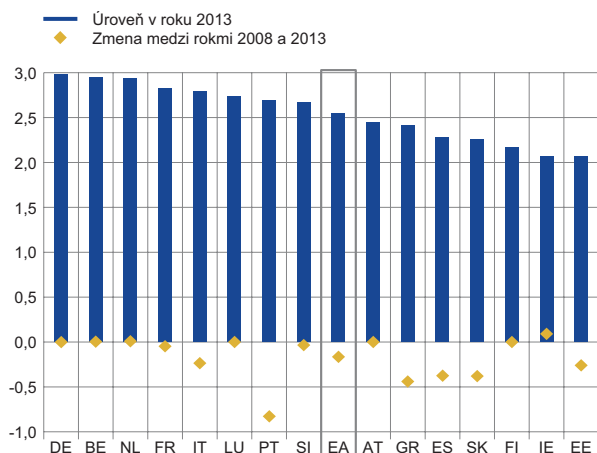
Zdroj: J.Jelle Visser, ICTWSS: Databáza inštitucionálnych charakteristík odborových zväzov, stanovovania miezd, štátnej intervencie a sociálnych paktov v 51 krajinách od roku 1960 do roku 2014, verzia 5.0, Amsterdam Institute for Advanced Labour Studies (AIAS), október 2015, a výpočty ECB.

Poznámky: Údaje sú za rok 2014, ak nie je uvedené inak (údaje označené * sú za rok 2013 a ** za rok 2012). Ďalšie informácie sú uvedené v číselníku kódov na stránke <http://www.uvaaias.net/208>. Šípky ukazujú smer zmien v porovnaní s rokom 2007. Zastúpenie v odborových zväzoch znamená čisté členstvo v odborových zväzoch vyjadrené percentuálnym podielom zárobkovo činných osôb. Koordinácia vyjednávaní o mzdách je hodnotená na stupnici od 5 = centralizované vyjednávanie o mzdách po 1 = segmentované vyjednávanie o mzdách, väčšinou na úrovni podnikov. Prevládajúca úroveň (úrovne), na ktorej (ktorých) prebiehajú vyjednávania o mzde sa hodnotí na stupnici od 5 = centrálné vyjednávanie alebo vyjednávanie v rámci odvetvia do 1 = vyjednávanie na miestnej úrovni alebo na úrovni spoločnosti. Stanovovanie minimálnej mzdy je hodnotené na stupnici od 0 = nie je zákonom stanovená minimálna mzda, neexistujú dohody v rámci sektorov alebo na celoštátnej úrovni po 8 = minimálna mzda je fixne stanovená vládou.

³ Anderton, R. a Bonthuis, B., Downward Wage Rigidities in the Euro Area (Nepružnosť pri znižovaní miezd v eurozóne), *GEP Research Paper Series*, č. 15/09, University of Nottingham, júl 2015.

Graf C

Právne predpisy na ochranu zamestnanosti



Zdroj: OECD.

Poznámky: Krajiny sú zoradené podľa ich hodnotenia v roku 2013. Údaje vychádzajú z odvodených ukazovateľov miery regulácie trhu práce (napr. výpovedné lehoty, odstúpné a využívanie pracovných zmlúv na dobu určitú). Hoci tento ukazovateľ nezachytáva všetky faktory, ktoré by mohli ovplyvniť reguláciu, je vhodným ukazovateľom nepružnosti miezd, porovnateľným v rámci jednotlivých krajín. Vyššia hodnota znamená prísnejšiu reguláciu. Do priemeru za eurozónu sú zahrnuté krajiny, ktoré sú členmi OECD, a za ktoré sú k dispozícii číselné hodnoty.

decentralizovanému procesu mzdových vyjednávaní a relatívne malému zastúpeniu zamestnancov v odborových zväzoch. Mnoho ďalších krajín eurozóny sa však vyznačuje silným zastúpením odborových zväzov (napr. Belgicko, Malta a Fínsko), vysokým stupňom koordinácie procesov mzdových vyjednávaní (napr. Belgicko, Nemecko, Holandsko, Rakúsko a Fínsko) a stanovenou minimálnou mzdou (napr. Grécko, Španielsko, Francúzsko, Lotyšsko, Portugalsko a Slovensko). Spolu so systémami valorizácie miezd v rámci celého hospodárstva a prísnyimi právnymi predpismi na ochranu zamestnanosti (graf C) to môže viesť k nepružnosti pri znižovaní miezd.

Krajiny eurozóny, najmä tie, ktoré boli krízou postihnuté viac, realizovali komplexné programy štrukturálnych reforiem.

Potvrďujú to aj zmeny právnych predpisov na ochranu zamestnanosti (graf C), pričom reformy trhu práce boli realizované najmä v problémových krajinách. Medzi tieto reformy patrí decentralizácia kolektívneho vyjednávania o mzdách

tak, aby sa mzdové vyjednávania vo väčšej miere uskutočňovali na podnikovej úrovni, redukcie v rámci systémov automatickej indexácie miezd, zníženie počtu kolektívnych zmlúv, väčšia flexibilita v oblasti pracovného času a znižovanie nákladov pri prepúšťaní a prijímaní zamestnancov (ďalšie informácie sú v článku 1, box 2).

Reformy na trhu práce majú potenciál zvýšiť schopnosť miezd reagovať na oslabenie hospodárskej aktivity.

Anderton a Bonthuis (2015) napríklad zistili, že v prostredí striktných predpisov na ochranu zamestnanosti a rozsiahleho zastúpenia zamestnancov v odborových zväzoch môžu mzdy reagovať na nezamestnanosť pomalšie. Pokles týchto ukazovateľov počas krízy tak môže čiastočne vysvetliť zvýšenie pružnosti pri znižovaní miezd v grafoch A a B.⁴ Napríklad v publikácii Font a kol. (2015)⁵ sa uvádza, že reakcia reálnych miezd na nezamestnanosť v Španielsku sa po realizácii reforiem na trhu práce v rokoch 2012 – 2013 zjavne zlepšila. Ďalej zistili, že procyklickosť miezd je nižšia pri dlhodobom zamestnaných pracovníkoch, pri zamestnancoch s pracovnými zmluvami na dobu neurčitú a pri starších zamestnancoch, ktorí sú pri poklese hospodárskej aktivity viac chránení pred mzdovými úpravami. Okrem toho publikácia autorov Martin a Scarpetta (2012)⁶ prináša dôkaz, že regulácia trhu práce sa ďalej šíri aj cez celý rad iných kanálov,

⁴ Z grafov A a B je evidentné, že čím dlhšie kríza trvala, tým viac sa znižovala miera nepružnosti pri znižovaní miezd. Môže to byť čiastočne spôsobené radom reforiem na trhu práce v mnohých krajinách eurozóny počas krízy – ktoré tiež bývajú spojené s uvoľňovaním právnych predpisov na ochranu zamestnanosti atď. – ktoré možno zvýšili tlak na znižovanie miezd. Určitú úlohu však mohli zohrať aj ďalšie faktory, napríklad rozpočtová konsolidácia.

⁵ Font, P., Izquierdo, M. a Puente, S., Real wage responsiveness to unemployment in Spain: asymmetries along the business cycle (*Reakcia reálnych miezd na nezamestnanosť v Španielsku: asymetrie v rámci hospodárskeho cyklu*), IZA Journal of European Labor Studies, Springer, 4:13, jún 2015.

⁶ Martin, J.P. a Scarpetta, S., Setting it Right: Employment Protection, Labour Reallocation and Productivity (Správne nastavenie ochrany zamestnanosti, prerozdelenia pracovnej sily a produktivity), De Economist, Springer, Vol. 160(2), s. 89-116, jún 2012.

ako je prerozdeľovanie pracovných síl a dokonca aj produktivita práce (box 5), ktoré potom môžu zase nepriamo ovplyvniť vývoj v oblasti miezd.

Získanie významnejších empirických dôkazov o vplyvoch určitých typov reforiem je náročné, najmä pri pohľade na vývoj agregovaných údajov o mzdách. Problémy nastávajú napríklad pri oddelení vplyvu reforiem na mzdy od vplyvu zmien v zložení zamestnanosti a rozpočtovej konsolidácii. Na pochopenie základných faktorov, ktoré majú vplyv na mzdové úpravy v eurozóne počas krízy, je potrebná ďalšia analýza.⁷

Na zlepšenie odolnosti hospodárstva voči šokom musia mzdy primerane odrážať situáciu na trhu práce a vývoj produktivity práce, čo zdôrazňuje význam reforiem zameraných na zvýšenie pružnosti miezd a zväčšovanie rozdielov medzi jednotlivými pracovníkmi, spoločnosťami a sektormi. Okrem toho vyššie uvedené faktory, lepšia efektívnosť aktívnych politík trhu práce, ako aj zvýšená mobilita pracovnej sily v rámci jednotlivých krajín eurozóny, a tiež medzi týmito krajinami, pomôžu znížiť nesúlad v kvalifikačnej štruktúre pracovných síl a štrukturálnu nezamestnanosť, čím sa zlepši reagovanie miezd na nezamestnanosť.

⁷ Podrobná analýza kanálov, prostredníctvom ktorých reformy na trhu práce a na tovarových trhoch ovplyvňujú hospodárstvo je uvedená v článku s názvom Progress with structural reforms across the euro area and their possible impacts (Pokrok v oblasti štrukturálnych reforiem v eurozóne a ich možné vplyvy), *Economic Bulletin*, číslo 2, ECB, Frankfurt nad Mohanom, marec 2015.

Box 5

Mzdy, produktivita a konkurencieschopnosť: granulárny prístup

Údaje na úrovni firiem, ktoré sú dostupné len v posledných rokoch, naznačujú, že jednoduché porovnanie vývoja priemernej mzdy a produktivity nemusí postačovať na presné analyzovanie konkurencieschopnosti krajiny.¹ Podrobné (granulárne) údaje v skutočnosti poukázali na existenciu značných rozdielov, pokiaľ ide o produktivitu práce firiem, a to nielen medzi jednotlivými sektormi, ale aj medzi firmami, ktoré pôsobia v rovnakom priemyselnom odvetví. To znamená, že aj keď je priemerný ročný rast mzdy v krajine v súlade s jej priemerným vývojom produktivity, môže existovať veľa firiem s nižším rastom produktivity, ktoré by mohli stratiť konkurencieschopnosť. Preto je dôležité analyzovať, či rast miezd odráža dynamiku produktivity jednotlivých firiem.

V tomto boxe sa pomocou mikroagregovaných údajov poukazuje v prvom rade na to, že v niektorých ekonomikách eurozóny bol v období pred krízou výrazný nesúlad medzi rastom miezd a rastom produktivity na úrovni firiem, čo prispelo k strate ich konkurencieschopnosti. V druhom rade sa ukazuje, že rozsah tohto nesúladu súvisí s niektorými opatreniami inštitúcií na pracovnom trhu, ktoré ovplyvňujú tvorbu miezd.

Dynamika miezd a produktivity je nezosúladená v úzko definovaných sektoroch. V grafe A je znázornená korelácia medzi priemerným ročným rastom produktivity a rastom nákladov práce na zamestnanca v jednotlivých výrobných sektoroch v Nemecku, Španielsku, Francúzsku a Taliansku v predkrízovom období 2001 – 2007.² V grafe B sú rovnaké údaje za sektor služieb.³ V Španielsku a Taliansku bol v predkrízovom období rast miezd vyšší ako rast produktivity takmer vo všetkých výrobných sektoroch aj v službách (zobrazené v grafoch nad šikmou čiarou), čo zodpovedá pretrvávajúcej strate konkurencieschopnosti v oboch krajinách. Vo Francúzsku a v menšej miere aj v Nemecku je vývoj značne rozdielny v závislosti od skúmaného sektora. Vo výrobnom sektore bol rast miezd vo všeobecnosti v súlade s rastom produktivity, alebo dokonca nižší. Neplatí to však pre mnoho sektorov služieb, a najmä vo Francúzsku.

¹ Konkurencieschopnosť sa v tomto boxe chápe vo svojom úzkom význame, teda ako jednotkové náklady práce alebo nominálne náklady práce na jednotku produkcie.

² Údaje použité v tomto boxe pochádzajú zo siete Competitiveness Research Network (CompNet) zriadenej Európskym systémom centrálnych bánk v roku 2012 na analyzovanie vývoja konkurencieschopnosti z hľadiska jej komplexnosti a multidimenzionálnej perspektívy. Jedným z hlavných výstupov siete je zostavovanie súborov mikroagregovaných údajov, ktoré obsahujú niekoľko ukazovateľov súvisiacich s konkurencieschopnosťou za rozsiahly súbor členských štátov EÚ/sektorov a rokov. Podrobnejšie informácie sú v práci Lopez-Garcia, P. a di Mauro, F., „Assessing European competitiveness: the new CompNet micro-based database“, *Working Paper Series*, No 1764, ECB, Frankfurt am Main, March 2015.

³ Údaje zahŕňajú sektory označené podľa systému klasifikácie sektorov NACE Rev. 2 dvojmiestnym číselným znakom, čo predstavuje približne 20 výrobných odvetví a asi 30 odvetví služieb.

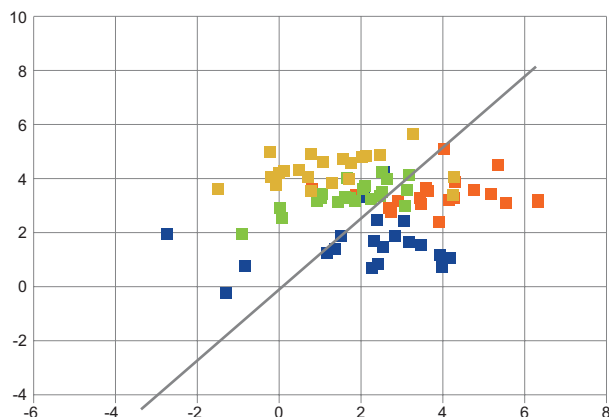
Graf A

Rast produktivity a miezd vo výrobných sektoroch označených dvojmiestnym číselným znakom v Nemecku, Španielsku, Francúzsku a Taliansku; 2001 – 2007

(priemerná medziročná percentuálna zmena)

os x: ročný rast produktivity
os y: ročný rast miezd

— Nemecko
— Španielsko
— Francúzsko
— Taliansko



Zdroj: Údaje CompNet a výpočty autora.

Poznámka: Miera rastu miezd v sektore sa vypočíta ako vážený priemerný rast nákladov práce na zamestnanca vo všetkých firmách v príslušnom odvetví s počtom aspoň 20 zamestnancov. Rovnaký postup sa uplatňuje pri raste produktivity sektora. V sektoroch, ktoré sa nachádzajú nad šikmou čiarou, je rast miezd vyšší ako rast produktivity.

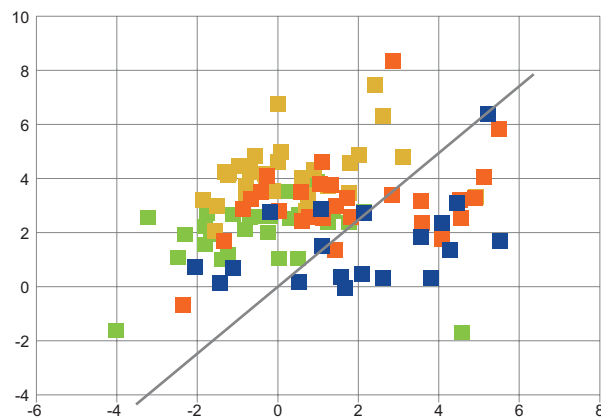
Graf B

Rast produktivity a miezd v sektoroch služieb označených dvojmiestnym číselným znakom v Nemecku, Španielsku, Francúzsku a Taliansku; 2001 – 2007

(priemerná medziročná percentuálna zmena)

os x: ročný rast produktivity
os y: ročný rast miezd

— Nemecko
— Španielsko
— Francúzsko
— Taliansko



Zdroj: Údaje CompNet a výpočty autora.

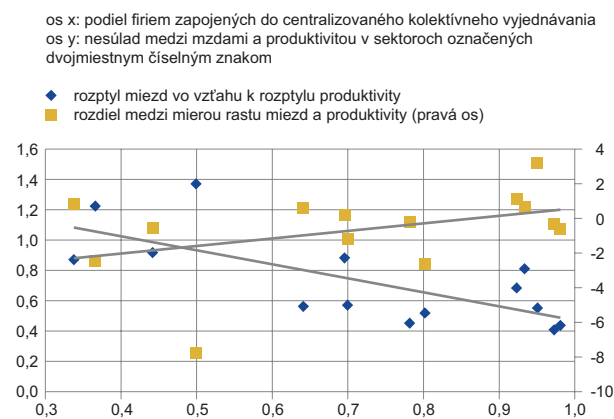
Poznámka: Miera rastu miezd v sektore sa vypočíta ako vážený priemerný rast nákladov práce na zamestnanca vo všetkých firmách v príslušnom odvetví s počtom aspoň 20 zamestnancov. Rovnaký postup sa uplatňuje pri raste produktivity sektora. V sektoroch, ktoré sa nachádzajú nad šikmou čiarou, je rast miezd vyšší ako rast produktivity.

Keďže firmy sa od seba značne líšia aj v rámci samotných sektorov, vývoj miezd medzi firmami v rovnakom sektore by sa mal líšiť podľa toho, ako sa líši dynamika ich produktivity. V grafoch A a B je načrtnutá veľká rôznorodosť vzťahov medzi rastom produktivity a rastom miezd naprieč sektormi, ktorá sa často zastiera agregovanými údajmi. Pri hodnotení miery zosúladenia miezd a produktivity medzi krajinami je preto lepšie použiť údaje o vývoji v sektoroch ako priemerné údaje za dané krajiny. Pre konkurencieschopnosť je v skutočnosti dôležité, aby bol rast miezd a produktivity zosúladený na úrovni jednotlivých firiem. Na zhodnotenie uvedeného však môžu byť údaje na úrovni sektorov príliš agregované, keďže rozdiely zaznamenané aj medzi firmami v úzko definovaných sektoroch sú veľmi veľké. Aby bolo možné predstaviť si rozsah tejto heterogenosti, údaje z výskumnej siete CompNet ukazujú, že horných 10 % najproduktívnejších firiem vo výrobnom sektore, ktorý je v NACE označený dvojčíselným číselným znakom, je troj- až štvornásobne produktívnejších ako dolných 10 % takýchto firiem. V prípade sektora služieb je rozptyl ešte výraznejší, keď sa produktivita v niektorých krajinách líši až päťnásobne. Vzhľadom na tieto významné rozdiely sa vo firmách v úzko definovaných sektoroch prirodzene očakáva rôzny vývoj produktivity, a teda aj odlišná dynamika miezd. Je však zrejmé, že k tomuto nesúladu dochádza v dôsledku nepružnosti na trhu práce, ktorá vyplýva z opatrení inštitúcií pôsobiacich na tomto trhu (viac v boxe 4).

Opatrenia inštitúcií na trhu práce môžu brániť zosúladeniu rastu miezd a produktivity na úrovni firiem. Jedným z takýchto príkladov sú zmluvy kolektívneho vyjednávania, ktoré sa podpisujú na úrovni sektora, regionálnej

Graf C

Nesúlad medzi mzdami a produktivitou a centralizované kolektívne vyjednávanie v širších sektoroch; 2005 – 2007



Zdroj: Údaje ComNet, prieskum firiem v roku 2007 od Wage Dynamics Network a výpočty autora.
Poznámka: Rozptyl sa meria ako rozdiel medzi 80. decilom a 20. decilom distribúcie premennej v danom odvetví. Údaje sú zo siete CompNet a vzťahujú sa na firmy s aspoň jedným zamestnancom v štyroch krajinách eurozóny, ktorých údaje sa dali zladiť s údajmi Wage Dynamics Network, teda v Španielsku, Taliansku, Rakúsku a Portugalsku. Obe údaje sa týkajú obdobia rokov 2005 – 2007. Údaj o firmách zapojených do centralizovaného vyjednávania je z roku 2007.

alebo národnej úrovni. V týchto zmluvách sa rast miezd stanovuje v závislosti od priemerného rastu produktivity v regióne alebo, v lepšom prípade, v sektore alebo dokonca podľa rastu produktivity najväčších (a bežne produktívnejších) firiem. Firmy s nižším rastom produktivity tak musia plniť zmluvy, ktoré bežne stanovujú spodnú hranicu rastu miezd. V dôsledku toho spomínané firmy strácajú nákladovú konkurencieschopnosť. Pri absencii kompenzačných opatrení na zlepšenie cenovej a/alebo necenovej konkurencieschopnosti to môže znamenať, že takéto firmy by mali pristúpiť k zníženiu počtu zamestnancov, aby obnovili súlad medzi produktivitou práce a mzdami. V grafe C sa znázorňuje korelácia medzi ukazovateľmi nesúladu miezd a produktivity v danej krajine a sektore, ako aj podiel firiem, na ktoré sa vzťahujú centralizované kolektívne zmluvy (na národnej, sektorovej alebo regionálnej úrovni) v príslušnej krajine a sektore. Nesúlad sa meria po prvé ako pomer rozptylu miezd a rozptylu produktivity v odvetví a po druhé ako rozdiel medzi mediánom miery rastu miezd a mediánom miery rastu produktivity. Obe údaje sa týkajú firiem,

ktoré pôsobia v úzko definovaných výrobných sektoroch a sektoroch služieb.⁴ Čím nižší je pomer, tým väčší je nesúlad (inak by to naznačovalo, že mzdy sú podobné napriek veľkým rozdielom v produktivite firiem) a tým väčší je rozdiel medzi mierou rastu mzdy a produktivity. Bez ohľadu na použitú mieru nesúladu z grafu C vyplýva rovnaký záver: v krajinách alebo sektoroch, v ktorých mzdy nestanovujú firmy, existuje väčší nesúlad vo vývoji miezd a produktivity. Väčšia bude teda aj strata nákladovej konkurencieschopnosti.

Na záver možno konštatovať, že vzhľadom na výraznú heterogennosť vo výkonnosti firiem v úzko definovaných sektoroch tak pre nákladovú konkurencieschopnosť firmy nie je v skutočnosti dôležité zosúladienie vývoja priemerných miezd a produktivity, ale konzistentnosť rastu miezd a produktivity na úrovni firmy. Túto konzistentnosť však môžu obmedzovať opatrenia niektorých inštitúcií na trhu práce, ktoré nedostatočne zohľadňujú špecifiká jednotlivých firiem.

⁴ V oboch prípadoch sa nesúlad meria v odvetviach označených dvojmiestnym číselným znakom a potom sa agreguje so širšími sektormi (výroba, stavebníctvo, veľkoobchod a maloobchod a ostatné služby), pričom sa používajú váhy pridanej hodnoty, aby bolo možné spojiť údaje s údajmi z Wage Dynamics Network.

Box 6

Zriadenie národných rád pre konkurencieschopnosť v rámci úsilia zameraného na vytvorenie skutočnej hospodárskej únie

Európska komisia prijala 21. októbra 2015 oznámenie o posilnení rámca fiškálneho a hospodárskeho riadenia EÚ¹ v nadväznosti na krátkodobé návrhy uverejnené v správe piatich predsedov.² Tento box sa zameriava na návrhy, ktoré sa konkrétne vzťahujú na posilňovanie hospodárskej únie. Hospodárska únia si kladie za cieľ zabezpečiť, aby sa národné hospodárske politiky prostredníctvom zavádzania potrebných štrukturálnych opatrení zamerali na zvyšovanie odolnosti národných hospodárstiev a na podporovanie hladkého fungovania hospodárskej a menovej únie (HMÚ) ako celku.³ Komisia vo svojom oznámení navrhla zlepšenia týkajúce sa uplatňovania procesu koordinácie politiky v rámci európskeho semestra; taktiež navrhla Rade odporučiť formou odporúčania zriadenie národných rád pre konkurencieschopnosť vo všetkých členských krajinách eurozóny.⁴

Komisia plánuje sprehľadniť spôsob, akým sa uplatňuje európsky semester, a zároveň posilniť rozmer eurozóny v tomto procese v snahe podporiť politiky, ktoré zabezpečia hladké fungovanie HMÚ. V praxi sa to pravdepodobne prejaví tak, že sa bude v značnej miere pripisovať väčší význam odporúčaniu pre eurozónu, ktoré vydá Rada spolu s ročným prieskumom rastu ako usmernenie týkajúce sa odporúčaní pre jednotlivé krajiny, ktoré sa uverejňujú v neskoršej fáze procesu. Komisia taktiež oznámila, že bude postupne navrhovať referenčné hodnoty v rôznych oblastiach politiky na podporu realizácie štrukturálnych reforiem na vnútroštátnej úrovni, pričom bude podporovať konvergenciu smerom k odolnejším hospodárskym štruktúram. Okrem toho sa bude prostredníctvom väčšej transparentnosti a primeraných následných krokov pri akýchkoľvek zistených nadmerných nerovnováhach usilovať o zlepšenie vykonávania postupu pri makroekonomickej nerovnováhe. Komisia v tejto súvislosti oznámila, že uverejní kompendium, v ktorom uplatňovanie tohto postupu do detailov vysvetlí. Vykonávanie štrukturálnych reforiem bude podporené lepším využívaním štrukturálnych fondov EÚ a technickou pomocou zo strany útvarov Komisie. Zmeny európskeho semestra sa už realizujú, začali sa nedávnym zverejnením odporúčania pre eurozónu podľa návrhu Komisie, správy o mechanizme varovania a ročného prieskumu rastu na

¹ Európska komisia: Na ceste k dobudovaniu hospodárskej a menovej únie 21. október 2015.

² Správa s názvom Dobudovanie hospodárskej a menovej únie v Európe je k dispozícii ma adrese http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report_en.pdf

³ S ohľadom na finančnú, fiškálnu a politickú úniu, pozri box s názvom Creation of a European Fiscal Board, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2015.

⁴ Krajiny EÚ, ktoré nie sú súčasťou eurozóny, sa taktiež podporujú v tom, aby zriadili podobné orgány.

rok 2016. Rada bude musieť v nadchádzajúcich mesiacoch preskúmať navrhované odporúčanie na vytvorenie rád pre konkurencieschopnosť, čím Komisia získa určitý priestor na objasnenie a doladenie svojho návrhu.

Navrhované odporúčanie Rady odráža potrebu nového impulzu pre reformy, ktoré sú v menovej únii nevyhnutné na posilnenie odolnosti hospodárstva a na zabezpečenie dostatočnej kapacity na jeho konsolidáciu. Nedávna kríza ukázala, že nepriaznivý vývoj v oblasti konkurencieschopnosti a štrukturálna nepružnosť zvyšujú zraniteľnosť krajín a obmedzujú ich schopnosť prispôsobovania sa šokom. Rámec správy hospodárskych záležitostí EÚ však zatiaľ nepodnietil dostatočné vykonávanie vnútroštátnych štrukturálnych reforiem. Práve v tomto duchu sa nesie správa piatich predsedov, ktorá vyzvala na vytvorenie rád pre konkurencieschopnosť vo všetkých krajinách eurozóny tak, ako v súčasnosti navrhuje Komisia.

Národné rady pre konkurencieschopnosť môžu pomôcť zlepšiť zodpovednosť samotných štátov za štrukturálne reformy v oblasti konkurencieschopnosti.

Navrhované odporúčanie Rady si na tento účel kladie za cieľ zvýšiť nezávislé odborné znalosti v tejto oblasti na národnej úrovni a zároveň posilniť politický dialóg medzi členskými krajinami EÚ a krajinami eurozóny. Komisia v snahe zabezpečiť efektívnosť svojho návrhu odporúča, aby boli rady pre konkurencieschopnosť funkčne nezávislé a aby disponovali širokým mandátom. V súlade s navrhovaným odporúčaním Rady by mali rady pre konkurencieschopnosť pristupovať k problematike konkurencieschopnosti komplexne a zaoberať sa tak dynamikou nákladov a cien, ako aj necenovými faktormi. Najmä necenové faktory zachytávajú hnacie motory produktivity a úvahy týkajúce sa inovácií a všeobecnejšie atraktívnosť hospodárstva pre firmy.⁵ Úlohou rád pre konkurencieschopnosť bude odovzdať relevantné informácie zainteresovaným stranám, ktoré sú zapojené do postupov tvorby miezd na vnútroštátnej úrovni bez toho, aby rady do samotného postupu zasahovali. Pokiaľ ide o ich organizačné usporiadanie, Rada vo svojom odporúčaní navrhuje, aby boli nezávislé od vlády. Rady pre konkurencieschopnosť by mali svoju činnosť vykonávať priebežne a výsledky svojich analýz a odporúčaní uverejňovať vo výročnej správe. V navrhovanom odporúčaní Rady sa taktiež objasňuje, že úlohy rád pre konkurencieschopnosť by sa mohli ujať aj existujúce vnútroštátne orgány, za predpokladu, že spĺňajú požiadavky týkajúce sa mandátu a organizačného usporiadania.

Navrhované odporúčanie Rady predpokladá, že činnosť rád pre konkurencieschopnosť bude koordinovať Komisia. Táto koordinácia sa zameriava na podporu cieľov celej eurozóny; pri rozhodovaní o krokoch, ktoré sa majú prijať podľa rámca správy, bude Komisia zohľadňovať výstupy zo systému rád pre konkurencieschopnosť v rámci ich výročných správ.

Niektoré aspekty by sa mohli preskúmať, aby sa navrhované odporúčanie Rady ešte viac posilnilo. Ako navrhuje Komisia, národné rady pre konkurencieschopnosť by skutočne mohli prispieť k lepšiemu pochopeniu

⁵ Odporúčanie týkajúce sa rozsahu údajov, ktoré sa majú analyzovať, ostáva otvorené. V závislosti od druhu analýzy by takéto údaje mohli zahŕňať agregované údaje na úrovni hospodárstva, odvetvia, alebo v prípade potreby na úrovni firmy.

vývoja v oblasti konkurencieschopnosti a poskytovať nové impulzy na vykonávanie štrukturálnych reforiem pod podmienkou, že disponujú širokým mandátom a sú úplne nezávislé. Odporúčanie Komisie na zriadenie rád pre konkurencieschopnosť obsahuje niekoľko dôležitých ochranných opatrení týkajúcich sa ich nezávislosti. V súčasnosti však Komisia výslovne nevyžaduje, aby rady pre konkurencieschopnosť okrem zverejňovania výročnej správy sprístupňovali informácie verejnosti, aj keď to by predstavovalo základný prvok ich nezávislosti a záväzok k transparentnosti. Bude taktiež nevyhnutné zabezpečiť, aby mohli národné rady pre konkurencieschopnosť rozhodovať podľa vlastného uváženia, s ktorými zainteresovanými stranami budú komunikovať, v akom čase a ako často, aby dokázali reagovať na vývoj vo svojej krajine a na iniciatívy navrhované vnútroštátnymi orgánmi, a mali tak schopnosť ovplyvniť diskusie na vnútroštátnej úrovni. Právny základ a skúsenosti získané pri zriaďovaní národných fiškálnych rád sú v tejto súvislosti dôležitým meradlom.

Navrhované odporúčanie Rady sa len vágne vyjadruje k otázke siete národných rád pre konkurencieschopnosť v eurozóne.

Bude dôležité zabezpečiť, aby bola takáto sieť podľa návrhu v správe piatich predsedov schopná uskutočňovať výmenu osvedčených postupov a poskytovať nezávislé stanoviská k opatreniam, ktoré sa majú prijať v kontexte rámca EÚ pre makroekonomické riadenie.

Rady pre konkurencieschopnosť by celkovo mohli poskytnúť nový impulz pre vykonávanie štrukturálnych reforiem v krajinách eurozóny, dôležité však bude vhodné usporiadanie tak na národnej úrovni, ako ja na úrovni eurozóny.

Na podporu vytvorenia skutočnej hospodárskej únie bude mať okrem toho zásadný význam prijať kroky s ďalekosiahlejšími účinkami. Návrhy Komisie sú prvým krokom k ďalšiemu zlepšovaniu rámca riadenia. Strednodobé a dlhodobé rozmery dobudovania HMÚ by sa však nemali strácať z dohľadu. Mal by sa začať nový proces približovania smerom k odolnejším hospodárskym štruktúram, ktorý by mal byť sprevádzaný ďalším zdieľaním suverenity v hospodárskych a fiškálnych politikách. Súčasťou by mal byť postupný prechod od koordinácie založenej na pravidlách k spoločnému rozhodovaniu.

Box 7

Preskúmanie návrhov rozpočtových plánov na rok 2016

Európska komisia dňa 17. novembra 2015 uverejnila svoje stanoviská k návrhom rozpočtových plánov na rok 2016 tých krajín eurozóny, ktoré nie sú zaradené v programe finančnej pomoci.¹ V stanoviskách Komisia hodnotí, do akej miery plány vlád spĺňajú požiadavky Paktu stability a rastu a dodržiavajú usmernenia Európskej rady uvedené v odporúčaniach pre jednotlivé krajiny pre fiškálnu politiku v rámci európskeho semestra 2015 tak, ako ich prijala Rada pre hospodárske a finančné záležitosti dňa 14. júla 2015.²

Podľa hodnotenia Komisie iba päť zo 16 návrhov rozpočtových plánov je plne v súlade s pravidlami Paktu stability a rastu. Komisia vo svojich stanoviskách dospela k hodnoteniu, že plány Nemecka, Estónska, Luxemburska, Holandska a Slovenska (všetky v rámci preventívnej časti) sú v súlade s požiadavkami Paktu stability a rastu, pričom však podotýka, že Holandsko sa v období rokov 2015 a 2016 výrazne odchyľuje od svojho strednodobého rozpočtového cieľa a Slovensko zaznamená len malý pokrok smerom k zníženiu svojho stále vysokého štrukturálneho deficitu. Návrhy rozpočtov siedmich krajín považuje Komisia len ako „vo všeobecnosti v súlade“:³ Belgicko, Írsko, Lotyšsko, Malta, Slovinsko a Fínsko v rámci preventívnej časti a Francúzsko v rámci postupu pri nadmernom deficite. V prípade štyroch krajín Komisia zhodnotila, že sa ich návrhy rozpočtových plánov spájajú s „rizikom nesúladu“ s Paktom rastu a stability. Sem patrí aj Španielsko, ktoré stále podlieha postupu pri nadmernom deficite s termínom v roku 2016. V rámci preventívnej časti sem patrí Taliansko, Rakúsko a Litva, ktoré ukončili postup pri nadmernom deficite v roku 2012 (Taliansko) a 2013 (Litva a Rakúsko). Komisia vyzýva tie krajiny, ktorých rozpočtové plány nie sú v plnom súlade s Paktom stability a rastu, aby prijali opatrenia nevyhnutné na jeho plnenie. Riziko nesúladu s paktom existuje aj v prípade Portugalska, ktoré v termíne do polovice októbra nepredložilo návrh rozpočtového plánu, keďže po voľbách ešte nebola zvolená nová vláda. Euroskupina vyzvala na legislatívne riešenie, ktorým by sa upravovali prípady skorého alebo neskorého predloženia návrhov rozpočtových plánov.

Preskúmanie návrhov rozpočtových plánov opätovne odhalilo rastúcu zložitosť a nedostatok transparentnosti v rámci fiškálneho dohľadu, ktoré

¹ Návrhy rozpočtových plánov boli vydané do polovice októbra 2015 v súlade s nariadením (EÚ) č. 473/2013 (časť tzv. dvojbalíka). Španielsko zaslalo Komisii svoj návrh rozpočtového plánu už 11. septembra 2015.

² Viac v boxe Odporúčania pre rozpočtovú politiku jednotlivých krajín v rámci európskeho semestra 2015, *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, september 2015.

³ Stanoviská Komisie týkajúce sa krajín, ktorých rozpočtové plány boli hodnotené „vo všeobecnosti v súlade“ s Paktom stability a rastu, plne neodrážajú rôzne stupne súladu. Prognóza Komisie v skutočnosti naznačuje, že v prípade troch krajín v rámci preventívnej časti – Belgicka, Malty a Slovinska (ktoré by sa nachádzalo v preventívnej časti, ak by sa postup pri nadmernom deficite ukončil v riadnom termíne do roku 2015), existuje zreteľné riziko nesúladu, keďže referenčná hodnota pre výdavky naznačuje výrazné odchylenie od požiadaviek a pilier štrukturálneho salda poukazuje na odchýlku, ktorá je tesne pod hranicou významnosti.

Euroskupinu v jej vyhlásení z 23. novembra 2015 viedlo k tomu, že Komisiu výslovne vyzvala, aby zvýšila transparentnosť a predvídateľnosť tohto postupu. Zložitost vyplýva zo súbežnej existencie viacerých pravidiel. V rámci preventívnej časti Paktu stability a rastu sa v roku 2011 nariadeniami šesťbalíka z opodstatnených dôvodov zaviedla referenčná hodnota pre výdavky ako dodatočný ukazovateľ fiškálneho úsilia. Tento ukazovateľ bol navrhnutý tak, aby zabezpečil, že neočakávané príjmy, ktoré zlepšujú štrukturálne saldo, nie sú zahrnuté ako fiškálne úsilie, ale že sa v plnej výške použijú na zníženie dlhu. V prípade, že ukazovatele štrukturálneho salda a referenčnej hodnoty pre výdavky vysielajú protichodné signály o plnení požiadaviek na štrukturálne úsilie podľa Paktu stability a rastu, Komisia uskutoční celkové hodnotenie, ktorý z týchto dvoch fiškálnych ukazovateľov považuje za vhodnejší na záverečné zhodnotenie. Spôsob, akým sa toto celkové hodnotenie uskutočňuje, však nie je úplne transparentný, takže je ťažké posúdiť, či sa uplatňuje konzistentne. Posúdenie súladu fiškálnych politík s Paktom stability a rastu sa môže „zmrazením“ požiadaviek na úpravu na základe predchádzajúcich prognóz Komisie stať skresleným.⁴ Hoci sa táto metóda zaviedla, aby boli zabezpečené spoľahlivé usmernenia ex-ante pre vlády vzhľadom na volatilitu produkčnej medzery a odhady štrukturálneho salda, môže to mať za následok nezrovnalosti medzi jednotlivými krajinami a dokonca môže viesť k tomu, že sa nejaká krajina od svojho strednodobého cieľa výrazne odchýli, pričom sa však v hodnotení ukáže ako krajina, ktorá má svoj strednodobý cieľ na dosah a plne dodržiava pravidlá (prípád Holandska v tomto kole návrhov rozpočtových plánov; pozri tabuľku).

Doložka o štrukturálnej reforme a investíciách, ako ju zaviedla Komisia v januári 2015, môže podstatne znížiť požiadavky na štrukturálne úsilie aj pre krajiny, ktoré neplnia svoje strednodobé ciele a ktoré majú veľmi vysokú mieru dlhu. Napríklad Taliansku sa na jar 2015 na základe uplatnenia doložky o štrukturálnej reforme znížila požiadavka na štrukturálne úsilie na rok 2016; návrh rozpočtového plánu pripúšťa v rámci štrukturálnej a investičnej doložky ďalšiu odchýlku.⁵ Tým sa zvyšujú nezrovnalosti medzi požiadavkami na štrukturálne úsilie v rámci preventívnej časti a požiadavkami v rámci dlhového pravidla pre mnohé krajiny. Komisia pritom vo svojej prognóze naznačuje výrazné odchýlky od požiadaviek dlhového pravidla v prípade Belgicka a Talianska.⁶

V prípade krajín, ktoré podliehajú postupu pri nadmernom deficite, vzniká asymetria z ich hodnotenia ako krajín, ktorú sú „vo všeobecnosti v súlade“ s Paktom stability a rastu, pokiaľ nespĺňajú štrukturálne požiadavky, ale aj tak sa od nich očakáva, že splnia ciele celkového deficitu. Takéto rozpočtové plány sú riskantné, keďže v prípade, že krajina bola identifikovaná ex-post ako krajina, ktorá nedodržala svoje ročné ciele celkového deficitu stanovené v odporúčaní Rady, Komisia by mala odporučiť zintenzívnenie postupu pri nadmernom deficite.

⁴ Metodika „zmrazenia“ predovšetkým predpokladá, že požiadavky na rok t sú stanovené na základe údajov z jarnej prognózy Európskej komisie v roku $t-1$. Požiadavky na základe najpriaznivejšej minulej prognózy od roku $t-1$ budú významnejšie než zmrazené požiadavky, ak napríklad naznačujú, že krajina už svoj strednodobý cieľ dosiahla.

⁵ Komisia dospela k záveru, že návrh rozpočtového plánu Talianska je z pohľadu dodržiavania Paktu stability a rastu rizikový, čo je dôsledok nedostatočných štrukturálnych opatrení v porovnaní s odporúčaniami Rady z júla 2015. Nárok Talianska na poskytnutie ďalšej flexibility v rámci Paktu stability a rastu preskúma Komisia na jar v roku 2016.

⁶ Viac v boxe s názvom Flexibility within the Stability and Growth Pact, *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2015.

Table

Návrhy rozpočtových plánov na rok 2016

Stanovisko Komisie k dodržaniu súladu návrhu rozpočtového plánu na rok 2016 s Paktom stability a rastu	Strednodobý rozpočtový cieľ (SC)	Štrukturálne saldo v roku 2016 (prognóza EK z jesene 2015)	Skutočné štrukturálne opatrenia v roku 2016 (prognóza EK z jesene 2015)	Štrukturálne opatrenia – záväzok na rok 2016 podľa Paktu stability a rastu (v percentuálnych bodoch)
„V súlade“				
Estónsko (preventívna časť)	0,0	0,2	-0,1	na úrovni SC
Nemecko (preventívna časť)	-0,5	0,7	-0,2	na úrovni SC
Luxembursko (preventívna časť)	0,5	0,9	0,2	na úrovni SC
Holandsko (preventívna časť)	-0,5	-1,4	-0,3	-0,2
Slovensko (preventívna časť)	-0,5	-2,0	0,0	0,25
„Vo všeobecnosti v súlade“				
Belgicko (preventívna časť)	0,8	-2,1	0,4	0,6
Fínsko (preventívna časť)	-0,5	-1,5	0,2	0,5
Lotyšsko (preventívna časť)	-1,0	-1,9	0,2	0,3
Malta (preventívna časť)	0,0	-1,7	0,4	0,6
Francúzsko (EDP termín v r. 2017)	-0,4	-2,4	0,3	0,8
Írsko (EDP termín v r. 2015)	0,0	-2,1	0,8	0,6
Slovinsko (EDP termín v r. 2015)	0,0	-2,5	0,2	0,6
„Riziko nesúladu“				
Rakúsko (preventívna časť)	-0,45	-1,0	-0,4	0,1
Taliansko (preventívna časť)	0,0	-1,5	-0,5	0,1
Litva (preventívna časť)	-1,0	-1,4	-0,2	0,1
Španielsko (EDP termín v r. 2016)	0,0	-2,6	-0,1	1,2
Portugalsko (EDP termín v r. 2015) ¹⁾	-0,5	-2,3	-0,5	0,6

Zdroj: Európska komisia a AMECO.

Poznámka: V prípade krajín, ktoré podliehajú postupu pri nadmernom deficite, Komisia dospela k hodnoteniu, že návrhy rozpočtových plánov sú „vo všeobecnosti v súlade“ s paktom, ak prognóza Komisie predpokladá, že ciele celkového deficitu budú dosiahnuté, ale fiškálne úsilie je v porovnaní s odporúčanou hodnotou evidentne nedostatočné, čím je ohrozené dodržanie požiadaviek odporúčania v rámci postupu pri nadmernom deficite. Krajiny, ktoré podliehajú postupu pri nadmernom deficite, Komisia hodnotí ako krajiny s „rizikom nesúladu“, ak by prognóza Komisie na rok 2016 (pod podmienkou potvrdenia ex-post) mohla viesť k zintenzívnieniu postupu pri nadmernom deficite, pretože ani odporúčané fiškálne úsilie, ani odporúčaný cieľ celkového deficitu sa podľa predpovede nemajú dosiahnuť. Návrhy rozpočtových plánov krajín v rámci preventívnej časti Paktu stability a rastu Komisia hodnotí ako „vo všeobecnosti v súlade“, ak podľa prognózy Komisie môže plán alebo adaptačný postup na jeho dosiahnutie vyústiť do nejakej odchýlky od strednodobého cieľa, nedostatočné plnenie požiadavky však nebude predstavovať významnú odchýlku od požadovanej úpravy. Odchýlky od fiškálnych cieľov v rámci preventívnej časti sa hodnotia ako „významné“, ak prekročia 0,5 % HDP v jednom roku alebo v priemere 0,25 % HDP v dvoch po sebe nasledujúcich rokoch. Členské krajiny sú zároveň „tam, kde sa to hodí“ hodnotené ako krajiny v súlade s referenčnou hodnotou pre zníženie dlhu. Naproti tomu v rámci preventívnej časti Paktu stability a rastu Komisia hodnotí návrhy rozpočtových plánov z pohľadu dodržiavania Paktu stability a rastu ako rizikové („riziko nesúladu“), ak prognóza Komisie v roku 2016 predpokladá buď výraznú odchýlku od strednodobého cieľa alebo od požadovaného adaptačného postupu na jeho dosiahnutie, a/alebo „tam, kde sa to hodí“ nepĺnenie referenčnej hodnoty pre zníženie dlhu.

1) Portugalsko návrh rozpočtového plánu na rok 2016 nepredložilo.

Stanoviská Komisie vo všeobecnosti odrážajú očakávanie, že štrukturálnymi opatreniami v roku 2016 sa mnohým krajinám pravdepodobne nepodari splniť záväzky v rámci Paktu stability a rastu. Na jednej strane je to dôsledkom nedostatočného pokroku krajín smerom k plneniu strednodobých rozpočtových cieľov v rámci preventívnej časti Paktu stability a rastu, na druhej strane to súvisí s nedostatočným štrukturálnym úsilím v rámci jeho nápravnej časti, postupu pri nadmernom deficite. Najmä podľa prognózy Európskej komisie z jesene 2015 a meraní zmien štrukturálneho salda krajiny v rámci preventívnej časti, ktoré podľa hodnotenia ešte nedosiahli svoje strednodobé rozpočtové ciele, pravdepodobne uvoľnia svoju fiškálnu pozíciu v priemere o 0,2 % svojho HDP, aj keď sa v rámci preventívnej časti vyžaduje jej sprísnenie na úrovni 0,3 % HDP.⁷ Predpokladá sa, že krajiny, ktoré podliehajú postupu pri nadmernom deficite, dosiahnu konsolidáciu

⁷ Pre dve krajiny podliehajúce preventívnej časti (Belgicko a Taliansko) sú požiadavky v rámci dlhového pravidla v súčasnosti záväzným obmedzením. Podľa stanoviska Komisie medzera týkajúca sa nedodržania dlhového pravidla v roku 2016 zodpovedá v prípade Belgicka 1,5 percentuálneho bodu HDP a 3,7 percentuálnych bodov HDP v prípade Talianska, čo zďaleka prekračuje požiadavku na ich štrukturálne úpravy, pokiaľ ide o približovanie sa k strednodobému cieľu. Komisia pre obidve krajiny na základe ich dlhu opätovne posúdi nutnosť začať postup pri nadmernom deficite na jar roku 2016.

v priemere na úrovni 0,2 % HDP, pričom ich záväzky by si podľa Paktu stability a rastu vyžadovali fiškálne úsilie na úrovni 0,9 % HDP. Medzitým krajiny, ktoré podľa hodnotenia Komisie splnia svoje strednodobé ciele na začiatku roku 2016, plánujú v roku 2016 mierne uvoľniť svoju fiškálnu pozíciu v priemere o 0,2 % HDP. To čiastočne odráža skutočnosť, že Nemecko používa časť vytvorených rezerv na vysporiadanie sa s rozpočtovými nákladmi pokračujúceho prílevu utečencov.⁸

Nedostatočné štrukturálne opatrenia sú v súlade s celkovou fiškálnou pozíciou eurozóny, ktorá sa budúci rok zmení na mierne expanzívnu. Pri očistení od vplyvov ekonomického cyklu a prostredia nízkych úrokových sadzieb bude zmena cyklicky upraveného primárneho salda záporná. Podľa prognózy Európskej komisie z jesene 2015 bude v roku 2016 na úrovni 0,3 % HDP.

Komisia zároveň zdôrazňuje, že zloženie vládnych výdavkov na podporu rastu je aj naďalej nedostatočné. Zatiaľ čo sa nedávne kroky v záujme zníženia daňovo-odvodového zaťaženia pracovných príjmov v mnohých krajinách eurozóny uberajú správnym smerom, zloženie výdavkov vykazuje len obmedzený pokrok, pokiaľ ide o zameranie na rast, pričom sa očakáva pokles kapitálových výdavkov na úrovni ich podielu z HDP.

Euroskupina dňa 23. novembra 2015 vyzvala tie členské krajiny, ktorých plány sa spájajú s rizikom nedodržania pravidiel preventívnej časti paktu, aby včas prijali dodatočné opatrenia a vyriešili tak riziká týkajúce sa priblíženia k strednodobým cieľom a aby rešpektovali dlhové pravidlo. Krajiny v rámci nápravnej časti paktu by mali zabezpečiť včasnú úpravu svojho nadmerného deficitu a následne zodpovedajúce priblíženie k svojim strednodobým cieľom, a zároveň by mali rešpektovať dlhové pravidlo. Euroskupina v tejto súvislosti opätovne potvrdila dôležitosť štrukturálneho úsilia a konsolidačných opatrení (zdola nahor) v nápravnej časti a pripustila, že „len samotné plnenie celkových cieľov na zabezpečenie trvalej korekcie nadmerného deficitu nemusí stačiť.“ V súlade s týmto usmernením k fiškálnej politike sa Taliansko, Rakúsko a Litva v rámci preventívnej časti Paktu stability a rastu a Španielsko v rámci nápravnej časti paktu zaviazali prijať opatrenia potrebné na odstránenie nedostatkov zistených Komisiou a zabezpečili tak súlad s Paktom stability a rastu. Tie členské štáty, ktorých návrhy rozpočtových plánov boli „vo všeobecnosti v súlade“ s ustanoveniami Paktu stability a rastu, Euroskupina vyzvala, aby zabezpečili súlad s týmito ustanoveniami v rámci vnútroštátnych rozpočtových postupov, a zároveň uvítala ich odhodlanie prijať všetky potrebné opatrenia.

Euroskupina posúdi nadväzné kroky na preskúmanie návrhov rozpočtových plánov a záväzkov krajín v apríli 2016. Predovšetkým vyzýva Komisiu, aby zvýšila transparentnosť a predvídateľnosť postupu preskúmania. Je to skutočne potrebné, aby sa zabezpečilo, že preskúmanie návrhov rozpočtových plánov predstavuje účinný mechanizmus včasného varovania na identifikovanie a riešenie fiškálnej nerovnováhy medzi krajinami eurozóny.

⁸ Podľa prognózy Komisie by mali byť tieto náklady výrazne nižšie, než vyplýva z návrhu rozpočtového plánu Nemecka.

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):	http://sdw.ecb.europa.eu/
Údaje zo štatistickej časti Ekonomického bulletinu sú dostupné v databáze SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813
V databáze SDW sa nachádza aj podrobný Štatistický bulletin ECB:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045
Vysvetlenie metodologických postupov je v časti Všeobecné poznámky Štatistického bulletinu ECB:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023
Informácie o výpočtoch sú v časti Technické poznámky Štatistického bulletinu ECB:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022
Vysvetlenie jednotlivých pojmov a skratiek je v štatistickom glosári ECB:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Značky a skratky použité v tabuľkách

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

Vonkajšie prostredie

1.1 Hlavní obchodní partneri, HDP a CPI

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

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 prvých informáciách o cenách energií.

1.2 Hlavní obchodní partneri, index nákupných manažérov a svetový obchod

	Prieskum nákupných manažérov (difúzne indexy; s. o.)									Merchanting – dovoz tovaru ¹⁾		
	Kompozitný index nákupných manažérov						Globálny index nákupných manažérov ²⁾			Globál	Vyspelé ekonomiky	Rozvíjajúce sa trhové ekonomiky
	Globál ²⁾	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	4,0	2,9	4,6
2013	53,3	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,3	52,7	50,7	3,0	-0,1	5,0
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,4	54,1	51,5	3,7	3,6	3,7
2014 Q4	53,3	55,6	56,3	50,9	51,4	51,5	52,3	53,6	50,4	1,9	2,2	1,7
2015 Q1	53,9	56,9	57,3	50,4	51,5	53,3	52,8	54,3	50,3	-2,2	1,4	-4,4
Q2	53,4	55,9	57,2	51,3	51,1	53,9	50,9	54,2	49,3	-1,0	-0,9	-1,0
Q3	53,1	55,4	55,0	51,9	49,0	53,9	50,3	54,0	48,7	1,5	1,2	1,8
2015 Jún	52,7	54,6	57,4	51,5	50,6	54,2	50,5	53,4	50,0	-1,0	-0,9	-1,0
Júl	53,4	55,7	56,7	51,5	50,2	53,9	50,9	54,2	49,1	-0,1	-1,3	0,8
Aug.	53,5	55,7	55,2	52,9	48,8	54,3	50,0	54,6	48,8	2,1	-0,2	3,7
Sep.	52,4	55,0	53,3	51,2	48,0	53,6	50,1	53,2	48,1	1,5	1,2	1,8
Okt.	53,1	55,0	55,4	52,3	49,9	53,9	51,1	53,6	50,5	.	.	.
Nov.	.	56,1	.	.	.	54,4	51,6	.	50,2	.	.	.

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 ¹⁾					Spojené štáty	Japonsko
	Jednodňové vklady (EONIA)	1-mesačné vklady (EURIBOR)	3-mesačné vklady (EURIBOR)	6-mesačné vklady (EURIBOR)	12-mesačné vklady (EURIBOR)	3-mesačné vklady (LIBOR)	3-mesačné vklady (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2012	0,23	0,33	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015 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
Sep.	-0,14	-0,11	-0,04	0,04	0,15	0,33	0,08
Okt.	-0,14	-0,12	-0,05	0,02	0,13	0,32	0,08
Nov.	-0,13	-0,14	-0,09	-0,02	0,08	0,37	0,08

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 ^{1),2)}					Eurozóna ^{1),2)}	Spojené štáty	Spojené kráľovstvo	Eurozóna ^{1),2)}			
	3-mesačná	1-ročná	2-ročná	5-ročná	10-ročná	10-ročná – 1-ročná	10-ročná – 1-ročná	10-ročná – 1-ročná	1-ročná	2-ročná	5-ročná	10-ročná
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,72	1,76	1,61	1,48	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015 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
Sep.	-0,36	-0,27	-0,24	0,04	0,70	0,97	1,73	1,24	-0,22	-0,17	0,73	1,76
Okt.	-0,35	-0,33	-0,31	-0,03	0,63	0,96	1,82	1,40	-0,32	-0,25	0,66	1,69
Nov.	-0,41	-0,40	-0,40	-0,13	0,58	0,98	1,73	1,34	-0,41	-0,36	0,58	1,77

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	Techno-lógie	Sieťové odvetvia	Teleko-munikácie	Zdravot-níctvo		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	239,7	2 411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1 379,4	9 102,6
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4
2015 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
Sep.	330,9	3 165,5	649,6	250,9	566,4	267,2	178,5	469,7	339,5	250,8	362,6	817,4	1 944,4	17 944,2
Okt.	342,2	3 275,5	658,6	261,3	598,9	290,0	183,4	478,7	360,4	263,5	362,3	823,9	2 024,8	18 374,1
Nov.	358,2	3 439,6	703,0	269,0	640,1	297,3	187,0	507,4	394,1	270,3	385,3	850,1	2 080,6	19 581,8

Zdroj: ECB.

2 Finančný vývoj

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

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

	Vklady				Revol-vingové úvery a prečerpania	Po-skyt-nuté úvery z kre-ditných kariet	Spotrebiteľské úvery			Úvery podnikom s jedným vlastníkom a part-nerstvám nezapísaným v ob-chodnom registri	Úvery na bývanie					Kom-pozitný indiká-tor ná-kladov na po-žičia-vanie
	splatené na po-žiadanie	splatené na požiadanie do 3 me-siacov	s dohodnutou splatnosťou:				podľa začiatočného obdobia fixácie sadzby		RPMP ³⁾		podľa začiatočného obdobia fixácie sadzby				RPMP ³⁾	
			do 2 rokov	nad 2 roky			pohyblivá sadzba do 1 roka	nad 1 rok			pohyblivá sadzba do 1 roka	nad 2 a do 5 rokov	nad 5 a do 10 rokov	nad 10 rokov		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2014 Nov.	0,20	0,92	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	1,56	7,14	17,10	5,07	6,21	6,53	2,75	2,41	2,51	2,50	2,67	2,75	2,48
2015 Jan.	0,19	0,86	1,01	1,95	7,18	17,12	5,25	6,42	6,73	2,76	2,31	2,55	2,45	2,44	2,69	2,40
Feb.	0,18	0,85	0,97	1,53	7,13	17,05	5,18	6,47	6,82	2,79	2,08	2,48	2,35	2,49	2,58	2,37
Mar.	0,17	0,83	0,89	1,24	7,13	17,05	5,16	6,17	6,50	2,72	2,10	2,43	2,24	2,40	2,53	2,29
Apr.	0,16	0,79	0,87	1,19	7,03	17,01	4,89	6,13	6,42	2,66	2,01	2,38	2,17	2,36	2,49	2,23
Máj	0,16	0,82	0,84	1,13	6,98	17,08	5,04	6,29	6,60	2,67	2,05	2,33	2,10	2,30	2,45	2,17
Jún	0,15	0,78	0,77	1,11	6,97	17,02	4,88	6,15	6,47	2,59	2,02	2,25	2,12	2,31	2,48	2,18
Júl	0,15	0,74	0,67	1,14	6,83	17,08	5,10	6,20	6,53	2,61	2,05	2,25	2,21	2,36	2,56	2,22
Aug.	0,14	0,67	0,67	1,00	6,83	17,03	5,30	6,28	6,62	2,60	2,12	2,35	2,30	2,33	2,60	2,26
Sep.	0,14	0,67	0,67	1,08	6,85	17,06	5,21	6,18	6,55	2,68	2,07	2,36	2,29	2,39	2,61	2,25
Okt. ^(p)	0,14	0,66	0,65	0,99	6,71	16,97	5,21	6,03	6,43	2,65	2,06	2,32	2,30	2,41	2,58	2,26

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)^{1), 2)}

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

	Vklady			Revol-vingové úvery a prečerpania	Ostatné úvery podľa veľkosti a začiatočného obdobia fixácie sadzby									Kompo-zitný in-dikátor ná-kla-dov na po-žičia-vanie
	splat-né na požia-danie	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 Nov.	0,24	0,44	1,16	3,57	3,80	3,86	3,42	2,38	2,84	2,63	1,74	2,17	2,27	2,51
Dec.	0,23	0,43	1,25	3,49	3,68	3,75	3,24	2,34	2,78	2,50	1,72	2,16	2,13	2,46
2015 Jan.	0,23	0,44	1,19	3,49	3,78	3,85	3,00	2,31	2,82	2,05	1,66	2,03	2,20	2,46
Feb.	0,21	0,35	1,04	3,43	3,57	3,72	3,14	2,24	2,71	2,39	1,51	1,98	2,15	2,37
Mar.	0,21	0,32	0,97	3,39	3,46	3,65	3,10	2,16	2,65	2,32	1,61	2,12	2,00	2,36
Apr.	0,19	0,30	0,89	3,34	3,46	3,58	2,97	2,18	2,64	2,26	1,61	1,93	2,03	2,33
Máj	0,18	0,30	0,91	3,28	3,37	3,51	2,97	2,15	2,46	2,23	1,56	1,85	2,04	2,27
Jún	0,18	0,31	1,09	3,25	3,19	3,48	2,88	2,09	2,32	2,23	1,59	1,91	2,04	2,26
Júl	0,17	0,32	0,86	3,19	3,27	3,60	2,87	2,07	2,36	2,20	1,50	1,73	2,05	2,19
Aug.	0,17	0,24	0,92	3,16	3,24	3,57	2,91	2,07	2,32	2,22	1,39	1,53	2,03	2,14
Sep.	0,17	0,26	0,98	3,20	3,23	3,52	2,89	2,03	2,25	2,21	1,49	1,88	2,18	2,22
Okt. ^(p)	0,16	0,26	0,80	3,09	3,18	3,42	2,89	2,04	2,27	2,20	1,43	1,69	2,03	2,15

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

	Stav						Hrubé emisie ¹⁾							
	Spolu	PFI (vrátane Eurosystému)	Korporácie iné ako PFI		Verejná správa		Spolu	PFI (vrátane Eurosystému)	Korporácie iné ako PFI		Verejná správa			
			Finančné korporácie	Nefinančné korporácie	Ústredná štátna správa	Ostatná verejná správa			Finančné korporácie	Nefinančné korporácie	Ústredná štátna správa	Ostatná verejná správa		
													iné ako PFI	FVC
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Krátkodobé														
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	1 309	544	119	.	59	538	50	409	219	33	.	39	93	25
2015 Apr.	1 408	599	133	.	80	533	62	350	156	39	.	38	82	35
Máj	1 393	589	133	.	80	532	59	324	138	36	.	36	80	33
Jún	1 325	559	119	.	75	517	56	296	123	30	.	34	77	32
Júl	1 327	558	115	.	81	520	54	338	143	34	.	39	91	31
Aug.	1 330	558	119	.	79	515	59	290	132	28	.	22	79	29
Sep.	1 312	545	113	.	75	520	59	341	161	29	.	29	93	30
Dlhodobé														
2012	15 205	4 814	3 166	.	842	5 758	624	255	98	45	.	16	84	12
2013	15 108	4 405	3 086	.	921	6 069	627	222	70	39	.	16	89	9
2014	15 137	4 048	3 168	.	993	6 286	643	221	66	44	.	16	85	10
2015 Apr.	15 293	3 999	3 233	.	1 031	6 389	641	226	70	38	.	21	87	10
Máj	15 373	3 981	3 256	.	1 034	6 462	640	190	50	44	.	6	85	4
Jún	15 353	3 937	3 268	.	1 028	6 485	634	207	69	34	.	13	87	5
Júl	15 312	3 915	3 288	.	1 036	6 437	636	224	79	42	.	10	83	10
Aug.	15 255	3 893	3 246	.	1 035	6 444	637	112	42	19	.	4	44	4
Sep.	15 285	3 865	3 263	.	1 043	6 482	633	256	63	80	.	16	93	4

Zdroj: ECB.

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

2.7 Miera rastu a stav dlhových cenných papierov a kótovaných akcií

(v mld. EUR; percentuálna zmena)

	Dlhové cenné papiere							Kótované akcie			
	Spolu	PFI (vrátane Eurosystému)	Korporácie iné ako PFI		Verejná správa		Spolu	PFI	Finančné korporácie iné ako PFI	Nefinančné korporácie	
			Finančné korporácie iné ako PFI	Nefinančné korporácie	Ústredná štátna správa	Ostatná verejná správa					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Stav										
2012	16 631,3	5 395,6	3 311,9	.	917,3	6 316,2	690,3	4 598,1	404,7	615,6	3 577,9
2013	16 355,3	4 881,5	3 208,5	.	987,9	6 597,8	679,6	5 646,1	569,1	748,1	4 329,0
2014	16 446,9	4 591,7	3 287,0	.	1 051,6	6 823,7	692,9	5 957,2	591,1	785,8	4 580,3
2015 Apr.	16 700,7	4 598,1	3 366,2	.	1 111,0	6 921,8	703,5	7 001,8	683,9	909,2	5 408,8
Máj	16 766,0	4 570,0	3 388,8	.	1 113,8	6 994,0	699,5	7 023,0	675,5	902,4	5 445,1
Jún	16 678,2	4 496,0	3 387,3	.	1 103,1	7 001,4	690,4	6 842,8	664,3	880,5	5 298,0
Júl	16 639,6	4 473,3	3 403,0	.	1 116,6	6 956,9	689,9	7 113,7	695,0	914,8	5 503,9
Aug.	16 584,2	4 450,5	3 364,7	.	1 113,5	6 959,6	696,0	6 575,9	630,6	849,9	5 095,4
Sep.	16 596,7	4 409,9	3 375,3	.	1 117,6	7 001,9	692,0	6 273,0	582,5	806,4	4 884,0
	Miera rastu										
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	.	8,0	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,0	0,3
2014	-0,6	-7,7	0,4	.	4,9	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2015 Apr.	-0,2	-6,7	2,5	.	6,6	2,1	1,9	1,5	6,8	1,1	0,8
Máj	-0,6	-7,1	0,9	.	5,6	2,1	1,4	1,3	5,8	1,2	0,7
Jún	-1,0	-7,7	1,3	.	4,3	1,6	-0,8	1,0	4,1	0,6	0,7
Júl	-1,2	-7,5	0,5	.	4,0	1,5	-0,6	1,1	3,3	0,3	0,9
Aug.	-1,0	-7,2	0,5	.	4,0	1,8	-0,2	1,1	3,3	0,5	0,9
Sep.	-0,5	-7,4	2,5	.	4,4	2,4	-1,8	1,0	3,3	0,5	0,7

Zdroj: ECB.

2 Finančný vývoj

2.8 Efektívne výmenné kurzy¹⁾

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

	EER-19						EER-38	
	Nominálny	Reálny CPI	Reálny PPI	Reálny deflátor HDP	Reálny ULCM ³⁾	Reálny ULCT	Nominálny	Reálny CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	97,6	95,0	93,3	88,2	100,3	95,8	107,0	92,5
2013	101,2	98,2	96,7	91,4	102,9	98,9	111,9	95,6
2014	101,8	97,9	96,7	91,6	103,3	100,4	114,7	96,1
2014 Q4	99,0	94,9	94,3	89,2	100,5	97,7	112,3	93,5
2015 Q1	93,0	89,2	89,4	84,0	94,0	92,2	106,4	88,3
Q2	91,2	87,5	88,3	82,4	92,1	90,1	104,4	86,3
Q3	92,7	88,7	89,6	.	.	.	107,6	88,6
2015 Jún	92,3	88,5	89,2	-	-	-	106,0	87,6
Júl	91,3	87,5	88,3	-	-	-	105,1	86,7
Aug.	93,0	89,0	89,8	-	-	-	108,1	89,1
Sep.	93,8	89,6	90,7	-	-	-	109,6	90,2
Okt.	93,6	89,4	90,3	-	-	-	109,0	89,6
Nov.	91,1	87,0	87,8	-	-	-	106,0	86,9
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu mesiacu</i>								
2015 Nov.	-2,7	-2,7	-2,8	-	-	-	-2,8	-3,0
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu roku</i>								
2015 Nov.	-7,9	-8,4	-6,8	-	-	-	-5,3	-6,9

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	Chorvátska kuna	Česká koruna	Dánska koruna	Maďarský forint	Japonský jen	Poľský zlotý	Libra šterlingov	Rumunský lei	Švédska koruna	Švajčiarsky frank	Americký dolár
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	8,105	7,522	25,149	7,444	289,249	102,492	4,185	0,811	4,4593	8,704	1,205	1,285
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2014 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
Q3	7,008	7,578	27,075	7,462	312,095	135,863	4,188	0,717	4,4290	9,429	1,072	1,112
2015 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
Sep.	7,146	7,589	27,089	7,461	313,145	134,851	4,218	0,731	4,4236	9,392	1,091	1,122
Okt.	7,135	7,621	27,105	7,460	311,272	134,839	4,251	0,733	4,4227	9,349	1,088	1,124
Nov.	6,840	7,607	27,039	7,460	312,269	131,597	4,249	0,707	4,4453	9,313	1,083	1,074
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu mesiacu</i>												
2015 Nov.	-4,1	-0,2	-0,2	0,0	0,3	-2,4	0,0	-3,6	0,5	-0,4	-0,5	-4,4
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu roku</i>												
2015 Nov.	-10,5	-0,8	-2,3	0,3	1,8	-9,3	0,9	-10,6	0,4	0,8	-9,9	-13,9

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 ¹⁾			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
Stav (medzinárodná investičná pozícia)												
2014 Q3	19 133,3	20 292,0	-1 158,8	7 740,1	5 925,7	6 234,5	9 565,8	-54,8	4 616,4	4 800,5	597,0	11 849,1
Q4	19 871,7	20 989,4	-1 117,7	8 249,4	6 410,5	6 467,3	9 823,6	-43,1	4 585,7	4 755,3	612,3	12 038,7
2015 Q1	21 840,3	22 833,9	-993,6	8 952,8	6 623,5	7 225,1	11 054,9	-69,3	5 041,3	5 155,5	690,4	12 995,0
Q2	21 378,9	22 271,8	-892,9	8 804,9	6 673,7	7 102,3	10 627,9	-22,3	4 835,5	4 970,2	658,5	12 649,4
Stav v % HDP												
2015 Q2	208,4	217,1	-8,7	85,8	65,1	69,2	103,6	-0,2	47,1	48,5	6,4	123,3
Transakcie												
2014 Q4	82,0	22,0	60,0	67,8	78,7	103,5	12,3	10,0	-102,1	-69,0	2,9	-
2015 Q1	548,9	511,4	37,6	195,7	88,2	137,1	250,7	22,6	187,8	172,5	5,7	-
Q2	33,0	8,7	24,3	84,5	125,0	122,9	-3,3	3,8	-175,7	-112,9	-2,5	-
Q3	10,9	-55,7	66,6	57,9	45,5	-0,2	-109,7	-4,6	-44,8	8,5	2,7	-
2015 Apr.	101,3	157,1	-55,8	17,2	32,1	26,2	1,9	5,1	56,7	123,2	-3,9	-
Máj	1,6	-19,1	20,7	39,5	45,3	64,4	19,2	2,9	-103,4	-83,6	-1,8	-
Jún	-69,9	-129,2	59,4	27,9	47,7	32,3	-24,4	-4,3	-129,0	-152,5	3,2	-
Júl	63,5	12,7	50,8	27,9	-7,9	-3,2	-65,1	10,5	35,3	85,7	-7,0	-
Aug.	-6,4	-10,7	4,3	0,3	-2,8	10,2	-21,4	-8,8	-9,5	13,5	1,4	-
Sep.	-46,2	-57,8	11,5	29,7	56,3	-7,2	-23,3	-6,4	-70,7	-90,8	8,3	-
12-mesačné kumulované transakcie												
2015 Sep.	674,9	486,5	188,4	405,9	337,4	363,4	150,0	31,7	-134,9	-0,9	8,8	-
12-mesačné kumulované transakcie v % HDP												
2015 Sep.	6,6	4,7	1,8	4,0	3,3	3,5	1,5	0,3	-1,3	0,0	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								Zahraničná bilancia ¹⁾		
		Spolu	Súkromná spotreba	Spotreba verejnej správy	Tvorba hrubého fixného kapitálu			Zmeny zásob ²⁾	Spolu	Export ¹⁾	Import ¹⁾	
					Stavebníctvo spolu	Strojárstvo spolu	Produkty duševného vlastníctva					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bežné ceny (v mld. EUR)												
2012	9 849,1	9 581,8	5 540,2	2 066,8	1 984,8	1 033,5	585,0	361,5	-10,0	267,4	4 294,4	4 027,0
2013	9 952,8	9 610,6	5 566,2	2 096,3	1 943,1	1 004,1	571,6	362,3	5,0	342,2	4 369,8	4 027,7
2014	10 126,9	9 738,9	5 643,0	2 130,5	1 976,6	1 007,1	592,5	371,7	-11,1	388,0	4 511,3	4 123,3
2014 Q3	2 537,6	2 439,2	1 413,8	534,9	496,0	251,7	149,3	93,7	-5,5	98,4	1 139,0	1 040,6
Q4	2 552,8	2 446,4	1 422,6	534,9	500,7	253,4	151,9	94,1	-11,8	106,4	1 149,3	1 042,9
2015 Q1	2 575,9	2 462,4	1 424,8	539,5	507,7	256,2	154,9	95,3	-9,7	113,5	1 159,6	1 046,0
Q2	2 593,9	2 473,0	1 437,4	541,4	506,4	253,7	156,0	95,3	-12,1	120,9	1 188,1	1 067,2
v % HDP												
2014	100,0	96,2	55,7	21,0	19,6	10,0	5,9	3,7	-0,2	3,8	-	-
Reťazové indexy (ceny predchádzajúceho roka)												
medzištvrtročná percentuálna zmena												
2014 Q4	0,4	0,4	0,6	0,2	0,6	0,6	0,8	0,2	-	-	0,9	0,9
2015 Q1	0,5	0,7	0,5	0,6	1,4	1,0	2,3	0,8	-	-	1,0	1,5
Q2	0,4	0,0	0,4	0,3	-0,5	-1,1	0,4	-0,2	-	-	1,6	1,0
Q3	0,3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
ročná percentuálna zmena												
2012	-0,8	-2,3	-1,2	-0,1	-3,6	-4,4	-4,7	1,9	-	-	2,7	-0,8
2013	-0,3	-0,7	-0,6	0,2	-2,6	-3,6	-1,9	-0,8	-	-	2,1	1,3
2014	0,9	0,9	0,9	0,8	1,2	-0,4	3,9	2,0	-	-	3,9	4,2
2014 Q4	0,9	1,0	1,4	1,0	0,8	-0,4	2,0	2,3	-	-	4,3	4,8
2015 Q1	1,2	1,4	1,7	1,2	1,8	0,0	4,9	2,1	-	-	4,8	5,5
Q2	1,5	1,4	1,9	1,3	1,9	0,5	4,4	1,5	-	-	5,2	5,2
Q3	1,6	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
príspevky k medzištvrtročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch												
2014 Q4	0,4	0,4	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-	-
2015 Q1	0,5	0,7	0,3	0,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	-	-
Q2	0,4	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,3	-	-
Q3	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
príspevky k ročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch												
2012	-0,8	-2,3	-0,7	0,0	-0,7	-1,9	-1,2	0,3	-0,9	1,5	-	-
2013	-0,3	-0,6	-0,4	0,0	-0,5	-1,5	-0,4	-0,1	0,2	0,4	-	-
2014	0,9	0,8	0,5	0,2	0,2	-0,2	0,9	0,3	-0,1	0,0	-	-
2014 Q4	0,9	1,0	0,8	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	-0,2	-0,1	-	-
2015 Q1	1,2	1,4	1,0	0,2	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,2	-0,1	-	-
Q2	1,5	1,3	1,1	0,3	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,3	0,2	-	-
Q3	1,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

1) Export a import zahŕňa tovary a služby a týka sa cezhraničného obchodu v rámci eurozóny.

2) Vráťane akvizícií po odpočítaní poskytnutých cenností.

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 komunikácia	Finančníctvo a poisťovníctvo	Nehnuteľnosti	Odborné, obchodné a podporové služby	Verejná správa, vzdelávanie, zdravotníctvo a sociálna práca	Umenie, zábava a ostatné služby	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bežné ceny (v mld. EUR)												
2012	8 854,7	148,7	1 733,6	466,7	1 674,8	410,7	441,3	1 016,3	929,8	1 719,3	313,4	994,4
2013	8 945,3	152,9	1 737,8	457,3	1 690,3	414,0	443,2	1 035,0	945,1	1 751,1	318,7	1 007,5
2014	9 090,7	146,6	1 761,7	458,2	1 716,5	418,3	455,0	1 055,9	968,1	1 785,4	324,9	1 036,2
2014 Q3	2 278,0	36,3	442,4	114,0	430,1	104,6	114,0	264,5	242,9	447,8	81,5	259,6
Q4	2 290,6	35,3	444,5	114,9	434,5	105,4	113,7	266,1	245,1	449,2	81,9	262,2
2015 Q1	2 316,4	35,9	450,6	116,4	439,7	106,1	115,7	267,4	248,1	453,9	82,5	259,5
Q2	2 328,2	36,3	453,9	115,8	443,1	106,7	115,5	269,2	250,4	454,3	82,9	265,6
v % pridanej hodnoty												
2014	100,0	1,6	19,4	5,0	18,9	4,6	5,0	11,6	10,6	19,6	3,6	-
Reťazové indexy (ceny predchádzajúceho roka)												
medzištvrtročná percentuálna zmena												
2014 Q3	0,3	1,2	0,2	-0,6	0,5	0,8	0,2	0,3	0,6	0,1	0,5	0,0
Q4	0,3	-2,0	0,1	0,5	0,6	0,5	0,2	0,3	0,5	0,2	0,2	1,2
2015 Q1	0,6	1,2	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,2	1,0	0,1	0,2	-0,1
Q2	0,3	0,0	0,4	-0,5	0,4	0,5	0,3	0,3	0,5	0,3	0,0	0,9
ročná percentuálna zmena												
2012	-0,6	-4,2	-0,9	-6,1	-0,2	2,5	-0,3	0,0	-0,6	0,1	-0,7	-2,6
2013	-0,2	3,5	-0,4	-3,2	-1,0	1,4	-1,2	1,2	0,1	0,3	-0,1	-1,2
2014	0,9	3,4	0,5	-0,9	1,3	2,0	-0,4	1,3	1,5	0,6	0,6	0,8
2014 Q3	0,8	4,5	0,6	-2,0	1,1	2,2	-0,5	1,3	1,4	0,5	0,5	0,5
Q4	0,8	0,0	0,2	-1,4	1,4	2,0	0,2	1,2	2,0	0,5	0,7	1,9
2015 Q1	1,2	0,4	0,9	-0,8	1,8	2,7	0,6	1,2	2,4	0,6	0,7	2,0
Q2	1,5	0,4	1,4	0,1	2,3	2,5	1,3	1,1	2,6	0,7	0,9	2,0
príspevky k medzištvrtročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch												
2014 Q3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
2015 Q1	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
príspevky k ročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch												
2012	-0,6	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-
2013	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	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 Q3	0,8	0,1	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,1	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	1,2	0,0	0,2	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
Q2	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	-

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

3 Hospodárska aktivita

3.3 Zamestnanosť¹⁾

(štvrtročné sezónne očistené údaje; neočistené ročné údaje)

	Podľa postavenia v zamestnaní			Podľa odvetvia ekonomickej činnosti									
	Spolu	Zamestnanci	Samostatne zárobkovo činné osoby	Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov	Priemyselná výroba, energetika a sieťové odvetvia	Stavebníctvo	Obchod, doprava, ubytovacie a stravovacie služby	Informácie a komunikácia	Finančníctvo a poisťovníctvo	Nehnutelnosti	Odborné, obchodné a podporové služby	Verejná správa, vzdelávanie, zdravotníctvo a sociálna práca	Umenie, zábava a ostatné služby
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Počet zamestnaných osôb													
<i>v % z celkového počtu zamestnaných osôb</i>													
2012	100,0	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	12,9	24,0	7,1
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,2	6,0	24,8	2,7	2,7	1,0	13,0	24,0	7,1
<i>ročná percentuálna zmena</i>													
2012	-0,4	-0,5	-0,1	-1,2	-0,7	-4,5	-0,6	1,2	-0,4	0,3	0,8	0,0	0,4
2013	-0,7	-0,6	-0,7	-1,3	-1,4	-4,4	-0,6	0,2	-1,1	-1,0	0,3	0,0	0,4
2014	0,6	0,8	-0,4	0,8	0,0	-1,7	0,8	0,9	-1,1	0,7	2,0	0,7	0,9
2014 Q3	0,8	1,0	-0,6	0,3	0,2	-1,2	1,1	1,2	-0,9	0,7	2,2	0,8	0,9
Q4	0,8	1,1	-0,5	0,5	0,4	-1,5	0,9	0,7	-1,0	1,2	2,5	0,6	2,0
2015 Q1	0,8	1,0	-0,2	-0,2	0,3	0,1	1,2	0,4	-0,7	1,4	2,6	0,5	0,6
Q2	0,9	1,0	0,2	0,3	0,3	1,0	0,8	0,7	0,0	2,1	2,4	0,5	1,1
Počet odpracovaných hodín													
<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	12,5	21,6	6,3
2013	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	6,8	25,8	2,8	2,8	1,0	12,6	21,7	6,4
2014	100,0	80,2	19,8	4,4	15,6	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	12,7	21,8	6,3
<i>ročná percentuálna zmena</i>													
2012	-1,8	-1,8	-1,6	-2,2	-2,3	-7,1	-2,1	0,6	-1,1	-0,8	-0,4	-0,6	-0,6
2013	-1,3	-1,3	-1,3	-1,6	-1,6	-5,6	-1,2	-0,3	-1,5	-1,9	-0,4	-0,5	-0,7
2014	0,6	0,9	-0,5	0,4	0,4	-1,6	0,7	1,0	-1,4	0,1	1,9	0,9	0,3
2014 Q3	0,5	1,0	-1,1	0,0	0,3	-1,8	0,8	1,1	-1,2	-0,3	2,0	0,6	0,2
Q4	1,0	1,3	-0,1	1,4	1,0	-1,0	0,9	1,3	-1,4	1,0	2,7	0,8	1,5
2015 Q1	0,7	0,9	-0,2	1,0	0,5	-0,1	0,7	0,6	-1,0	1,9	2,2	0,3	0,8
Q2	1,0	1,1	0,3	1,1	0,7	1,5	0,5	1,3	-0,1	2,7	2,7	0,5	1,0
Počet odpracovaných hodín na zamestnanú osobu													
<i>ročná percentuálna zmena</i>													
2012	-1,3	-1,3	-1,4	-1,0	-1,6	-2,7	-1,5	-0,6	-0,7	-1,1	-1,2	-0,5	-1,0
2013	-0,6	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	-1,3	-0,6	-0,5	-0,5	-0,9	-0,7	-0,5	-1,1
2014	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,4	0,2	-0,1	0,1	-0,3	-0,6	-0,1	0,2	-0,5
2014 Q3	-0,2	0,0	-0,5	-0,4	0,1	-0,6	-0,2	0,0	-0,3	-1,0	-0,1	-0,1	-0,7
Q4	0,1	0,2	0,5	0,9	0,6	0,5	-0,1	0,6	-0,5	-0,2	0,2	0,2	-0,6
2015 Q1	-0,1	-0,1	0,0	1,3	0,2	-0,2	-0,4	0,3	-0,3	0,4	-0,4	-0,2	0,2
Q2	0,1	0,2	0,1	0,8	0,5	0,6	-0,3	0,5	-0,1	0,6	0,3	0,0	-0,1

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 ¹⁾	Nezamestnanosť, v % z pracovnej sily ¹⁾	Nezamestnanosť										Miera voľných pracovných miest ²⁾	
			Spolu		Dlhodobá nezamestnanosť v % z pracovnej sily ¹⁾	Podľa veku				Podľa pohlavia				
						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	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	4,0	18,188	11,4	5,2	14,632	10,1	3,556	23,6	9,755	11,3	8,433	11,5	1,6
2013	159,334	4,6	19,232	12,0	5,9	15,638	10,8	3,594	24,3	10,309	11,9	8,923	12,1	1,5
2014	160,308	4,6	18,631	11,6	6,1	15,219	10,4	3,413	23,7	9,928	11,5	8,704	11,8	1,7
2014 Q4	160,956	4,6	18,418	11,5	6,1	15,104	10,3	3,314	23,2	9,785	11,3	8,633	11,6	1,8
2015 Q1	160,089	4,7	17,948	11,2	5,9	14,719	10,1	3,229	22,7	9,513	11,0	8,435	11,4	1,7
Q2	160,446	4,6	17,711	11,0	5,7	14,521	9,9	3,190	22,5	9,418	10,9	8,292	11,2	1,7
Q3	.	.	17,343	10,8	.	14,224	9,7	3,118	22,1	9,237	10,7	8,106	11,0	.
2015 Máj	-	-	17,696	11,0	-	14,519	9,9	3,177	22,4	9,439	10,9	8,257	11,1	-
Jún	-	-	17,689	11,0	-	14,503	9,9	3,187	22,5	9,408	10,9	8,281	11,2	-
Júl	-	-	17,417	10,9	-	14,312	9,8	3,105	22,1	9,274	10,7	8,143	11,0	-
Aug.	-	-	17,358	10,8	-	14,231	9,7	3,127	22,2	9,233	10,7	8,125	11,0	-
Sep.	-	-	17,253	10,8	-	14,130	9,7	3,123	22,2	9,203	10,6	8,050	10,9	-
Okt.	-	-	17,240	10,7	-	14,093	9,6	3,148	22,3	9,240	10,7	8,000	10,8	-

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	-3,7	-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	2,3	0,3	3,8
2014 Q4	0,3	0,9	-0,4	0,8	2,6	-3,2	-0,8	2,9	1,9	0,7	2,8	1,4	1,7
2015 Q1	1,6	1,1	-0,1	1,1	2,4	4,6	-1,5	1,2	2,1	1,0	3,1	2,1	9,0
Q2	1,3	1,6	0,9	2,7	0,8	-1,1	-0,6	5,5	2,2	1,3	3,2	2,5	6,9
Q3	1,9	2,2	1,0	2,5	2,6	0,3	-0,9	2,0	2,8	2,2	3,2	4,1	9,4
2015 Máj	1,7	2,3	2,1	3,9	0,3	-3,7	0,3	5,2	2,5	1,8	3,3	2,2	6,8
Jún	1,5	1,8	0,7	2,1	2,3	-0,2	-1,0	7,7	1,9	0,6	3,1	2,7	7,5
Júl	1,8	1,6	0,0	1,8	2,7	3,8	-0,3	3,2	3,2	2,3	3,6	3,0	9,9
Aug.	2,2	2,7	1,1	4,0	2,8	-1,6	-1,4	3,4	2,2	2,6	2,0	4,1	8,3
Sep.	1,7	2,3	1,8	2,2	2,2	-1,4	1,8	-0,6	2,9	1,6	4,0	5,3	9,8
Okt.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	5,8
medzimesačná percentuálna zmena (s. o.)													
2015 Máj	-0,1	0,3	0,3	1,3	-0,5	-2,7	0,2	0,0	0,2	0,3	0,3	-0,5	-1,5
Jún	-0,3	-0,8	-0,3	-1,5	-0,5	2,9	-0,8	1,8	0,0	-0,4	0,3	0,4	1,6
Júl	0,7	0,8	-0,4	1,6	1,2	2,0	0,4	-1,5	0,6	0,5	0,6	0,3	2,2
Aug.	-0,4	-0,2	0,3	-1,0	0,1	-3,0	0,5	-1,6	0,0	0,6	-0,5	1,6	-0,9
Sep.	-0,3	-0,5	0,0	-0,3	-1,3	1,2	-0,4	-2,6	-0,1	-0,6	0,1	0,0	0,8
Okt.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,8

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	-12,7	-13,8	-8,7	6,6	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2012	90,5	-11,6	78,9	-21,9	-27,7	-15,0	-6,5	86,5	46,2	46,3	47,6	47,2
2013	93,8	-9,1	78,7	-18,5	-29,2	-12,2	-5,4	87,1	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,6	-3,9	80,4	-10,0	-27,4	-3,2	4,8	87,6	51,8	53,3	52,5	52,7
2014 Q4	100,9	-4,5	80,8	-11,2	-24,3	-5,1	5,3	87,9	50,4	51,2	51,7	51,5
2015 Q1	102,6	-4,0	81,1	-6,2	-24,9	-1,6	5,6	88,2	51,4	52,6	53,6	53,3
Q2	103,7	-3,2	81,1	-5,1	-24,9	-0,2	7,6	88,3	52,3	53,4	54,1	53,9
Q3	104,6	-3,0	81,3	-6,9	-23,2	2,9	10,5	88,4	52,3	53,6	54,0	53,9
2015 Jún	103,5	-3,4	-	-5,5	-24,2	-1,3	7,9	-	52,5	53,6	54,4	54,2
Júl	104,0	-2,9	81,1	-7,0	-23,8	1,1	8,9	88,1	52,4	53,6	54,0	53,9
Aug.	104,1	-3,7	-	-6,7	-22,7	3,5	10,1	-	52,3	53,9	54,4	54,3
Sep.	105,6	-2,3	-	-7,0	-23,2	4,2	12,4	-	52,0	53,4	53,7	53,6
Okt.	106,1	-2,0	81,5	-7,5	-20,7	6,4	12,3	88,7	52,3	53,6	54,1	53,9
Nov.	106,1	-3,2	-	-5,9	-17,8	5,8	12,8	-	52,8	54,0	54,6	54,4

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) ¹⁾	Miera dlhu	Reálny hrubý disponibilný príjem	Finančné investície	Nefinančné investície (hrubé)	Čistá hodnota ²⁾	Bohatstvo domácností	Podiel na zisku ³⁾	Miera úspor (čistá)	Pomer dlhu ⁴⁾	Finančné investície	Nefinančné investície (hrubé)	Financovanie
	v % hrubého disponibilného príjmu (upravené)		ročná percentuálna zmena					v % čistej pridanej hodnoty	v % HDP		ročná percentuálna zmena		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	12,5	97,8	-1,8	1,7	-5,1	0,6	-2,3	30,6	1,1	133,7	1,5	-6,7	1,2
2013	12,7	96,4	-0,4	1,3	-4,1	0,4	-2,2	32,0	3,0	132,2	2,3	-1,0	1,0
2014	12,7	95,7	0,7	1,9	1,0	2,6	0,8	32,5	3,9	132,9	1,8	3,5	1,0
2014 Q3	12,8	95,5	1,3	1,8	-0,9	2,8	0,4	32,0	3,3	132,1	1,7	3,0	0,8
Q4	12,7	95,7	0,8	1,9	1,0	2,6	0,8	32,5	3,9	133,3	1,8	2,1	1,0
2015 Q1	12,7	95,3	1,9	1,9	-0,3	3,6	1,2	32,6	4,1	135,3	2,7	2,1	1,4
Q2	12,8	95,0	2,0	1,9	-0,2	2,4	1,2	33,2	4,8	134,7	3,2	6,0	1,6

Zdroj: ECB a Eurostat.

1) 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).

2) Finančné aktíva (po odpočítaní finančných pasív) a nefinančné aktíva. Nefinančné aktíva tvorí hlavne bohatstvo domácností (rezidenčné stavby a pozemky). Patria tam aj nefinančné aktíva podnikov nezapísaných v obchodnom registri a zaradených v rámci sektora domácností.

3) Podiel zisku predstavuje čisté podnikateľské výnosy, čo je v zásade ekvivalent bežného zisku v podnikovom účtovníctve.

4) 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 ¹⁾	
	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 Q4	864,3	794,4	69,8	508,6	434,1	179,2	164,5	152,2	136,7	24,2	59,1	12,7	6,0
2015 Q1	875,6	794,4	81,1	512,0	436,0	184,2	169,0	153,8	130,0	25,6	59,4	8,7	7,5
Q2	891,1	812,1	79,0	525,0	442,6	186,8	171,0	152,7	138,2	26,7	60,3	9,6	37,2
Q3	875,1	801,6	73,5	511,7	432,1	185,9	173,1	152,0	138,6	25,5	57,8	9,2	4,5
2015 Apr.	298,2	271,1	27,2	174,9	147,7	61,7	57,0	53,1	46,0	8,4	20,3	2,8	1,2
Máj	297,6	272,6	24,9	174,7	148,1	63,0	56,9	50,4	46,4	9,4	21,2	3,6	1,5
Jún	295,3	268,4	26,9	175,3	146,8	62,0	57,1	49,1	45,8	8,9	18,7	3,3	34,4
Júl	295,5	270,1	25,4	173,8	146,0	62,0	58,1	51,4	46,5	8,4	19,4	3,2	1,6
Aug.	288,7	269,9	18,7	166,9	144,9	62,6	58,1	50,0	46,2	9,2	20,8	3,3	1,2
Sep.	291,0	261,6	29,4	171,0	141,2	61,4	56,8	50,7	45,9	7,9	17,7	2,7	1,7
12-mesačné kumulované transakcie													
2015 Sep.	3 506,1	3 202,6	303,5	2 057,3	1 744,9	736,1	677,6	610,6	543,4	102,0	236,6	40,2	55,1
12-mesačné kumulované transakcie v % HDP													
2015 Sep.	34,2	31,2	3,0	20,1	17,0	7,2	6,6	6,0	5,3	1,0	2,3	0,4	0,5

Zdroj: ECB a Eurostat.

1) Kapitálový účet nie je sezónne očistený

3.9 Zahraničný obchod eurozóny,¹⁾ hodnota a objem podľa skupiny produktov²⁾

(sezónne očistené, ak nie je uvedené inak)

	Spolu (s. n.)		Vývoz (f. o. b.)					Dovoz (c. i. f.)					Informatívna položka:	
			Spolu			Informatívna položka: Priemyselná výroba		Spolu			Informatívna položka: Priemyselná výroba	Ropa		
	Vývoz	Dovoz		Medzispotreba	Kapitál				Medzispotreba	Kapitál				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Hodnota (mld. EUR; ročná percentuálna zmena pre stĺpce 1 a 2)														
2014 Q4	4,1	0,1	499,2	237,4	103,0	145,7	408,9	437,0	261,6	64,2	104,1	294,7	66,1	
2015 Q1	5,6	1,8	509,5	241,5	105,1	149,5	421,9	447,6	259,8	70,1	109,6	315,1	55,4	
Q2	8,2	3,9	513,7	242,5	105,3	153,6	428,7	452,2	264,7	69,5	110,5	316,0	59,9	
Q3	4,4	0,7	506,7	.	.	.	421,0	445,0	.	.	.	313,5	.	
2015 Apr.	9,1	5,1	171,3	81,5	35,3	51,0	143,2	151,2	88,8	23,9	36,3	106,4	19,7	
Máj	2,8	0,0	170,4	80,4	34,4	50,9	141,9	148,8	87,3	22,5	36,6	102,8	20,6	
Jún	12,7	6,5	172,0	80,6	35,6	51,7	143,6	152,1	88,6	23,1	37,6	106,7	19,6	
Júl	7,0	0,7	172,7	79,7	35,2	52,5	143,4	150,1	86,3	23,1	37,6	105,8	18,2	
Aug.	5,5	2,8	166,1	77,2	34,2	50,8	137,7	147,1	83,6	22,8	37,6	103,3	16,9	
Sep.	0,9	-1,0	167,9	.	.	.	139,9	147,8	.	.	.	104,4	.	
Objemové indexy (2000 = 100; ročná percentuálna zmena pre stĺpce 1 a 2)														
2014 Q4	2,9	2,3	118,0	113,9	120,6	122,0	117,4	102,7	102,7	100,3	104,1	104,8	97,7	
2015 Q1	2,6	5,1	119,1	115,2	120,6	123,3	118,9	106,4	106,5	105,0	106,3	108,6	105,9	
Q2	3,0	2,4	117,2	113,6	118,8	121,7	118,1	103,7	103,9	100,6	104,9	106,6	99,4	
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2015 Mar.	7,3	10,5	119,5	115,9	118,7	124,5	119,7	107,9	108,2	105,9	108,9	110,0	108,8	
Apr.	3,5	3,3	117,4	114,5	119,4	122,2	118,5	104,1	104,6	103,6	103,5	107,3	101,4	
Máj	-2,6	-2,3	116,4	112,7	116,8	120,4	117,1	101,9	101,9	98,6	103,7	104,1	99,6	
Jún	8,1	6,1	117,8	113,7	120,2	122,5	118,7	105,0	105,2	99,6	107,4	108,3	97,2	
Júl	3,0	1,8	118,7	113,0	118,9	125,4	118,8	105,8	104,8	103,4	108,1	108,3	96,7	
Aug.	2,0	5,2	114,7	110,4	115,1	121,5	113,8	104,5	104,9	98,2	106,0	103,9	100,2	

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 cien¹⁾

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	Spolu					Spolu (s. o.; percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu obdobiu)						Informatívne položky: regulované ceny	
	Index: 2005 =100	Spolu		Tovary	Služby	Spolu	Spracované potraviny	Nespracované potraviny	Priemyselné tovary bez energií	Energie (s. n.)	Služby	HICP spolu bez regulovaných cien	Regulované ceny
	1	2	3 Spolu bez nesprac. potravín a energií	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 Q4	117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,1	0,3	-0,1	-3,0	0,2	-0,1	1,7
2015 Q1	116,8	-0,3	0,7	-1,4	1,1	-0,3	0,2	0,6	0,1	-4,2	0,3	-0,5	1,2
Q2	118,4	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,5	0,3	0,7	0,2	2,4	0,4	0,1	0,9
Q3	117,8	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,5	0,2	-2,5	0,4	0,0	0,8
2015 Jún	118,5	0,2	0,8	-0,4	1,1	0,0	0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,9
Júl	117,7	0,2	1,0	-0,5	1,2	0,0	0,0	-0,6	0,1	-0,7	0,2	0,1	0,9
Aug.	117,7	0,1	0,9	-0,7	1,2	-0,1	0,1	1,2	0,0	-2,2	0,1	0,0	0,9
Sep.	118,0	-0,1	0,9	-1,1	1,2	-0,1	0,0	0,6	0,0	-1,7	0,0	-0,2	0,7
Okt.	118,2	0,1	1,1	-0,8	1,3	0,1	0,0	0,4	0,1	-0,5	0,1	0,0	0,7
Nov. ²⁾	118,0	0,1	0,9	.	1,1	0,0	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	.	.

	Tovary						Služby					
	Potraviny (vrát. alkoholických nápojov a tabaku)			Priemyselné tovary			Bývanie		Doprava	Pošta a telekomu- nikácie	Rekreácia a osobné služby	Rôzne
	Spolu	Spracované potraviny	Nespracované potraviny	Spolu	Priemyselné tovary bez energií	Energie						
	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 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	-1,3	0,2	-5,3	1,2	1,2	1,2	-0,9	1,4	1,2
Q3	1,2	0,6	2,1	-1,8	0,4	-7,2	1,2	1,1	1,4	-0,4	1,6	1,0
2015 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.	1,3	0,6	2,4	-1,8	0,4	-7,2	1,2	1,1	1,2	-0,4	1,7	1,0
Sep.	1,4	0,6	2,7	-2,4	0,3	-8,9	1,3	1,1	1,4	-0,1	1,6	1,1
Okt.	1,6	0,6	3,2	-2,1	0,6	-8,5	1,2	1,1	1,4	-0,1	1,8	1,2
Nov. ²⁾	1,5	0,7	2,6	.	0,5	-7,3	.	.	.	.	.	.

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 prvých 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 ¹⁾	Experimentálny indikátor cien komerčných nehnuteľností ¹⁾
	Spolu (index: 2010 = 100)	Spolu	Priemysel okrem stavebníctva a energetiky						Energie				
			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	-1,1
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	1,1
2014 Q4	106,0	-1,9	-1,6	-0,3	-0,7	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-5,8	0,2	0,7	2,4
2015 Q1	104,5	-2,9	-2,6	-0,6	-1,5	0,7	-0,7	-1,3	0,2	-8,5	0,3	1,0	2,5
Q2	104,9	-2,1	-1,6	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,5	0,4	1,0	3,2
Q3	104,0	-2,6	-2,6	-0,5	-1,1	0,6	-0,6	-1,0	0,2	-8,2	.	.	.
2015 Máj	104,9	-2,0	-1,5	-0,3	-0,6	0,7	-0,8	-1,3	0,0	-6,2	-	-	-
Jún	104,9	-2,1	-1,7	-0,3	-0,6	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,8	-	-	-
Júl	104,7	-2,1	-2,0	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,3	0,1	-6,5	-	-	-
Aug.	103,9	-2,6	-2,7	-0,5	-1,1	0,6	-0,7	-1,2	0,2	-8,2	-	-	-
Sep.	103,5	-3,2	-3,0	-0,6	-1,5	0,6	-0,4	-0,6	0,2	-10,0	-	-	-
Okt.	103,2	-3,1	-2,8	-0,7	-1,9	0,6	-0,1	-0,2	0,2	-9,7	-	-	-

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>).

4.3 Ceny komodít a deflátohy hrubého domáceho produktu

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	Deflátohy HDP								Cenyropy (EUR za barel)	Ceny neenergetických komodít (EUR)					
	Spolu (s. o.; index: 2010 = 100)	Spolu	Domáci dopyt				Vývoz ¹⁾	Dovoz ¹⁾		Vážené podľa dovozu ²⁾			Vážené podľa použitia ²⁾		
			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	1,0	1,1	1,2	0,5	-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	0,5	0,8	0,5	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,6	-12,1	-4,6	0,7	-8,7
2014 Q4	105,0	0,9	0,3	0,3	0,8	0,6	-0,4	-1,9	61,5	-5,5	6,2	-10,8	1,3	9,3	-4,7
2015 Q1	105,4	1,0	0,0	-0,2	0,7	0,6	-0,2	-2,6	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7
Q2	105,7	1,2	0,4	0,3	0,7	0,9	0,9	-1,1	57,4	-0,5	2,1	-2,0	4,0	5,6	2,6
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	46,1	-6,5	6,5	-13,1	-3,3	5,8	-10,6
2015 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	-8,1	4,4	-14,4	-4,4	5,2	-12,1
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,3	-7,9	3,9	-13,8	-6,0	2,4	-12,6
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,9	-8,3	3,8	-14,6	-6,9	0,8	-13,3
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,8	-8,0	5,8	-15,5	-8,8	-2,2	-14,5

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

1) Deflátohy 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	34,1	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	29,9	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,8	-1,4	1,2	-17,6	14,4	49,6	53,5	49,7	48,2
2014 Q4	-2,1	-4,4	2,8	-15,7	7,9	48,7	52,6	49,0	47,1
2015 Q1	-5,5	-0,7	1,4	-17,0	-2,4	45,8	52,5	48,8	47,6
Q2	-1,1	3,3	3,0	-15,4	-0,8	54,7	54,4	50,4	49,0
Q3	-1,8	1,1	2,4	-13,0	-0,1	49,5	53,6	49,9	49,9
2015 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.	-2,0	3,0	2,2	-13,0	0,3	49,6	53,1	50,5	49,9
Sep.	-3,3	-0,6	2,9	-12,1	-1,6	44,6	53,5	48,7	50,4
Okt.	-2,3	2,1	4,8	-10,3	-2,3	44,3	54,0	48,6	49,9
Nov.	-0,7	2,3	4,1	-9,3	-0,4	45,6	53,3	49,3	49,7

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 ¹⁾
			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	2,1	2,1	2,1	2,4	1,3	2,2
2013	101,3	1,3	1,4	1,2	1,2	1,7	1,8
2014	102,6	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4	1,7
2014 Q4	108,0	1,3	1,1	1,5	1,1	1,5	1,7
2015 Q1	97,5	1,9	2,0	1,4	1,9	1,9	1,4
Q2	108,0	1,6	1,9	0,4	1,6	1,4	1,5
Q3	.	.	.	.	.	.	1,6

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; štvrťročné sezónne očistené údaje; ročné neočistené údaje)

	Spolu (index: 2010 = 100)	Spolu	Podľa odvetví ekonomickej činnosti									
			Poľnohos- podárstvo, lesníctvo a rybolov	Priemyselná výroba, energetika a sieťové odvetvia	Stavebníctvo	Obchod, doprava, ubytovanie a stravovacie služby	Informácie a komuni- kácia	Finančníctvo a poisťov- níctvo	Nehnuteľ- nosti	Odborné, obchodné a podporné služby	Verejná správa, vzdelávanie, zdravotníctvo a sociálna práca	Umenie, zábava a ostatné služby
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Jednotkové náklady práce												
2012	102,5	1,9	3,2	2,1	4,1	1,3	0,3	0,9	1,4	3,6	0,7	2,9
2013	103,7	1,2	-0,9	1,7	0,3	1,2	-0,5	2,1	-2,2	1,2	1,6	1,6
2014	105,0	1,2	-3,7	1,6	0,7	0,8	1,2	1,2	0,8	2,5	1,3	1,2
2014 Q3	105,2	1,3	-5,0	1,6	1,4	1,2	1,0	1,4	1,2	2,8	1,3	1,2
Q4	105,3	1,3	-0,8	2,3	1,1	0,6	1,4	1,2	1,2	2,3	1,4	1,4
2015 Q1	105,5	0,9	0,3	1,2	1,6	0,5	-0,3	0,1	3,1	2,1	1,3	0,5
Q2	105,6	0,8	1,2	0,8	1,5	0,0	1,0	-0,1	2,3	1,5	1,2	0,9
Kompenzácie na zamestnanca												
2012	103,6	1,5	0,1	1,9	2,4	1,7	1,6	1,0	1,1	2,1	0,8	1,8
2013	105,3	1,6	3,9	2,7	1,5	0,9	0,7	1,9	-0,1	1,0	1,8	1,1
2014	106,8	1,4	-1,2	2,2	1,6	1,3	2,3	2,0	1,4	1,9	1,2	1,0
2014 Q3	107,1	1,3	-1,0	1,9	0,6	1,2	2,0	1,9	1,8	2,1	1,1	0,8
Q4	107,5	1,3	-1,3	2,1	1,2	1,1	2,6	2,4	1,2	1,7	1,3	0,1
2015 Q1	108,1	1,4	0,9	1,8	0,6	1,1	2,1	1,4	2,9	2,0	1,4	0,6
Q2	108,2	1,4	1,3	1,9	0,7	1,4	2,8	1,2	1,3	1,7	1,4	0,7
Produktivita práce na jednu zamestnanú osobu												
2012	101,1	-0,4	-3,0	-0,2	-1,7	0,4	1,3	0,1	-0,3	-1,5	0,1	-1,1
2013	101,5	0,4	4,8	1,0	1,2	-0,4	1,2	-0,1	2,1	-0,2	0,3	-0,5
2014	101,8	0,3	2,6	0,6	0,9	0,5	1,1	0,7	0,5	-0,5	-0,1	-0,2
2014 Q3	101,8	0,0	4,2	0,4	-0,8	0,0	1,0	0,5	0,7	-0,7	-0,2	-0,4
Q4	102,1	0,1	-0,6	-0,2	0,1	0,5	1,3	1,2	0,0	-0,6	-0,1	-1,3
2015 Q1	102,4	0,4	0,6	0,6	-0,9	0,6	2,3	1,3	-0,2	-0,2	0,1	0,1
Q2	102,5	0,7	0,1	1,2	-0,8	1,4	1,8	1,3	-1,0	0,2	0,3	-0,1
Kompenzácie na odpracovanú hodinu												
2012	104,8	2,9	2,1	3,6	5,3	3,5	2,0	1,5	1,7	3,2	1,3	2,7
2013	107,2	2,2	3,9	2,9	2,9	1,6	1,1	2,5	1,1	2,0	2,2	2,1
2014	108,6	1,4	-0,5	1,8	1,4	1,3	2,0	2,2	1,6	1,8	1,0	1,4
2014 Q3	108,8	1,4	-0,4	1,8	0,7	1,3	1,7	1,9	1,7	1,7	1,2	1,5
Q4	109,0	1,2	-1,2	1,5	0,9	1,0	1,7	2,8	1,3	1,5	1,1	0,7
2015 Q1	109,8	1,4	0,5	1,7	0,5	1,4	1,1	1,9	2,9	2,1	1,6	0,2
Q2	109,9	1,3	0,6	1,6	-0,1	1,5	1,8	1,4	0,3	1,3	1,4	0,9
Hodinová produktivita práce												
2012	102,4	1,0	-2,0	1,4	1,1	1,9	1,8	0,8	0,8	-0,3	0,6	-0,1
2013	103,4	1,0	5,1	1,2	2,5	0,2	1,7	0,3	3,1	0,6	0,7	0,6
2014	103,7	0,3	3,0	0,1	0,7	0,6	1,0	1,1	1,2	-0,4	-0,3	0,3
2014 Q3	103,7	0,2	4,6	0,3	-0,2	0,2	1,1	0,7	1,7	-0,6	-0,1	0,3
Q4	103,7	-0,1	-1,4	-0,9	-0,4	0,6	0,6	1,7	0,2	-0,8	-0,3	-0,7
2015 Q1	104,2	0,5	-0,7	0,4	-0,7	1,1	2,1	1,7	-0,7	0,2	0,3	-0,1
Q2	104,3	0,6	-0,7	0,7	-1,4	1,7	1,2	1,4	-1,6	-0,1	0,2	0,0

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

5 Peňažné a úverové agregáty

5.1 Menové agregáty¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1			M2-M1			Repo obchody	Akcie a podiely fondov peňažného trhu	Dlhové cenné papiere so splatnosťou do 2 rokov			
	Obeživo	Vklady splatné na požiadanie		Vklady s dohodnutou splatnosťou do 2 rokov	Vklady s výpovednou lehotou do 3 mesiacov							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Stav												
2012	864,1	4 233,3	5 097,4	1 798,6	2 099,6	3 898,2	8 995,6	126,0	483,3	181,0	790,4	9 786,0
2013	909,7	4 476,3	5 386,1	1 683,3	2 142,8	3 826,1	9 212,1	121,4	418,1	86,5	626,0	9 838,1
2014	968,5	4 952,5	5 921,1	1 598,4	2 149,2	3 747,6	9 668,7	123,9	427,7	104,4	656,0	10 324,7
2014 Q4	968,5	4 952,5	5 921,1	1 598,4	2 149,2	3 747,6	9 668,7	123,9	427,7	104,4	656,0	10 324,7
2015 Q1	993,5	5 155,4	6 148,9	1 529,2	2 150,0	3 679,1	9 828,0	125,8	437,5	96,4	659,7	10 487,6
Q2	1 014,0	5 298,8	6 312,8	1 480,0	2 160,7	3 640,7	9 953,5	90,3	441,1	98,6	629,9	10 583,4
Q3	1 028,2	5 425,3	6 453,5	1 449,1	2 164,6	3 613,7	10 067,2	98,4	457,6	73,2	629,1	10 696,3
2015 Máj	1 006,4	5 258,0	6 264,3	1 489,7	2 156,9	3 646,6	9 911,0	110,1	444,0	94,9	649,1	10 560,0
Jún	1 014,0	5 298,8	6 312,8	1 480,0	2 160,7	3 640,7	9 953,5	90,3	441,1	98,6	629,9	10 583,4
Júl	1 020,2	5 364,7	6 384,9	1 471,3	2 161,8	3 633,2	10 018,1	105,0	456,2	86,5	647,6	10 665,7
Aug.	1 025,0	5 383,8	6 408,8	1 460,3	2 164,0	3 624,3	10 033,1	102,4	446,2	80,4	629,0	10 662,1
Sep.	1 028,2	5 425,3	6 453,5	1 449,1	2 164,6	3 613,7	10 067,2	98,4	457,6	73,2	629,1	10 696,3
Okt. ^(p)	1 029,9	5 487,6	6 517,5	1 438,1	2 164,4	3 602,5	10 120,0	106,8	473,9	78,2	658,8	10 778,8
Transakcie												
2012	20,4	294,0	314,4	-38,5	115,5	77,0	391,4	-16,9	-20,2	-18,3	-55,4	335,9
2013	45,6	250,3	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014	58,2	379,6	437,8	-91,0	3,6	-87,3	350,5	1,0	10,8	12,5	24,3	374,8
2014 Q4	20,0	147,3	167,3	-47,4	-5,5	-52,9	114,5	-3,1	10,1	19,1	26,1	140,6
2015 Q1	23,8	166,9	190,7	-56,7	1,6	-55,2	135,5	0,6	5,6	-9,3	-3,0	132,5
Q2	20,5	151,6	172,0	-47,8	11,0	-36,7	135,3	-35,2	3,6	3,9	-27,7	107,6
Q3	14,3	129,0	143,3	-35,4	3,1	-32,3	111,0	8,2	18,7	-18,6	8,3	119,3
2015 Máj	4,4	62,4	66,8	-27,8	4,3	-23,5	43,3	-18,4	-6,0	-12,6	-37,0	6,3
Jún	7,6	45,5	53,1	-8,8	3,8	-5,0	48,1	-19,7	-3,0	4,8	-17,9	30,2
Júl	6,3	61,9	68,2	-13,8	1,2	-12,6	55,6	14,5	15,1	-12,0	17,7	73,3
Aug.	4,7	24,5	29,2	-9,4	2,3	-7,1	22,1	-2,3	2,2	-2,6	-2,6	19,5
Sep.	3,2	42,6	45,9	-12,2	-0,4	-12,6	33,3	-4,1	1,3	-4,0	-6,7	26,5
Okt. ^(p)	1,7	58,1	59,8	-12,4	-0,2	-12,6	47,2	8,2	16,4	5,8	30,4	77,6
Miera rastu												
2012	2,4	7,4	6,5	-2,1	5,9	2,0	4,5	-11,4	-3,9	-9,7	-6,5	3,5
2013	5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,4	8,5	8,1	-5,4	0,2	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,3	3,9	3,8
2014 Q4	6,4	8,5	8,1	-5,4	0,2	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,3	3,9	3,8
2015 Q1	7,3	10,6	10,1	-7,6	0,1	-3,3	4,6	5,1	5,3	11,3	5,6	4,7
Q2	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	23,3	0,5	4,9
Q3	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,6	0,7	4,9
2015 Máj	8,3	12,0	11,4	-10,2	0,4	-4,2	5,0	-9,5	7,7	14,6	4,7	5,0
Jún	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	23,3	0,5	4,9
Júl	8,9	12,9	12,2	-11,4	0,5	-4,7	5,4	-19,2	8,0	17,2	2,7	5,2
Aug.	8,6	12,1	11,5	-11,3	0,6	-4,6	5,1	-21,1	9,5	7,8	2,4	4,9
Sep.	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,6	0,7	4,9
Okt. ^(p)	8,1	12,5	11,8	-10,9	0,6	-4,3	5,4	-18,8	10,2	8,4	3,4	5,3

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

5 Peňažné a úverové agregáty

5.2 Vklady zahrnuté v M3¹⁾

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

	Nefinančné korporácie ²⁾					Domácnosti ³⁾					Finančné korporácie iné ako PFI a PKPF ²⁾	Poistovacie korporácie a penzijné fondy (PKPF)	Ostatná verejná správa ⁴⁾
	Spolu	Vklady splatné na požiadanie	Vklady s dohodnutou splatnosťou do 2 rokov	Vklady s výpovednou lehotou do 3 mesiacov	Repo obchody	Spolu	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	1 618,4	1 101,2	404,8	101,9	10,5	5 309,1	2 358,9	976,4	1 962,8	10,9	812,7	210,3	307,0
2013	1 710,5	1 186,7	397,8	109,8	16,2	5 413,6	2 539,7	874,7	1 994,5	4,7	804,8	194,9	300,1
2014	1 814,9	1 318,6	365,7	111,4	19,2	5 557,2	2 751,2	809,5	1 993,5	3,0	896,1	222,7	333,1
2014 Q4	1 814,9	1 318,6	365,7	111,4	19,2	5 557,2	2 751,2	809,5	1 993,5	3,0	896,1	222,7	333,1
2015 Q1	1 848,1	1 381,7	340,2	111,4	14,9	5 598,2	2 839,3	762,8	1 992,3	3,8	948,2	225,7	340,2
Q2	1 858,0	1 410,7	322,7	112,4	12,2	5 647,1	2 910,6	735,0	1 998,7	2,8	955,7	228,1	340,9
Q3	1 900,8	1 451,1	324,2	115,3	10,1	5 695,2	2 987,2	707,3	1 997,6	3,0	967,3	218,0	356,2
2015 Máj	1 855,1	1 404,5	326,4	112,1	12,2	5 624,4	2 878,5	745,8	1 996,3	3,9	960,0	229,1	346,1
Jún	1 858,0	1 410,7	322,7	112,4	12,2	5 647,1	2 910,6	735,0	1 998,7	2,8	955,7	228,1	340,9
Júl	1 889,2	1 438,2	325,1	113,4	12,6	5 664,6	2 942,4	722,4	1 996,7	3,2	968,9	232,1	348,0
Aug.	1 889,1	1 441,8	325,2	114,0	8,2	5 674,5	2 959,9	714,7	1 996,8	3,1	968,1	224,7	354,2
Sep.	1 900,8	1 451,1	324,2	115,3	10,1	5 695,2	2 987,2	707,3	1 997,6	3,0	967,3	218,0	356,2
Okt. ^(p)	1 937,8	1 493,9	316,9	116,9	10,1	5 706,1	3 002,8	705,5	1 994,3	3,5	964,8	222,2	365,9
Transakcie													
2012	71,7	99,5	-33,9	10,2	-4,1	222,7	99,7	35,3	100,4	-12,7	18,7	15,2	25,7
2013	98,2	90,1	-6,9	9,1	5,9	107,9	182,4	-100,1	31,9	-6,2	-15,1	-13,3	-7,8
2014	69,3	91,2	-25,6	1,2	2,4	141,1	209,7	-65,8	-1,1	-1,7	53,7	7,5	21,7
2014 Q4	6,8	19,6	-15,3	-1,8	4,4	30,0	68,5	-33,5	-3,1	-1,9	62,1	-5,3	-2,2
2015 Q1	29,3	48,9	-14,9	-0,1	-4,6	38,8	79,2	-41,1	-0,1	0,8	35,3	1,5	7,5
Q2	13,5	31,8	-16,6	1,0	-2,6	50,8	73,2	-28,0	6,6	-1,0	11,7	2,8	0,9
Q3	42,2	40,8	0,3	3,1	-2,1	48,4	77,8	-27,7	-1,9	0,2	11,1	-10,2	13,4
2015 Máj	6,9	14,4	-7,6	-0,6	0,8	11,5	18,9	-10,8	3,1	0,4	-0,3	0,5	1,9
Jún	4,8	7,7	-3,2	0,3	0,1	23,6	33,1	-10,8	2,4	-1,1	-1,7	-0,8	-5,1
Júl	27,3	25,8	0,1	1,1	0,4	16,6	31,2	-13,0	-1,9	0,4	11,0	3,6	5,2
Aug.	2,7	5,6	0,7	0,7	-4,4	11,1	18,4	-7,4	0,2	-0,1	2,3	-7,2	6,2
Sep.	12,2	9,4	-0,5	1,3	2,0	20,7	28,2	-7,3	-0,2	-0,1	-2,2	-6,6	1,9
Okt. ^(p)	34,9	41,2	-7,8	1,6	0,0	10,1	15,0	-2,1	-3,4	0,5	-4,9	4,3	9,4
Miera rastu													
2012	4,7	9,8	-7,7	13,6	-26,5	4,4	4,4	3,7	5,4	-53,8	2,3	7,9	9,3
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5
2014	4,0	7,6	-6,4	1,1	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2014 Q4	4,0	7,6	-6,4	1,1	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2015 Q1	4,7	9,9	-9,8	0,5	-5,4	2,8	9,7	-11,2	0,0	-31,2	14,7	-0,5	5,2
Q2	4,3	10,6	-13,9	0,9	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,7	-1,1	5,3
Q3	5,1	10,8	-12,3	1,9	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,1	-37,7	14,3	-4,9	5,8
2015 Máj	4,4	10,8	-13,7	0,7	-23,6	2,9	10,2	-12,7	0,2	-25,1	13,8	1,5	8,4
Jún	4,3	10,6	-13,9	0,9	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,7	-1,1	5,3
Júl	5,5	12,1	-14,0	1,0	-10,7	3,1	11,2	-15,0	0,1	-35,4	14,4	-1,9	5,6
Aug.	4,8	11,2	-13,3	1,2	-48,2	2,9	10,9	-15,3	0,1	-36,9	14,5	-5,6	6,1
Sep.	5,1	10,8	-12,3	1,9	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,1	-37,7	14,3	-4,9	5,8
Okt. ^(p)	7,1	12,9	-11,4	2,4	-26,4	3,1	11,0	-14,8	0,0	-26,0	10,9	-3,8	9,7

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

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

3) Vrátane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

4) Sektor verejnej správy bez ústrednej štátnej správy.

5 Peňažné a úverové agregáty

5.3 Pohľadávky voči rezidentom eurozóny¹⁾

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

	Pohľadávky voči verejnej správe			Pohľadávky voči ostatným rezidentom eurozóny								Dlhové cenné papiere	Majetkové účasti a akcie/ podielové listy investičných fondov nepeňažného trhu
	Spolu	Úvery	Dlhové cenné papiere	Spolu	Úvery								
					Spolu	nefinančným korporáciám ³⁾	domácnostiam ⁴⁾	finančným korporáciám iným ako PFI a PKPF ³⁾	poisťovacím korporáciám a penzijným fondom (PKPF)				
										očistené od predajov a sekuritizácie ²⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Stav													
2012	3 408,9	1 169,7	2 239,3	13 070,2	10 858,3	11 263,1	4 543,9	5 244,0	981,1	89,3	1 437,9	774,1	
2013	3 405,0	1 096,7	2 308,2	12 708,9	10 544,2	10 929,3	4 353,4	5 222,8	869,2	98,7	1 364,8	799,9	
2014	3 606,3	1 132,1	2 474,1	12 563,2	10 511,0	10 918,5	4 278,8	5 200,4	903,0	128,9	1 277,6	774,7	
2014 Q4	3 606,3	1 132,1	2 474,1	12 563,2	10 511,0	10 918,5	4 278,8	5 200,4	903,0	128,9	1 277,6	774,7	
2015 Q1	3 671,9	1 148,5	2 523,5	12 673,8	10 611,7	11 009,0	4 308,0	5 234,0	935,1	134,7	1 274,0	788,1	
Q2	3 680,7	1 137,4	2 543,3	12 635,4	10 592,2	10 987,0	4 291,3	5 258,6	906,8	135,5	1 253,8	789,4	
Q3	3 816,1	1 127,1	2 689,1	12 651,4	10 563,9	10 962,2	4 275,0	5 276,8	890,9	121,2	1 310,2	777,3	
2015 Máj	3 694,6	1 143,3	2 551,3	12 661,3	10 605,7	11 003,7	4 300,7	5 242,3	921,6	141,1	1 263,6	792,0	
Jún	3 680,7	1 137,4	2 543,3	12 635,4	10 592,2	10 987,0	4 291,3	5 258,6	906,8	135,5	1 253,8	789,4	
Júl	3 729,4	1 132,3	2 597,1	12 711,9	10 606,0	11 005,5	4 297,5	5 261,5	915,4	131,6	1 302,8	803,0	
Aug.	3 767,1	1 132,3	2 634,8	12 696,6	10 599,0	11 001,2	4 290,9	5 268,8	910,8	128,6	1 305,9	791,7	
Sep.	3 816,1	1 127,1	2 689,1	12 651,4	10 563,9	10 962,2	4 275,0	5 276,8	890,9	121,2	1 310,2	777,3	
Okt. ^(p)	3 835,1	1 119,0	2 716,2	12 692,8	10 605,9	11 001,6	4 290,6	5 301,1	890,2	124,0	1 295,3	791,6	
Transakcie													
2012	184,2	-4,0	188,2	-99,8	-69,8	-54,1	-108,0	25,5	14,5	-1,9	-68,7	38,7	
2013	-25,0	-73,5	48,6	-305,7	-247,8	-268,5	-132,8	-3,9	-120,9	9,7	-72,7	14,9	
2014	72,7	16,3	56,4	-105,1	-49,4	-31,3	-58,7	-15,2	12,8	11,7	-90,1	34,4	
2014 Q4	44,8	10,4	34,4	2,3	19,7	15,2	2,1	7,2	5,1	5,4	-33,9	16,4	
2015 Q1	39,8	16,2	23,6	33,4	44,9	31,1	7,6	19,2	12,8	5,3	-4,2	-7,3	
Q2	57,9	-10,7	68,6	0,3	8,0	2,0	-1,2	30,7	-22,6	1,0	-15,1	7,3	
Q3	112,1	-10,2	122,3	54,8	-8,7	-3,0	-5,7	23,8	-12,4	-14,4	65,1	-1,6	
2015 Máj	11,7	-7,0	18,6	4,8	0,1	1,6	-1,9	7,3	-10,1	4,8	-2,4	7,2	
Jún	11,5	-5,5	17,0	-3,2	0,6	-9,1	-1,0	18,1	-11,0	-5,6	-6,7	3,0	
Júl	30,2	-4,0	34,1	70,3	14,2	21,0	5,3	4,1	8,9	-4,0	47,7	8,4	
Aug.	47,0	-0,1	47,1	14,6	3,6	4,2	-1,1	9,1	-1,5	-3,0	11,8	-0,7	
Sep.	35,0	-6,1	41,1	-30,2	-26,5	-28,3	-9,9	10,6	-19,7	-7,4	5,6	-9,3	
Okt. ^(p)	9,7	-8,2	17,9	23,5	35,9	34,9	16,5	15,0	1,7	2,7	-19,9	7,6	
Miera rastu													
2012	5,8	-0,3	9,4	-0,7	-0,6	-0,5	-2,3	0,5	1,5	-2,1	-4,5	5,3	
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,1	1,9	
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,3	-0,3	1,3	11,9	-6,6	4,3	
2014 Q4	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,3	-0,3	1,3	11,9	-6,6	4,3	
2015 Q1	2,8	1,9	3,2	-0,2	0,1	0,2	-0,6	0,0	2,3	14,1	-4,9	2,9	
Q2	5,1	1,6	6,7	0,1	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,0	17,8	-5,4	2,9	
Q3	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,1	-1,4	0,9	1,8	
2015 Máj	3,9	0,9	5,3	0,2	0,6	0,3	-0,2	1,0	-1,1	26,7	-4,9	4,0	
Jún	5,1	1,6	6,7	0,1	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,0	17,8	-5,4	2,9	
Júl	5,5	0,8	7,7	0,7	0,9	0,6	0,2	1,3	0,8	10,1	-2,0	3,1	
Aug.	6,3	1,0	8,8	1,0	1,0	0,7	0,2	1,4	0,5	12,4	-0,4	3,1	
Sep.	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,1	-1,4	0,9	1,8	
Okt. ^(p)	6,9	0,2	9,9	0,9	1,0	0,8	0,5	1,7	-1,6	1,7	-0,1	2,3	

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) Vráťané neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

5 Peňažné a úverové agregáty

5.4 Úvery PFI nefinančným korporáciám a domácnostiam eurozóny¹⁾

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

	Nefinančné korporácie ²⁾					Domácnosti ³⁾				
	Spolu		do 1 roka	nad 1 rok a do 5 rokov	nad 5 rokov	Spolu		Spotrebiteľ- ské úvery	Úvery na bývanie	Ostatné úvery
	1	2 očistené od predaja úve- rov a sekuri- tizácie ⁴⁾				6	7 očistené od predaja úve- rov a sekuri- tizácie ⁴⁾			
			3	4	5			8	9	10
Stav										
2012	4 543,9	4 604,6	1 128,1	795,6	2 620,2	5 244,0	5 579,9	602,1	3 825,1	816,8
2013	4 353,4	4 407,5	1 066,0	740,7	2 546,7	5 222,8	5 546,6	573,7	3 852,7	796,4
2014	4 278,8	4 334,6	1 081,5	724,8	2 472,5	5 200,4	5 545,1	563,4	3 861,0	776,0
2014 Q4	4 278,8	4 334,6	1 081,5	724,8	2 472,5	5 200,4	5 545,1	563,4	3 861,0	776,0
2015 Q1	4 308,0	4 363,8	1 089,9	738,6	2 479,5	5 234,0	5 570,9	567,8	3 890,9	775,3
Q2	4 291,3	4 347,6	1 080,9	743,1	2 467,3	5 258,6	5 589,8	578,7	3 908,9	771,0
Q3	4 275,0	4 333,9	1 058,3	746,2	2 470,6	5 276,8	5 610,5	582,4	3 925,8	768,5
2015 Máj	4 300,7	4 357,0	1 086,2	742,6	2 471,8	5 242,3	5 578,8	568,5	3 900,5	773,4
Jún	4 291,3	4 347,6	1 080,9	743,1	2 467,3	5 258,6	5 589,8	578,7	3 908,9	771,0
Júl	4 297,5	4 355,6	1 082,2	744,2	2 471,2	5 261,5	5 597,3	579,6	3 911,9	770,1
Aug.	4 290,9	4 349,9	1 083,7	743,0	2 464,2	5 268,8	5 605,9	581,6	3 917,2	770,0
Sep.	4 275,0	4 333,9	1 058,3	746,2	2 470,6	5 276,8	5 610,5	582,4	3 925,8	768,5
Okt. ^(p)	4 290,6	4 351,0	1 062,3	756,3	2 472,1	5 301,1	5 628,8	594,7	3 939,1	767,3
Transakcie										
2012	-108,0	-74,2	6,1	-51,4	-62,7	25,5	8,0	-17,7	48,3	-5,1
2013	-132,8	-145,0	-44,4	-44,5	-43,9	-3,9	-14,8	-18,1	27,3	-13,1
2014	-58,7	-62,3	-13,7	1,4	-46,4	-15,2	6,2	-3,0	-3,4	-8,9
2014 Q4	2,1	-1,1	-4,9	7,4	-0,4	7,2	3,9	-1,7	10,7	-1,9
2015 Q1	7,6	4,8	-1,1	7,3	1,4	19,2	11,1	2,0	17,4	-0,2
Q2	-1,2	0,0	-3,7	7,0	-4,4	30,7	21,1	9,3	22,5	-1,1
Q3	-5,7	-0,5	-19,2	4,3	9,1	23,8	25,0	5,2	19,1	-0,5
2015 Máj	-1,9	-0,4	-4,0	3,9	-1,8	7,3	4,6	1,4	6,8	-1,0
Jún	-1,0	-2,4	-2,2	1,7	-0,5	18,1	8,3	8,2	10,3	-0,4
Júl	5,3	8,9	0,7	0,5	4,0	4,1	8,8	1,5	3,3	-0,6
Aug.	-1,1	0,0	3,9	-0,1	-4,9	9,1	8,0	2,4	6,4	0,3
Sep.	-9,9	-9,4	-23,8	3,9	10,0	10,6	8,2	1,3	9,5	-0,2
Okt. ^(p)	16,5	19,3	3,2	10,7	2,6	15,0	9,1	3,0	12,9	-0,9
Miera rastu										
2012	-2,3	-1,6	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,1	-2,8	1,3	-0,6
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,3	-1,4	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2014 Q4	-1,3	-1,4	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015 Q1	-0,6	-0,6	-0,7	2,1	-1,3	0,0	0,3	-0,1	0,1	-0,7
Q2	-0,2	-0,4	-1,2	2,3	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,8
Q3	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,5
2015 Máj	-0,2	-0,3	0,4	2,4	-1,2	1,0	0,5	0,5	1,4	-0,7
Jún	-0,2	-0,4	-1,2	2,3	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,8
Júl	0,2	0,1	-0,6	2,5	-0,2	1,3	0,8	2,0	1,6	-0,7
Aug.	0,2	0,2	0,0	2,5	-0,4	1,4	1,0	2,7	1,6	-0,5
Sep.	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,5
Okt. ^(p)	0,5	0,6	-2,3	5,1	0,4	1,7	1,2	2,8	2,0	-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 eurozóny¹⁾

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

	Pasíva PFI						Aktíva PFI			
	V držbe ústrednej štátnej správy ²⁾	Dlhodobejšie finančné záväzky voči rezidentom eurozóny					Čisté zahra- ničné aktíva	Ostatné		
		Spolu	Vklady s dohodnutou splatnosťou nad 2 roky	Vklady s výpovednou lehotou nad 3 mesiace	Dlhové cen- né papiere so splatnosťou nad 2 roky	Kapitál a rezervy		Repo obchody s centrálnymi protistranami ³⁾	Reverzné repo obchody s centrálnymi protistranami ³⁾	Spolu
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Stav										
2012	305,7	7 577,2	2 394,1	105,9	2 681,7	2 395,5	1 019,5	170,3	260,8	201,2
2013	261,7	7 310,9	2 371,1	91,5	2 507,2	2 341,0	1 146,5	150,3	183,8	122,1
2014	264,6	7 184,0	2 250,6	92,0	2 384,4	2 457,0	1 385,8	217,9	184,5	139,8
2014 Q4	264,6	7 184,0	2 250,6	92,0	2 384,4	2 457,0	1 385,8	217,9	184,5	139,8
2015 Q1	283,2	7 312,3	2 258,6	90,4	2 396,4	2 566,8	1 505,4	232,1	234,8	159,1
Q2	265,2	7 160,9	2 222,4	86,5	2 330,8	2 521,2	1 458,8	234,7	224,6	143,7
Q3	287,6	7 094,2	2 224,1	83,5	2 264,5	2 522,1	1 361,8	248,8	213,6	140,8
2015 Máj	272,4	7 224,2	2 235,3	87,6	2 347,3	2 554,0	1 464,7	236,0	222,9	140,7
Jún	265,2	7 160,9	2 222,4	86,5	2 330,8	2 521,2	1 458,8	234,7	224,6	143,7
Júl	253,6	7 152,1	2 229,5	85,6	2 316,5	2 520,4	1 395,1	235,1	202,4	137,4
Aug.	274,5	7 118,3	2 225,1	84,2	2 289,8	2 519,2	1 355,3	235,8	207,0	128,4
Sep.	287,6	7 094,2	2 224,1	83,5	2 264,5	2 522,1	1 361,8	248,8	213,6	140,8
Okt. ^(p)	345,3	7 108,6	2 207,8	82,1	2 256,2	2 562,4	1 395,4	309,4	196,4	144,8
Transakcie										
2012	-3,9	-112,9	-156,5	-10,2	-106,8	160,6	92,3	42,5	9,4	41,5
2013	-44,9	-90,0	-19,0	-14,3	-137,5	80,8	362,0	-62,8	32,2	43,9
2014	-5,7	-150,9	-121,0	1,8	-141,3	109,6	240,8	9,8	0,7	17,7
2014 Q4	10,3	-77,5	-27,1	1,0	-60,5	9,1	26,4	-0,2	20,9	18,1
2015 Q1	15,5	-41,6	-29,4	-2,6	-55,0	45,3	0,4	32,8	50,2	19,3
Q2	-18,0	-86,9	-35,6	-3,9	-50,7	3,3	-0,3	-55,2	-10,2	-15,4
Q3	22,0	-36,6	7,1	-3,1	-58,6	17,9	-63,8	1,6	-11,0	-2,9
2015 Máj	5,4	-19,0	-6,2	-1,3	-21,2	9,7	-1,3	-22,4	13,6	8,6
Jún	-7,2	-33,1	-13,4	-1,0	-10,3	-8,3	21,9	-40,2	1,6	3,1
Júl	-11,7	-4,0	10,8	-0,9	-20,3	6,5	-51,8	9,0	-22,2	-6,4
Aug.	20,8	-14,3	-2,7	-1,4	-13,3	3,1	-19,4	-16,2	4,6	-9,0
Sep.	12,8	-18,4	-1,0	-0,7	-25,0	8,3	7,3	8,9	6,6	12,4
Okt. ^(p)	57,6	-33,3	-23,3	-1,3	-18,4	9,8	10,1	58,6	-17,2	4,0
Miera rastu										
2012	-1,2	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,1	-	-	2,5	26,1
2013	-14,7	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,4	-	-	10,3	23,5
2014	-2,2	-2,0	-5,1	2,0	-5,6	4,6	-	-	0,4	14,5
2014 Q4	-2,2	-2,0	-5,1	2,0	-5,6	4,6	-	-	0,4	14,5
2015 Q1	5,5	-2,6	-5,9	-0,3	-6,5	4,6	-	-	32,5	36,3
Q2	-6,0	-2,9	-5,3	-3,6	-7,9	4,3	-	-	31,0	20,7
Q3	11,8	-3,3	-3,7	-9,3	-9,1	3,0	-	-	30,5	15,7
2015 Máj	-2,7	-2,9	-5,3	-3,8	-8,2	4,7	-	-	51,4	51,4
Jún	-6,0	-2,9	-5,3	-3,6	-7,9	4,3	-	-	31,0	20,7
Júl	-12,4	-2,9	-4,4	-5,1	-8,3	3,9	-	-	19,2	13,6
Aug.	-1,4	-3,1	-4,3	-8,0	-8,5	3,6	-	-	20,3	9,8
Sep.	11,8	-3,3	-3,7	-9,3	-9,1	3,0	-	-	30,5	15,7
Okt. ^(p)	29,5	-3,4	-4,2	-10,1	-8,8	3,1	-	-	7,2	19,5

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	-4,2	-3,3	-0,7	-0,2	0,0	-1,2
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	0,0	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2014 Q3	-2,6	.	.	.	.	0,1
Q4	-2,6	.	.	.	.	0,1
2015 Q1	-2,5	.	.	.	.	0,1
Q2	-2,4	.	.	.	.	0,1

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	44,9	44,5	11,6	12,6	15,1	0,4	49,1	44,8	10,4	5,3	3,0	22,2	4,3
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,3	0,4	49,7	45,2	10,4	5,4	3,0	22,6	4,5
2013	46,6	46,1	12,5	12,9	15,5	0,5	49,6	45,5	10,4	5,4	2,8	22,9	4,1
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,4	45,4	10,3	5,3	2,7	23,1	3,9
2014 Q3	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	3,9
Q4	46,7	46,2	12,4	13,1	15,5	0,5	49,3	45,3	10,3	5,3	2,6	23,1	3,9
2015 Q1	46,6	46,1	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,2	10,3	5,3	2,5	23,1	3,9
Q2	46,5	46,1	12,5	13,1	15,4	0,5	48,9	45,1	10,2	5,3	2,5	23,1	3,8

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	PFI	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	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	86,0	2,9	15,5	67,5	42,9	24,4	43,1	12,2	73,8	20,4	30,0	35,6	84,2	1,8
2012	89,3	3,0	17,4	68,9	45,5	26,2	43,8	11,4	78,0	19,7	31,7	37,9	87,2	2,2
2013	91,1	2,7	17,2	71,2	46,0	26,2	45,1	10,4	80,7	19,4	32,2	39,4	89,1	2,0
2014	92,1	2,7	17,0	72,4	45,3	26,0	46,8	10,1	82,0	19,0	32,1	41,0	90,1	2,0
2014 Q3	92,1	2,6	16,8	72,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	91,9	2,7	17,0	72,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 Q1	92,7	2,7	16,8	73,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	92,2	2,7	16,2	73,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 faktory¹⁾

(v % HDP; toky počas obdobia 1 roka)

	Zmena pomeru dlhu k HDP ²⁾	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	0,2	-0,4	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	0,2	0,8	3,9
2012	3,4	0,6	0,0	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0
2013	1,7	0,2	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,1	0,3	-0,1	0,4	1,9	2,7
2014	1,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,1	1,1	2,6
2014 Q3	1,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,3	0,3	1,2	2,8
Q4	1,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,2	1,1	2,7
2015 Q1	0,9	-0,1	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,9	2,6
Q2	-0,5	-0,1	-0,9	-0,9	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,1	0,5	1,5

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 papiere¹⁾

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

	Dlhová služba splatná v rámci 1 roka ²⁾					Priemerná zostatková splatnosť v rokoch ³⁾	Priemerný nominálny výnos ⁴⁾							
	Spolu	Istina		Úrok			Stav					Transakcie		
		splatnosť do 3 mesiacov	splatnosť do 3 mesiacov	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2012	16,2	14,1	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 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	15,4	13,4	4,6	2,0	0,5	6,5	3,1	1,3	0,3	3,5	2,9	0,6	1,7	
Q2	15,4	13,4	4,9	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5	
2015 Máj	15,9	13,9	5,0	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,6	
Jún	15,4	13,4	4,9	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5	
Júl	15,3	13,3	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	0,1	3,4	2,9	0,4	1,6	
Aug.	15,3	13,3	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,4	2,9	0,4	1,5	
Sep.	15,5	13,5	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4	
Okt.	15,9	13,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,8	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4	

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	-1,0	1,2	-12,5	-10,2	-9,5	-5,1	-3,5	-5,7
2012	-4,1	-0,1	-0,3	-8,0	-8,8	-10,4	-4,8	-3,0	-5,8
2013	-2,9	-0,1	-0,1	-5,7	-12,4	-6,9	-4,1	-2,9	-4,9
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,9	-3,6	-5,9	-3,9	-3,0	-8,9
2014 Q3	-3,0	0,1	-0,1	-4,6	-2,3	-5,8	-4,0	-2,7	-10,2
Q4	-3,1	0,3	0,7	-3,9	-3,5	-5,9	-3,9	-3,0	-8,8
2015 Q1	-3,3	0,4	0,5	-3,6	-4,3	-5,9	-3,9	-3,0	-0,2
Q2	-3,1	0,6	0,6	-3,0	-4,5	-5,4	-4,1	-2,9	-0,4
Dlh verejnej správy									
2011	102,2	78,4	5,9	109,3	172,0	69,5	85,2	116,4	65,8
2012	104,1	79,7	9,5	120,2	159,4	85,4	89,6	123,2	79,3
2013	105,1	77,4	9,9	120,0	177,0	93,7	92,3	128,8	102,5
2014	106,7	74,9	10,4	107,5	178,6	99,3	95,6	132,3	108,2
2014 Q3	108,8	75,4	10,3	112,6	175,8	98,4	95,7	132,3	104,7
Q4	106,7	74,9	10,4	107,5	177,1	99,3	95,6	132,3	107,5
2015 Q1	110,9	74,3	10,0	104,7	168,6	99,8	97,5	135,3	106,8
Q2	109,3	72,5	9,9	102,0	167,8	99,5	97,7	136,0	109,7

	Lotyšsko 10	Litva 11	Luxembursko 12	Malta 13	Holandsko 14	Rakúsko 15	Portugalsko 16	Slovinsko 17	Slovensko 18	Fínsko 19
Deficit (-)/prebytok (+) verejnej správy										
2011	-3,4	-8,9	0,5	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,6	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,1	0,2	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,2	-2,1
2013	-0,9	-2,6	0,7	-2,6	-2,4	-1,3	-4,8	-15,0	-2,6	-2,5
2014	-1,5	-0,7	1,4	-2,1	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,8	-3,3
2014 Q3	-1,0	-0,7	1,3	-2,8	-2,8	-1,1	-7,4	-12,8	-2,9	-3,0
Q4	-1,6	-0,7	1,4	-2,1	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,8	-3,3
2015 Q1	-1,8	-0,8	1,0	-2,5	-2,0	-2,2	-7,1	-4,8	-2,8	-3,3
Q2	-1,9	0,3	0,8	-2,2	-1,9	-2,2	-6,4	-4,7	-2,9	-2,8
Dlh verejnej správy										
2011	42,8	37,2	19,2	69,8	61,7	82,2	111,4	46,4	43,3	48,5
2012	41,4	39,8	22,1	67,6	66,4	81,6	126,2	53,7	51,9	52,9
2013	39,1	38,8	23,4	69,6	67,9	80,8	129,0	70,8	54,6	55,6
2014	40,6	40,7	23,0	68,3	68,2	84,2	130,2	80,8	53,5	59,3
2014 Q3	41,2	38,0	23,0	72,1	68,3	80,7	132,3	77,9	55,6	57,9
Q4	40,8	40,7	23,0	68,3	68,2	84,2	130,2	80,8	53,7	59,3
2015 Q1	35,7	38,0	22,3	70,0	69,2	85,0	130,4	81,8	54,2	60,3
Q2	36,0	37,6	21,9	68,9	67,1	86,4	128,7	80,8	54,5	62,4

Zdroj: Eurostat.

© Európska centrálna banka

Poštová adresa 60640 Frankfurt am Main, Germany
Telefón +49 69 1344 0
Webová stránka www.ecb.europa.eu / 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 2. decembra 2015.

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