



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 2 / 2016



Obsah

Hospodársky a menový vývoj

Stručný prehľad	3
1 Vonkajšie prostredie	7
2 Finančný vývoj	13
3 Hospodárska aktivita	16
4 Ceny a náklady	21
5 Peňažná zásoba a úverové agregáty	25
6 Fiškálny vývoj	30

Boxy

1 Spomalenie rastu produktivity práce v Spojených štátoch – fakty a hospodárske dôsledky	34
2 Súčasný trendy v cenách ropy	38
3 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 28. októbra 2015 do 26. januára 2016	40
4 Faktory ovplyvňujúce pomerne vysokú aktivitu v sektore služieb eurozóny	45
5 Vplyv poklesu cien ropy na prebytok bežného účtu eurozóny	49
6 Ceny ropy a spotrebiteľské ceny energií v eurozóne	51
7 Vzťah medzi infláciou HICP a infláciou HICP bez energií a potravín	54
8 Postup pri makroekonomickej nerovnováhe v roku 2016 a plnenie odporúčaní pre jednotlivé krajiny na rok 2015	57

Články (sú súčasťou anglickej verzie)

1 Transmission of output shocks – the role of cross-border production chains	61
2 Public investment in Europe	75

Štatistika

S1

Hospodársky a menový vývoj

Stručný prehľad

Na svojom menovopolitickom zasadnutí 10. marca 2016 Rada guvernérov na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy dôkladne prehodnotila nastavenie menovej politiky, pričom zohľadnila aj nové makroekonomické projekcie odborníkov ECB do roka 2018. Následne v rámci plnenia svojho cieľa cenovej stability prijala niekoľko opatrení. Tento komplexný súbor opatrení využíva synergie medzi rôznymi nástrojmi a je nastavený tak, aby vyvolal ďalšie uvoľnenie podmienok financovania, stimuloval poskytovanie nových úverov a tým posilnil dynamiku hospodárskeho oživenia v eurozóne a urýchlil návrat inflácie na úroveň nižšiu, ale blízku 2 %.

Vyhodnotenie ekonomickej a menovej situácie v čase zasadnutia Rady guvernérov 10. marca 2016

Svetová hospodárska aktivita sa na prelome roka oslabila. Očakáva sa, že bude ďalej rásť miernym tempom. Výhľad vývoja hospodárskeho rastu vo vyspelých ekonomikách podporujú nízke úrokové sadzby, zlepšujúca sa situácia na trhu práce a rastúca dôvera. V prípade rozvíjajúcich sa trhových ekonomík zostáva strednodobý výhľad viac neistý. V Číne by malo aj naďalej dochádzať k spomaľovaniu hospodárskej aktivity, čo má nepriaznivé účinky aj na ostatné rozvíjajúce sa ekonomiky, najmä v Ázii. Vývozcovia komodít zasa musia pokračovať v adaptácii na nižšie ceny komodít. V tejto situácii sa efektívny výmenný kurz eura v priebehu posledných mesiacov výrazne zhodnotil.

Finančné trhy vykazujú v posledných mesiacoch zvýšenú mieru volatility.

Obavy súvisiace s rastom svetového hospodárstva prispievali od začiatku decembra 2015 do polovice februára k poklesu cien rizikovejších finančných aktív. V poslednom čase sa však tento klesajúci trend čiastočne obrátil, čo súviselo so zmiernením obáv investorov vzhľadom na rast cien ropy, lepšími než očakávanými ekonomickými údajmi za Spojené štáty a očakávaniami ďalších menovopolitických stimulov v eurozóne. Výnosy štátnych dlhopisov krajín s vyšším ratingom v posledných troch mesiacoch ďalej klesali.

Hospodárske oživenie v eurozóne pokračuje, hoci rast bol na začiatku roka v dôsledku slabšieho zahraničného vývoja pomalší, než sa očakávalo.

Medzištvrtročný rast reálneho HDP dosiahol v poslednom štvrtroku 2015 hodnotu 0,3 %. Podporoval ho domáci dopyt, zatiaľ čo záporný príspevok čistého vývozu ho tlmil. Najnovšie výsledky prieskumov poukazujú na nižšie než očakávané tempo rastu začiatkom tohto roka.

Pokiaľ ide o ďalší vývoj, hospodárske oživenie by malo pokračovať miernym tempom. Domáci dopyt by mali naďalej podporovať opatrenia menovej politiky ECB a ich priaznivý vplyv na podmienky financovania, ako aj ďalší nárast zamestnanosti vďaka predchádzajúcim štrukturálnym reformám. Nízka cena ropy by mala okrem toho v zvýšenej miere podporovať reálny disponibilný príjem domácností a súkromnú spotrebu, ako aj ziskovosť podnikov a investičnú aktivitu. Rozpočtová politika v krajinách eurozóny je navyše mierne expanzívna, čiastočne v dôsledku opatrení prijatých na podporu utečencov. Hospodárske oživenie v eurozóne však aj naďalej spomaľujú tlmené vyhliadky rastu v rozvíjajúcich sa ekonomikách, volatilné finančné trhy, nevyhnutné bilančné úpravy vo viacerých sektoroch a pomalé tempo implementácie štrukturálnych reforiem.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2016 sa ročný reálny HDP zvýši o 1,4 % v roku 2016, 1,7 % v roku 2017 a 1,8 % v roku 2018. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z decembra 2015 bol výhľad rastu reálneho HDP upravený mierne nadol, predovšetkým v dôsledku horších prognóz rastu svetového hospodárstva. Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu v eurozóne zostávajú podľa Rady guvernérov na strane pomalšieho tempa a súvisia predovšetkým so zvýšenou neistotou spojenou s vývojom svetovej ekonomiky, ako aj so širšími geopolitickými rizikami.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v eurozóne vo februári 2016 dosiahla -0,2 % (v porovnaní s 0,3 % v januári). Na jej poklese sa podieľali všetky hlavné zložky HICP. V neskoršej časti roka 2016 by mala miera inflácie zaznamenať oživenie a následne by sa mala s podporou menovopolitických opatrení ECB a očakávaného hospodárskeho oživenia ďalej zvyšovať.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2016 ročná miera inflácie HICP dosiahne 0,1 % v roku 2016, 1,3 % v roku 2017 a 1,6 % v roku 2018. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z decembra 2015 boli projekcie inflácie HICP upravené nadol, najmä v dôsledku poklesu cien ropy v posledných mesiacoch. Rada guvernérov bude pozorne sledovať cenotvorbu a vývoj miezd v eurozóne, pričom bude venovať osobitnú pozornosť tomu, aby sa momentálne nízka hladina inflácie nepremietla do sekundárnych účinkov na mzdový vývoj a cenotvorbu.

Opatrenia menovej politiky ECB sa aj naďalej premietajú do podmienok poskytovania úverov a prispievajú k dynamike rastu peňažnej zásoby a úverov. Rast peňažnej zásoby zostáva stabilný, zatiaľ čo rast úverov pokračuje v postupnom oživovaní pozorovanom už od začiatku roka 2014. Hlavnou hnacou silou rastu peňažnej zásoby sú aj naďalej domáce zdroje tvorby peňazí. K zlepšovaniu dynamiky menového a úverového vývoja prispievajú nízke úrokové sadzby, ako aj účinky cieľených dlhodobějších refinančných operácií a rozšíreného programu nákupu aktív ECB. Náklady bánk na financovanie sa stabilizovali na úrovni v blízkosti svojho historického minima. Napriek značným rozdielom medzi jednotlivými krajinami banky tieto priaznivé podmienky financovania prenášali na dlžníkov v podobe nižších úrokových sadzieb. Zlepšené úverové podmienky aj naďalej podporovali oživenie úverového rastu. Celkový ročný tok externého

financovania do nefinančných spoločností, ktorý sa v druhom a treťom štvrtroku 2015 stabilizoval, sa v poslednom štvrtroku podľa odhadov znova zvýšil. Celkovo opatrenia menovej politiky prijaté od júna 2014 podstatne zlepšili úverové podmienky pre podniky a domácnosti.

Rozhodnutia o menovej politike

Podľa Rady guvernérov porovnanie výsledkov ekonomickej analýzy so signálmi vyplývajúcimi z menovej analýzy potvrdilo potrebu ďalších menových stimulov na zabezpečenie návratu miery inflácie k úrovni nižšej, ale blízkej 2 %, bez neprimeraného odkladu. Od posledného zasadania Rady guvernérov v januári došlo k ďalšiemu zhoršeniu hospodárskych a finančných podmienok a jednoznačnému zvýšeniu rizík ohrozujúcich jej strednodobý cieľ

cenovej stability, na čo poukázali aj revízie hodnôt inflácie a hospodárskeho rastu v makroekonomických projekciách z marca 2016 smerom nadol. Rada guvernérov následne v rámci plnenia svojho cieľa cenovej stability prijala niekoľko opatrení.

- Po prvé, pokiaľ ide o kľúčové úrokové sadzby ECB, Rada guvernérov sa rozhodla znížiť úrokovú sadzbu hlavných refinančných operácií Eurosystemu o 5 bázických bodov na 0,00 % a úrokovú sadzbu jednodňových refinančných operácií o 5 bázických bodov na 0,25 %. Úroková sadzba jednodňových sterilizačných operácií bola znížená o 10 bázických bodov na -0,40 %.
- Po druhé, Rada guvernérov sa rozhodla zvýšiť objem nákupov v rámci programu nákupu aktív zo 60 mld. € na 80 mld. € mesačne. Nákupy majú prebiehať do konca marca 2017, v prípade potreby aj dlhšie, avšak minimálne dovtedy, kým sa podľa Rady guvernérov neprejaví trvalá zmena vývoja inflácie zodpovedajúca jej cieľu dosiahnuť mieru inflácie na úrovni nižšej, ale blízkej 2 % v strednodobom horizonte. V snahe zabezpečiť naďalej plynulý priebeh nákupu aktív sa zároveň Rada guvernérov rozhodla zvýšiť limity podielu jednotlivých emitentov a emisií pri nákupe cenných papierov vydaných akceptovateľnými medzinárodnými organizáciami a multilaterálnymi rozvojovými bankami z 33 % na 50 %.
- Po tretie, Rada guvernérov sa rozhodla rozšíriť zoznam aktív akceptovateľných v rámci pravidelných nákupov v novom programe nákupu aktív podnikového sektora o eurové dlhopisy investičného stupňa vydané nebankovými spoločnosťami usadenými v eurozóne. Tým sa ešte viac posilní vplyv nákupu aktív vykonávaného Eurosystemom na finančné podmienky v reálnej ekonomike. Nákupy v rámci nového programu sa začnú koncom druhého štvrtroka tohto roka.
- Po štvrté, Rada guvernérov sa rozhodla spustiť v júni 2016 novú sériu štyroch cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO II), pričom každá bude mať dobu splatnosti štyri roky. Tieto nové operácie posilnia akomodačné nastavenie menovej politiky ECB a transmisiu menovej politiky zvýšením motivácie poskytovania bankových úverov reálnej ekonomike. Zmluvné strany

budú oprávnené získať úvery až do výšky 30 % objemu akceptovateľných úverov k 31. januáru 2016. Úroková sadzba TLTRO II bude pevne stanovená po dobu trvania každej operácie na úrovni aktuálnej sadzby hlavných refinančných operácií Eurosystemu v čase uzavretia obchodu. Pre banky, ktorých čistý objem poskytnutých úverov prekročí určitú stanovenú hodnotu, bude sadzba TLTRO II nižšia, pričom jej spodná hranica môže byť už na úrovni úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií v čase uzavretia obchodu. V rámci TLTRO II nebude platiť žiadna povinnosť predčasných splátok a bude možný prechod z TLTRO I.

Čo sa týka budúceho vývoja, vzhľadom na aktuálny výhľad cenovej stability Rada guvernérov očakáva, že kľúčové úrokové sadzby ECB zostanú na súčasnej alebo nižšej úrovni počas dlhšieho obdobia a rozhodne ešte podstatnú dobu po skončení čistého nákupu aktív.

Komplexný súbor menovopolitických rozhodnutí prijatých v marci 2016 popri opatreniach prijatých od júna 2014 predstavuje výrazný menový stimul, ktorý má byť protiváhou zvýšeným rizikám ohrozujúcim cieľ cenovej stability ECB. Hoci bude miera inflácie v najbližších mesiacoch v dôsledku vývoja cien ropy nevyhnutne veľmi nízka alebo dokonca záporná, je zároveň nevyhnutné predísť sekundárnym účinkom zabezpečením návratu inflácie na úroveň nižšiu, ale blízku 2 %, bez neprimeraného odkladu. Rada guvernérov bude v nadchádzajúcom období aj naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj výhľadu cenovej stability.

Globálna hospodárska aktivita sa na prelome rokov spomalila, očakáva sa však, že sa jej tempo bude postupne zrýchľovať. Výhľad vyspelých ekonomík sa spája s nízkymi úrokovými sadzbami, zlepšovaním situácie na trhu práce a nárastom dôvery. Naopak strednodobý výhľad ekonomík rozvíjajúcich sa trhov zostáva neistý. Rast Číny sa ďalej spomaľuje, čo nepriaznivo vplyva na ostatné rozvíjajúce sa trhy, najmä v Ázii, kým krajiny vyvážajúce komodity sa naďalej musia prispôbovať nižším cenám komodít.

Globálna hospodárska aktivita a obchod

Vývoj vo vyspelých ekonomikách aj krajinách rozvíjajúcich sa trhov

bol ku koncu roka 2015 pomalší, ako sa očakávalo. Oživenie bude oproti predpokladom zrejme pozvoľnejšie, čo potvrdzuje pretrvávajúce nevýraznej dynamiky rastu. Ekonomika Spojených štátov sa po silnom raste v treťom štvrtroku 2015 v nasledujúcej perióde výrazne spomalila. Dynamika japonskej ekonomiky klesala aj v poslednom štvrtroku. Jedinou vyspelou krajinou mimo eurozóny, v ktorej sa zachovalo silné tempo rastu aj v druhom polroku 2015, bolo Spojené kráľovstvo. Ďalšie spomalenie rastu zaznamenali v poslednom štvrtroku minulého roka aj ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov. Jednu z príčin tohto vývoja treba hľadať v rozvíjajúcich sa ekonomikách Ázie, čiastočne kvôli prebiehajúcej reštrukturalizácii v Číne. Hospodárska aktivita Latinskej Ameriky sa do konca roka 2015 oslabovala hlavne v dôsledku hlbokkej recesie v Brazílii a vo všeobecnosti aj kvôli nepriaznivým vplyvom nízkych cien komodít na krajiny producentov komodít v tomto regióne.

Ukazovatele globálnej aktivity potvrdzujú, že tempo svetového rastu sa na prelome rokov spomalilo.

Globálny kompozitný index nákupných manažérov PMI pre výrobu (bez eurozóny) vo februári prudko klesol tesne nad hranicu expanzie (graf 1). Tento pokles sa zaznamenal naprieč vyspelými ekonomikami

aj krajinami rozvíjajúcich sa trhov. Jeho zdrojom nebol len nevýrazný vývoj v globálnej výrobe, ale aj značné oslabenie aktivity v sektore služieb. Mohlo by to naznačovať, že pretrvávajúce oslabovanie svetovej výroby sa prenáša do sektora služieb, ktorý sa doposiaľ vyvíjal priaznivo. Hlavné kompozitné ukazovatele OECD zároveň signalizujú spomaľovanie hospodárskeho rastu aj v krajinách OECD ako celku.

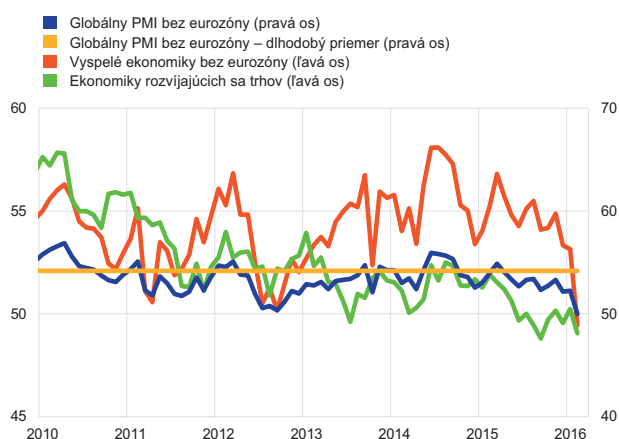
Globálny výhľad formovali tri kľúčové faktory, a to zhoršovanie finančných podmienok v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov, neistota spojená s výhľadom Číny a pokračujúce znižovanie cien komodít.

Zhoršovanie finančných podmienok v krajinách rozvíjajúcich sa trhov (graf 2) sa prejavuje v náraste výnosov zo štátnych dlhopisov, v pokračujúcom poklese cien akcií a v čistom kapitálovom odlive z týchto ekonomík uprostred zvýšenej volatility na globálnych trhoch. Táto

Chart 1

Globálny kompozitný index PMI pre výrobu

(difúzný index)



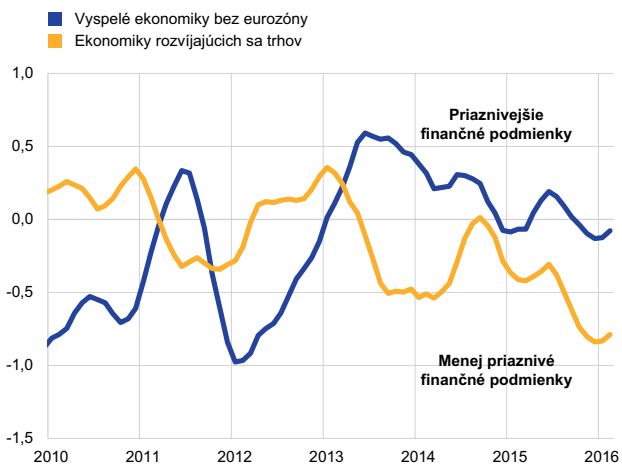
Zdroj: Markit a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z februára 2016.

Graf 2

Indexy finančných podmienok

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



Zdroj: Haver Analytics a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z februára 2016. Ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov zahŕňajú agregované údaje za Čínu, Rusko, Brazíliu, Indiu a Turecko. Vyspelé ekonomiky reprezentujú Spojené štáty, Spojené kráľovstvo a Japonsko.

volatilita sa sčasti spája s rastúcou neistotou, pokiaľ ide o hospodársky výhľad Číny. Navyše nízke komoditné ceny, najmä ceny ropy, sa čoraz viac vnímajú ako signál celkového oslabenia globálneho ekonomického rastu.

V reakcii na silnejúce signály globálneho spomaľovania sa zmenšili očakávania trhu súvisiace s normalizáciou menovej politiky v Spojených štátoch a Spojenom kráľovstve.

Po decembrovom zvýšení sadzby menovej politiky v Spojených štátoch sa krivka futuritných kontraktov naviazaných na fondy Federálneho rezervného systému posunula výrazne nadol, čo naznačuje, že sa očakáva odloženie ďalšieho sprísňovania menovej politiky krajiny. V reakcii na zvýšenie tejto sadzby sa však sprísnila menová politika v niektorých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov, najmä v krajinách, ktoré majú úzke obchodné vzťahy so Spojenými štátmi (ako napríklad štáty Latinskej Ameriky), a v krajinách, ktorých meny sú naviazané na americký dolár.

Zatiaľ čo sa pokles cien komodít počas roka 2015 pripisuje najmä prudkému zvýšeniu ponuky, pri vysvetľovaní súčasného tlaku na znižovanie cien ropy sa začal väčší dôraz klásť na dopytové faktory. Povaha šokov vo vývoji cien ropy môže na globálnu ekonomiku vplyvať rôznym spôsobom (viac v boxe 2). Pokles cien v druhom polroku 2014 a na začiatku roku 2015, ktorý bol vyvolaný prevažne faktormi na strane ponuky, mal čistý kladný vplyv na globálny HDP, a to najmä prostredníctvom dvoch kanálov: (i) redistribúciou výnosov z krajín producentov ropy do krajín jej spotrebiteľov, v ktorých sa potom zvyšoval hraničný sklon k spotrebe, a (ii) nárastom ziskovosti v dôsledku nižších vstupných nákladov na energie, čo stimulovalo investície a teda aj celkovú ponuku v krajinách čistých dovozcov ropy. Pozvoľný posun k poklesu cien ropy vyvolanému faktormi na strane dopytu v druhom polroku 2015 si však vyžaduje obozretnější výklad. Nízke ceny ropy síce stále môžu priaznivo vplyvať na krajiny dovozcov komodít prostredníctvom rastu ich reálneho príjmu, no slabší zahraničný dopyt by zrejme celkovo negoval pozitívny vplyv klesajúcich cien ropy na aktivitu. Okrem toho mal ďalší pokles cien ropy na krajiny jej vývozcov oveľa nepriaznivejší vplyv, ako sa očakávalo. V prípade niektorých krajín teda môže byť problematické riešiť prudko sa zväčšujúce fiškálne nerovnováhy s cieľom zmierniť nepriaznivý vplyv poklesu cien ropy. Navyše by to mohlo viesť k ešte väčšiemu zníženiu domáceho a zahraničného dopytu, ako sa predpokladalo.

Predpokladá sa, že globálna hospodárska aktivita bude postupne rásť.

Podporia ju pretrvávajúce vyhladky rastu v popredných vyspelých ekonomikách a očakávaný ústup hlboké recesie v niektorých veľkých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov. Výhľad vyspelých ekonomík sa spája s naďalej nízkymi úrokovými sadzbami, zlepšovaním situácie na trhu práce a nárastom spotrebiteľskej dôvery. Naopak strednodobý výhľad ekonomik rozvíjajúcich sa trhov zostáva neistý. Tempo rastu čínskej ekonomiky sa ďalej spomaľuje, čo nepriaznivo vplyva na ostatné rozvíjajúce sa trhy, najmä v Ázii, kým krajiny vyvážajúce komodity

sa musia prispôsobovať stále nižším cenám komodít. Avšak postupné zmierňovanie hlbokej recesie v Rusku a Brazílii by mohlo podporiť globálny rast.

Domáce fundamenty v Spojených štátoch zostávajú priaznivé. Rast by sa mal zrýchliť v nadväznosti na oživenie na trhu práce, ktoré sa postupne pretaví do nárastu nominálnych miezd, čo v kombinácii s pretrvávajúcimi nízkymi cenami ropy povedie k zvýšeniu reálneho disponibilného príjmu a spotreby. Hlavnou hybnou silou hospodárskeho rastu krajiny by mal zostať domáci dopyt, ktorý by mal ťažiť z pokračujúceho oživenia na trhu nehnuteľností na bývanie a mierne expanzívneho nastavenia fiškálnej politiky. Napriek nízkym úrokovým sadzbám sa mierne sprísnil úverové a finančné podmienky a nízke ceny ropy čiastočne spomaľujú súkromné investície. Hlavnou brzdou aktivity by mal vzhľadom na zhodnotenie amerického dolára a slabý rast zahraničného dopytu zostať čistý vývoz. V tejto súvislosti sa v boxe 1 rozoberajú faktory, ktoré stoja za spomalením rastu produktivity práce, ako aj vplyv tohto spomalenia na vývoj hospodárstva Spojených štátov.

Hospodárska aktivita Spojeného kráľovstva sa naďalej pomaly zvyšuje. Stojí za tým prevažne spotreba, keďže nízke ceny energií zvyšujú reálny disponibilný príjem. Pozitívny zostal aj rast investícií, hoci sa oproti minulému roku spomalil. Podporujú ho priaznivé úverové podmienky. Hospodársky rast však potenciálne ohrozuje neistota súvisiaca s referendom o zotrvaní Spojeného kráľovstva v Európskej únii, ktoré sa bude konať v júni 2016. V posledných dvoch štvrtrokoch 2015 k rastu nepriaznivo prispieval čistý vývoz.

Tempo hospodárskeho oživenia Japonska zostáva pomalé. V treťom štvrtroku 2015 sa jeho rast mierne zrýchлил, v poslednom štvrtroku sa však v dôsledku klesajúceho globálneho dopytu a nevýraznej súkromnej spotreby opäť spomalil. V roku 2016 by mal dosiahnuť kladné hodnoty vzhľadom na očakávané posilnenie súkromnej spotreby, ktorú podporia vyššie reálne príjmy pochádzajúce z rastu miezd a nižších cien ropy. Podľa očakávaní by mal v dôsledku pomalého oživenia zahraničného dopytu vzrásť aj vývoz.

Reštrukturalizácia čínskej ekonomiky sa premieta do jej postupného spomaľovania vzhľadom na to, že nižšie investície neboli v plnej miere nahradené vyššími spotrebiteľskými výdavkami. V blízkej budúcnosti by však ekonomika mala čiastočne ťažiť z nízkych cien ropy a výraznej spotreby. Hoci nedávny pokles akciového trhu viedol k väčšej neistote, nepredpokladá sa, že to malo významný priamy negatívny vplyv na hospodársky výhľad. Posledné zníženie menovopolitických sadzieb, mierne fiškálne stimuly ústrednej vlády a úsilie o odstránenie prekážok spojených s financovaním miestnej správy by mali priaznivo podporiť budúci dopyt. V strednodobom horizonte by sa však tempo expanzie mohlo spomaliť v súvislosti so silnejúcim tlakom na zníženie nadmerných kapacít v niektorých odvetviach ťažkého priemyslu a kvôli riešeniu súvisiacich stratových úverov, čo by sa odrazilo najmä na investíciách.

Reálna hospodárska aktivita v krajinách strednej a východnej Európy by mala zostať vysoká, hoci sa jej tempo bude v jednotlivých krajinách líšiť. Hospodársky rast v tomto regióne naďalej podporuje najmä dynamická súkromná spotreba vyvolaná vyššími reálnymi disponibilnými príjmami v nízkoinflačnom prostredí, ako aj výrazný rast investícií financovaný zo štrukturálnych fondov EÚ.

Naopak krajiny vyvážajúce komodity musia naďalej čeliť nepriaznivým dôsledkom pokračujúceho poklesu cien komodít.

V Rusku, ktoré sa stále nachádza vo fáze hlbkej recesie, zostávajú náklady na financovanie vysoké napriek určitému zmierneniu finančných podmienok v priebehu roka 2015. Ďalší pokles cien ropy zvýšil tlaky na znehodnotenie rubľa, čo mohlo viesť k vyššej inflácii. Pretrvávajú značná neistota a slabá podnikateľská dôvera, zatiaľ čo nízke príjmy z predaja ropy obmedzujú verejné výdavky. Pokiaľ ide o Latinskú Ameriku, hospodársky pokles v Brazílii sa ešte viac prehĺbil. Na hospodársku aktivitu stále negatívne vplyva politická neistota, horšie podmienky obchodovania v dôsledku klesajúcich cien komodít, ako aj prísne menové opatrenia a podmienky financovania. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, očakáva sa zmiernenie hlbkej recesie v Brazílii a Rusku v dôsledku stabilizácie jednotlivých mien a cien komodít.

Globálny obchod sa po kladnom raste vykázanom v druhom polroku 2015 na prelome rokov pravdepodobne znova spomalil.

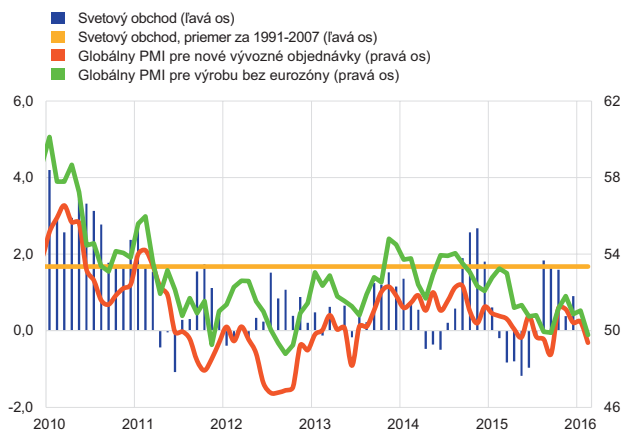
Globálny dovoz tovarov a služieb (bez eurozóny) sa v treťom štvrtroku medzištvrtročne zvýšil o 0,7 % a prekonal 0,9-percentný pokles z predchádzajúceho štvrtroka (graf 3). V tomto zvýšení sa čiastočne prejavili korekcie nižších hodnôt zaznamenaných v niektorých vyspelých ekonomikách a krajinách rozvíjajúcich sa trhov (napr. v Spojenom

kráľovstve, Japonsku a Číne), čo súviselo hlavne s volatilitou údajov. Zároveň to viedlo k čiastočne miernejšiemu poklesu v Brazílii a Rusku, teda v krajinách, ktorých prudké zníženie dovozu možno vo veľkej miere pripísať na vrub prepadu domáceho dopytu a znehodnotenia výmenného kurzu. Prvé informácie o obchodoch a údaje z prieskumov však naznačujú, že sa tempo rastu globálneho obchodu v poslednom štvrtroku 2015 znova spomaľuje. Rast svetového dovozu tovarov sa v novembri (medzištvrtročne) znížil na 0,7 % oproti októbrovým 1,7 %. Dynamika dovozu v krajinách rozvíjajúcich sa trhov bola opäť záporná vzhľadom na jeho prudký pokles v rozvíjajúcej sa Ázii (ako aj na Blízkom východe a v Afrike). Rast dovozu vo vyspelých ekonomikách zostal naopak silnejší, hoci od októbra jeho tempo klesalo. Okrem toho sa znížili aj nové globálne vývozné objednávky, z 50,4 v januári na februárových 49,4, čím poukázali na opätovné spomaľovanie rastu svetového obchodu na prelome rokov.

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 februára 2016 a o svetovom obchode z decembra 2015.

Výhľad globálneho rastu naďalej predpokladá jeho postupné a nerovnorodé oživovanie.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2016 sa rast reálneho HDP sveta (okrem eurozóny) bude zrýchľovať len pomaly, z 3,1 % v roku 2015 na 3,2 % v roku 2016, 3,8 % v roku 2017 a 3,9 % v roku 2018. Zahraničný dopyt eurozóny by sa mal zvýšiť z 0,4 % v roku 2015 na 2,2 % v roku 2016, 3,8 % v roku 2017 a 4,1 % v roku 2018. V porovnaní s projekciami z decembra 2015 ide o úpravu svetového rastu smerom nadol, v ktorej sa odráža zhoršenie výhľadu vyspelých ekonomik aj krajín rozvíjajúcich sa trhov oproti očakávaniam. Úpravy zahraničného dopytu eurozóny v zásade kopírujú úpravy svetového rastu.

Pretrvávajú riziká horšieho výhľadu svetovej hospodárskej aktivity, a to prevažne v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov. Hlavné riziko sa spája

s výraznejším spomalením v krajinách rozvíjajúcich sa trhov vrátane Číny. Zhoršujúce sa finančné podmienky a rastúca politická neistota môžu zintenzívniť existujúcu makroekonomickú nerovnováhu, čo môže naštbiť dôveru a spomaliť rast viac, ako sa očakávalo. Politická neistota súvisiaca s hospodárskou transformáciou Číny môže prispieť k zvýšeniu globálnej finančnej volatility. Výhľad naďalej zhoršujú aj geopolitické riziká. Napokon aj trvalo nízke ceny ropy prispievajú k fiškálnym nerovnováham a problémom s finančnou stabilitou v niektorých významných krajinách vyvážajúcich ropu.

Vývoj globálnych cien

V posledných mesiacoch sa zvýšila globálna inflácia, celkovo však zostáva na relatívne nízkej úrovni. Ročná miera inflácie spotrebiteľských cien v krajinách

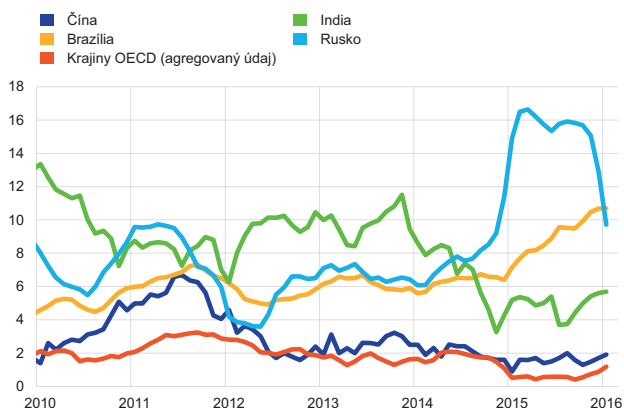
OECD sa v januári ďalej zvyšovala na 1,2 %, z decembrových 0,9 %, hlavne v dôsledku nižšieho záporného príspevku cien energií (graf 4). Hoci sa pohybuje na nízkej úrovni, oproti poslednému štvrtroku 2015 (keď dosiahla v priemere 0,7 %)

ide o výrazný nárast. Ročná miera inflácie v krajinách OECD bez cien potravín a energií zostala oproti predchádzajúcemu mesiacu nezmenená, na úrovni 1,9 %, a len marginálne sa zvýšila oproti poslednému štvrtroku 2015 (keď zaznamenala v priemere 1,8 %). Ceny energií v januári klesali už sedemnásť mesiac po sebe (medziročne -5,3 %), tempo ich poklesu sa však spomalilo. Ceny potravín zostali celkovo nezmenené. Pokiaľ ide o jednotlivé krajiny, celková inflácia sa zvýšila v Kanade, Spojenom kráľovstve a Spojených štátoch. Naopak v Japonsku sa prepadla do záporného pásma. V popredných krajinách nepatriacich do OECD celková inflácia rástla v Číne, klesala v Indii a Rusku, zatiaľ čo v Brazílii zostala ročná miera inflácie na nezmenenej dvojciferej hodnote.

Graf 4

Inflácia spotrebiteľských cien

(medziročná percentuálna zmena)



Zdroj: Národné zdroje a OECD.

Poznámka: Posledné údaje sú z januára 2016.

Po tom, ako sa ceny ropy na konci januára dostali na dvanásťročné minimum, začali sa mierne zvyšovať. Od polovice októbra 2015 až do konca

januára 2016 ceny ropy znova klesali vzhľadom na nadmernú ponuku a slabnúci dopyt na ropnom trhu. Na strane ponuky k poklesu cien prispelo decembrové rozhodnutie krajín OPEC zachovať terajšiu produkciu na rekordnej úrovni, ako aj veľký objem produkcie krajín nepatriacich do OPEC. K následnému miernemu zlepšeniu viedli diskusie o dohode medzi členmi OPEC a ostatnými producentmi o zmrazení produkcie na januárových úrovniach a tiež prerušenie dodávok z Iraku a Nigérie. Vzhľadom na zvýšenú volatilitu sa ceny ropy vo februári a marci zvýšili. Celosvetový ropný trh je presýtený z dôvodu: (i) nízkej pravdepodobnosti, že sa členovia OPEC a ostatní producenti dohodnú na jednotnom znížení produkcie, (ii) návratu Iránu na globálne ropné trhy a (iii) klesajúceho dopytu po rope. Produkcia

členských štátov OPEC sa stále približuje rekordným úrovniám, pričom neklesá ani v ostatných štátoch a v Rusku zostáva rekordne vysoká. Údaje o produkcii bridlicovej ropy v Spojených štátoch však poukazujú na prudký pokles. Zásoby ropy v krajinách OECD sa stále zvyšujú a na konci posledného štvrťroka 2015 dosiahli rekordnú úroveň. Ceny neropných komodít od konca januára mierne stúpali z dôvodu vyšších cien kovov.

Očakáva sa, že globálna inflácia zostane v strednodobom horizonte nízka.

Na jednej strane by nízke ceny ropy a iných komodít mali v krátkodobom horizonte inflačné tlaky ďalej zmierňovať. Zároveň však pomalé uzatváranie produkčnej medzery vo vyspelých ekonomikách a jej rozširovanie v niektorých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov poukazuje na stále veľké nevyužité globálne kapacity, čo by malo v strednodobom horizonte znižovať globálnu základnú infláciu. Na druhej strane však stúpajúca krivka ropných futurít naznačuje, že ceny ropy budú v strednodobom horizonte výrazne narastať.

Uplynulé mesiace sa vyznačovali vysokou volatilitou na finančných trhoch. Obavy spojené s vyhlídkami globálneho rastu a ďalší pokles cien ropy prispeli k poklesu cien rizikovejších finančných aktív od začiatku decembra 2015 do polovice februára. Tento pokles zaznamenal čiastočný obrat po tom, ako rast cien ropy, zverejnenie ekonomických údajov v Spojených štátoch, ktoré boli lepšie, ako sa očakávalo, a očakávania ďalších stimulov menovej politiky v eurozóne zmiernili obavy investorov. Počas sledovaného obdobia, od 2. decembra 2015 do 9. marca 2016, celkovo poklesli ceny akcií v eurozóne o približne 12 % po tom, ako boli do polovice februára dočasne nižšie o viac ako 20 %. V tom istom čase výnosy štátnych dlhopisov s vyšším ratingom poklesli, keďže investori hľadali bezpečnejšie aktíva.

Od začiatku decembra 2015 do polovice februára 2016 prispeli obavy spojené s vyhlídkami globálneho rastu a ďalší pokles cien ropy k poklesu cien rizikovejších finančných aktív, ktoré potom zaznamenali čiastočný obrat.

Obavy spojené s vyhlídkami globálneho rastu sa na začiatku roka 2016 zintenzívnili v dôsledku prudkého poklesu cien čínskych akcií a cien ropy. K zintenzívneniu obáv prispeli aj nepriaznivé ekonomické ukazovatele v eurozóne a Spojených štátoch, ktoré viedli k preceneniu finančných aktív smerom nadol. Od polovice februára do začiatku marca rast cien ropy, zverejnenie ekonomických údajov v Spojených štátoch, ktoré boli lepšie, ako sa očakávalo, a očakávania ďalších stimulov menovej politiky v eurozóne prispeli k čiastočnému oživeniu cien rizikovejších aktív. Veľké výkyvy boli viditeľné aj pri ukazovateľoch volatility na akciových trhoch, ktoré sa do polovice februára výrazne zvýšili a potom ku koncu sledovaného obdobia trochu poklesli.

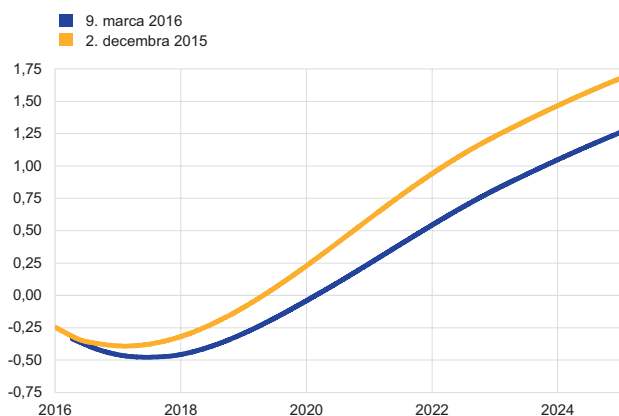
Počas sledovaného obdobia poklesla sadzba EONIA po rozhodnutí Rady guvernérov v decembri 2015 o znížení úrokovej sadzby jednoduchých sterilizačných vkladov o 0,10 % na -0,30 %. Počas týždňa pred nadobudnutím účinnosti zníženia úrokovej sadzby v decembri 2015 sa sadzba EONIA pohybovala v rozpätí -13 a -15 bázických bodov, potom zostala na úrovni -22 a -25 bázických

bodov, s výnimkou dočasného zvýšenia na konci roka 2015 v dôsledku vyššieho dopytu po likvidite. K poklesu sadzby EONIA došlo na pozadí rastúceho objemu nadbytočnej likvidity v kontexte nákupov v rámci rozšíreného programu nákupu aktív. Box 3 obsahuje podrobnejšie informácie o situácii v oblasti likvidity a operáciách menovej politiky v eurozóne.

Krivka forwardových sadzieb EONIA sa výrazne vyrovnala po tom, ako globálna neistota a očakávania menovej politiky znížili výnosy pozdĺž celej krivky. Dlhodobjšie forwardové sadzby EONIA poklesli počas sledovaného obdobia o približne 50 bázických bodov, pričom na konci krivky s krátkodobými sadzbami EONIA došlo k o niečo menšiemu poklesu. Tento pokles viedol k ďalšiemu vyrovnávaniu výnosovej krivky (graf 5). Dňa 9. marca bol najnižší bod krivky na úrovni okolo -50 bázických

Graf 5
Forwardové sadzby EONIA

(v % p. a.)



Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

bodov, čo naznačuje, že pred zasadnutím Rady guvernérov dňa 10. marca trhy očakávali ďalšie zníženie úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií. Veľký pokles forwardových sadzieb EONIA možno do určitej miery vysvetliť očakávaniami ďalších stimulov menovej politiky ECB, pričom tento pokles sa ešte viac prehĺbil so zvýšením globálnej neistoty, ktorá viedla k presunom do bezpečnejších aktív vrátane tých, ktoré úzko súvisia so sadzbami EONIA.

Priemer výnosov desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážený HDP poklesol od začiatku decembra do 9. marca o 11 základných bodov (graf 6).

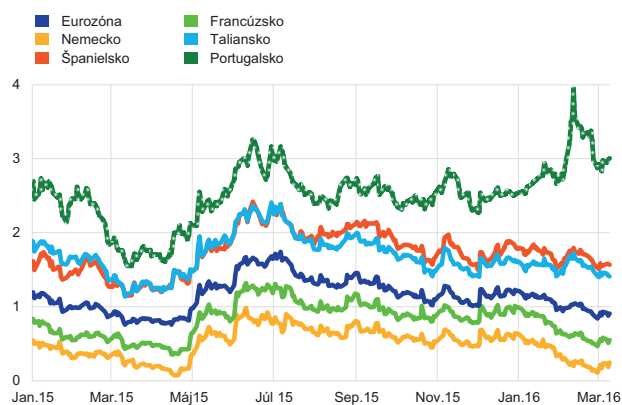
Výnosy štátnych dlhopisov eurozóny sa najprv po zasadnutí Rady guvernérov ECB začiatkom decembra zvýšili. Od začiatku januára 2016 nárast globálnej neistoty a očakávania ďalších stimulov menovej politiky v eurozóne účastníkmi trhu vyvíjali

tlak na znížovanie výnosov štátnych dlhopisov eurozóny, ktorý viac ako zvrátil zvýšenie, ktoré sa zaznamenalo v decembri. Celkovo priemer výnosov desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážený HDP poklesol od začiatku decembra 2015 do začiatku marca o 11 základných bodov, pričom 9. marca dosahoval 0,9 %.

Graf 6

Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov vo vybraných krajinách eurozóny

(v % p. a.)



Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Poznámky: Položka Eurozóna znamená vážený priemer desaťročných štátnych dlhopisov. Posledné údaje sú z 9. marca 2016.

Medzi jednotlivými krajinami eurozóny existovali určité rozdiely vo výnosoch štátnych dlhopisov, pričom krajiny s vyšším ratingom zaznamenali väčší pokles. Na rozdiel od toho výnosy väčšiny krajín s nižším ratingom zostali počas rovnakého obdobia nezmenené alebo sa mierne zvýšili. V Portugalsku výnosy štátnych dlhopisov výrazne fluktovali odrážajúc obavy trhu v súvislosti so stavom rozpočtu a programom reforiem novo zvolenej vlády.

Na podnikové dlhopisy mal vplyv aj globálny odpredaj rizikových aktív, pričom spready dlhopisov s nižšími ratingami sa zväčšili viac ako spready dlhopisov s vyššími ratingami.

Zatiaľ čo sa spready podnikových dlhopisov rozšírili, výnosy podnikových dlhopisov tak finančných, ako aj nefinančných emitentov boli volatilné, ale počas sledovaného obdobia zostali viac-menej nezmenené (graf 7), keďže rozšírenie úverových spreadov bolo v priemere kompenzované poklesom bezrizikových sadzieb. Výnosy podnikových dlhopisov tak finančných, ako aj nefinančných firiem zostali z dlhodobejšej perspektívy veľmi nízke.

Ku koncu sledovaného obdobia ceny akcií v eurozóne výrazne posilnili po tom, ako začiatkom decembra a v polovici februára značne poklesli.

Akciové trhy eurozóny, merané širokým indexom EURO STOXX, poklesli od začiatku decembra do 11. februára o približne 21 % (graf 8) v dôsledku nárastu celkovej

Graf 7

Krivka výnosov podnikových dlhopisov v eurozóne

(v % p. a.)



Zdroje: iBoxx a ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 9. marca 2016.

Graf 8**Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch**

(1. januára 2015 = 100)

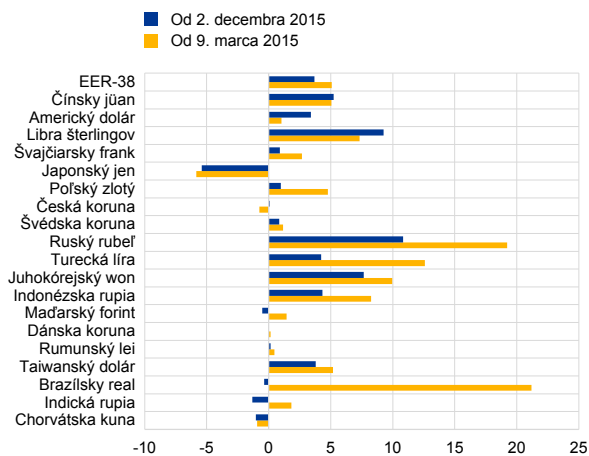


Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 9. marca 2016.

Graf 9**Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám**

(percentuálna zmena)



Zdroj: ECB

Poznámky: Percentuálne zmeny do 9. marca 2016. EER-38 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 38 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny.

neistoty. Od 11. februára do 9. marca sa akciové trhy opäť zvýšili, o 12 %, čo viedlo k celkovému poklesu počas sledovaného obdobia o 12 %. Pred zotavením cien akcií poklesli ceny akcií bánk v krajinách eurozóny podstatne viac ako ceny všetkých akcií na trhu, keď sa objavili obavy spojené s celkovou ziskovosťou bankového sektora sprevádzané udalosťami v niektorých krajinách a konkrétnych bankách. Konkrétne, index cien akcií bánk EURO STOXX poklesol od decembra do polovice februára o 35 %. Potom ku koncu sledovaného obdobia sa mierne znížil, čo viedlo k celkovému poklesu o približne 22 %. Akciové trhy v Spojených štátoch zaznamenali podobné, i keď menšie výkyvy, pričom index S&P 500 zaznamenal celkový pokles len o 4 %.

Efektívny výmenný kurz eura počas sledovaných troch mesiacov výrazne posilnil.

Od začiatku decembra 2015 do polovice februára 2016 euro v efektívnom vyjadrení výrazne posilnilo v dôsledku nárastu celkovej neistoty. Potom euro mierne oslabilo tak v efektívnom vyjadrení, ako aj voči americkému doláru, v prostredí rozširovania spreadu výnosov dlhodobých dlhopisov medzi Spojenými štátmi a eurozónou a pri očakávaní ďalších stimulov menovej politiky ECB. Euro vážené zahraničným obchodom počas sledovaného obdobia posilnilo celkovo o 3,7 % (graf 9). V bilaterálnom vyjadrení euro počas rovnakého obdobia posilnilo voči americkému doláru o 3,4 %. Zvýšená neistota spojená s referendom v Spojenom kráľovstve o členstve v EÚ mala vplyv na libru šterlingov, čo malo za následok zhodnotenie eura o 9,3 %. Euro výrazne posilnilo aj voči ruskému rubľu, čínskemu jüanu a voči menám ďalších rozvíjajúcich sa trhových ekonomík a krajín vyvážajúcich komodity. Vyššia volatilita a pokles ochoty podstupovať riziko podporili japonský jen, čo viedlo k oslabeniu eura voči japonskej mene o 5,4 %.

3 Hospodárska aktivita

Hospodárske oživenie v eurozóne pokračuje, aj keď začiatkom roka s náznakmi spomalenia rastu spôsobného horšou situáciou v externom prostredí. Rast reálneho HDP dosiahol v poslednom štvrťroku 2015 0,3 % a oproti predchádzajúcim štvrťrokom zostal nezmenený. Najnovšie ukazovatele z prieskumov poukazujú na menšiu dynamiku rastu začiatkom roka 2016 ako sa predpokladalo. Očakáva sa, že hospodárske oživenie bude pokračovať miernym tempom. Domáci dopyt budú naďalej podporovať viaceré impulzy vyplývajúce z menovopolitických opatrení ECB a ich priaznivého vplyvu na finančné podmienky, mierne expanzívnej fiškálnej pozície a z priaznivého vplyvu posledných štrukturálnych reforiem na zamestnanosť. Nízke ceny ropy by mali poskytnúť dodatočnú podporu pre reálny disponibilný príjem domácností a ziskovosť firiem, a tým aj pre súkromnú spotrebu a investície. Hospodárskemu oživeniu budú však aj naďalej brániť vyhliadky pomalého rastu v krajinách rozvíjajúcich sa trhov, volatilné finančné trhy, nevyhnutné úpravy súvah v mnohých sektoroch a pomalé tempo realizácie štrukturálnych reforiem. V makroekonomických projekciách odborníkov ECB z marca 2016 sa predpokladá o niečo nižší rast reálneho HDP eurozóny v roku 2016 na úrovni 1,4 % (upravený smerom nadol z pôvodných 1,7 %), v roku 2017 na úrovni 1,7 % (upravený smerom nadol z pôvodných 1,9 %) a v roku 2018 na úrovni 1,8 %.

Hospodárske oživenie v eurozóne pokračuje, na krátkodobý výhľad má však nepriaznivý vplyv globálny vývoj. Reálny HDP sa od predchádzajúceho štvrťroka nezmenil a v poslednom štvrťroku 2015 stúpol medzištvrťročne o 0,3 %, pričom zaznamenal pokračujúce kladné príspevky súkromnej spotreby, ktoré však boli nižšie

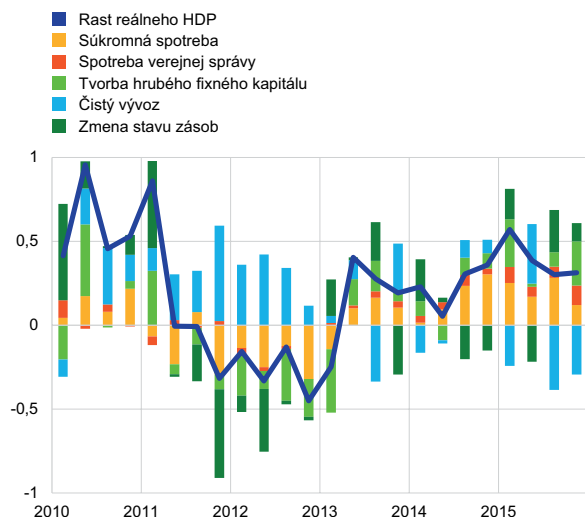
ako v predchádzajúcom štvrťroku, rast investícií a ďalší rast spotreby verejnej správy (graf 10).¹ V dôsledku toho sa úroveň produkcie dostala približne 3 % nad najnižšie hodnoty z posledného obdobia a len 0,2 % pod najvyššie predkrízové hodnoty z prvého štvrťroka 2008. V roku 2015 ako celku sa zvýšil rast reálneho HDP o 1,6 %, čo je najvýraznejší rast od roku 2011.

Spomalenie v krajinách rozvíjajúcich sa trhov malo negatívny vplyv na rast vývozu eurozóny počas celého roka 2015, pričom nepriaznivé vplyvy zosilnili v poslednom štvrťroku. Vývoz tovarov eurozóny tlmiло spomalenie v Číne, nízky dopyt v Rusku a recesia v Brazílii (graf 11). Výsledkom bol záporný príspevok čistého vývozu k rastu reálneho HDP na úrovni 0,3 percentuálneho bodu v poslednom štvrťroku 2015. Hoci malo oslabenie dopytu v niektorých veľkých krajinách rozvíjajúcich sa trhov, napríklad v Číne, nepriaznivý vplyv na aktivitu eurozóny, jeho šírenie prostredníctvom obchodných kanálov pravdepodobne nebude také výrazné ako by naznačovali tradičné

Graf 10

Reálny HDP eurozóny a jeho štruktúra

(medzištvrťročná percentuálna zmena a medzištvrťročný percentuálny príspevok)



Zdroj: Eurostat.

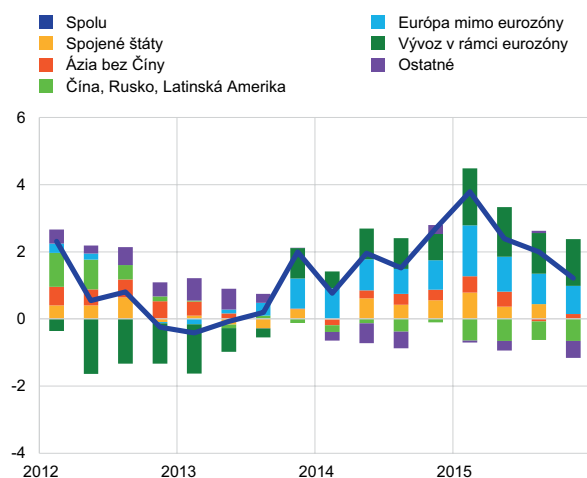
Poznámka: Posledné údaje sú za štvrtý štvrťrok 2015.

¹ V druhom odhade národných účtov eurozóny upravil Eurostat rast reálneho HDP v prvom aj druhom štvrťroku 2015 nahor o 0,1 percentuálneho bodu.

Graf 11

Celkový vývoz tovarov eurozóny

(medziročná percentuálna zmena a medziročné príspevky v percentuálnych bodoch)



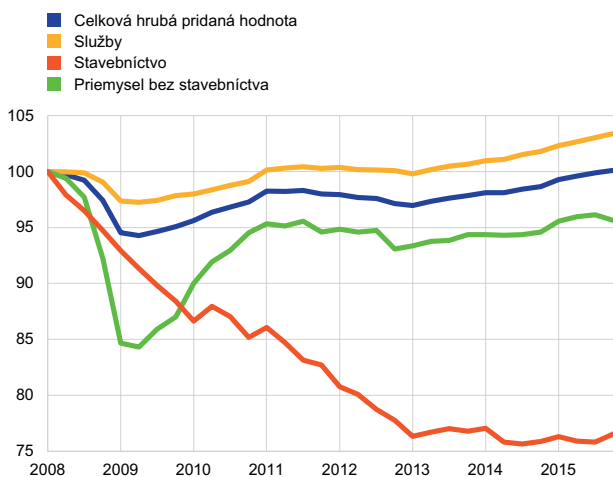
Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Posledné údaje sú za štvrtý štvrťrok 2015 za všetky krajiny okrem krajín Európskej únie, pri ktorých sú posledné údaje za október a november 2015.

Graf 12

Reálna pridaná hodnota v eurozóně v hrubom vyjadrení v členení podľa hospodárskej aktivity

(index: 1Q 2008 = 100)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Posledné údaje sú za štvrtý štvrťrok 2015.

hrubé hodnoty obchodu.² Spomalenie rastu na rozvíjajúcich sa trhoch v priebehu roka 2015 čiastočne vynahradil výrazný domáci dopyt v eurozóne, ktorý podporil obchod v rámci eurozóny. Pomerne výrazný bol okrem toho aj dopyt z iných rozvinutých krajín (najmä európskych). Spolu s priaznivým vývojom výmenného kurzu eura od polovice roka 2014 tento dopyt podporoval rast vývozu eurozóny a viedol k významnému zvýšeniu vývozných trhových podielov jej vývozcov.

Ukazovatele vývozných objednávok aj nálady poukazujú na o niečo pomalší vývoj globálneho obchodu v blízkej budúcnosti.

V niekoľkých prvých mesiacoch roku 2016 sa navyše posilnil efektívny výmenný kurz eura, čo bude v ďalšom období zoslabovať priaznivý vplyv predchádzajúceho oslabenia tejto meny (v rokoch 2014/2015). Keďže však globálna aktivita stúpa, očakáva sa zvyšovanie rastu vývozu eurozóny, ktorý so zahraničným dopytom nadobudne väčšiu dynamiku.

Na úrovni sektorov prekročila pridaná hodnota svoje predkrízové úrovne v službách, zatiaľ čo v priemysle ani stavebníctve sa to ešte nepodarilo (graf 12).

K súčasnému hospodárskemu oživeniu prispieva hlavne súkromná spotreba, čo prospelo sektoru služieb, takže pridaná hodnota je v tomto sektore teraz o 3 % nad najvyššou hodnotou pred krízy.³ V roku 2015 brzdil rast pridanej hodnoty v priemysle (bez stavebníctva) stagnujúci vývoj vo vonkajšom prostredí, takže v súčasnosti je pod svojou najvyššou úrovňou pred krízy. Stavebníctvo, v ktorom došlo po kríze z rokov 2008-2009 v mnohých krajinách k značnému poklesu v dôsledku výrazných úprav na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie, sa stabilizovalo na nízkej úrovni. V poslednom štvrťroku 2015 pridaná hodnota ďalej rástla v sektore služieb a v súvislosti s pomerne miernym počasím prosperujúcim stavebníctvom v niektorých krajinách eurozóny sa o niečo zvýšila aj v sektore stavebníctva. Zároveň však klesla pridaná hodnota v priemysle (bez stavebníctva).

Údaje z prieskumov dostupné do februára poukazujú na mierny rast začiatkom tohto roka.

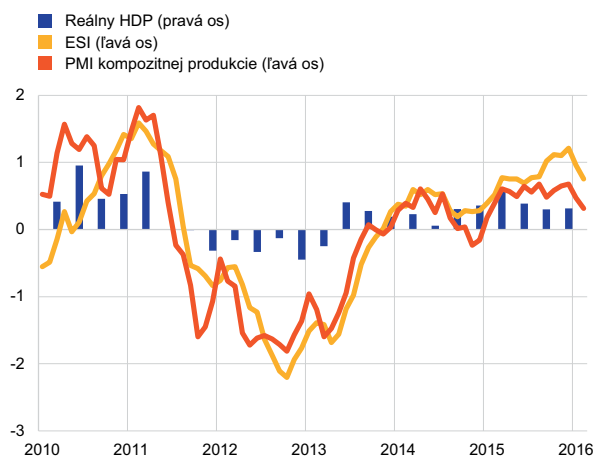
² Viac v článku Transmission of output shocks – the role of cross-border production chains v tomto čísle Ekonomického bulletinu.

³ Viac aj v boxe Faktory ovplyvňujúce pomerne vysokú aktivitu v sektore služieb eurozóny v tomto čísle Ekonomického bulletinu.

Graf 13

Reálny HDP eurozóny, ukazovateľ ekonomického sentimentu (ESI) a index nákupných manažérov (PMI) kompozitnej produkcie

(ľavá os: difúzný index a percentuálne odchýlky; pravá os: štvrťročná miera rastu)



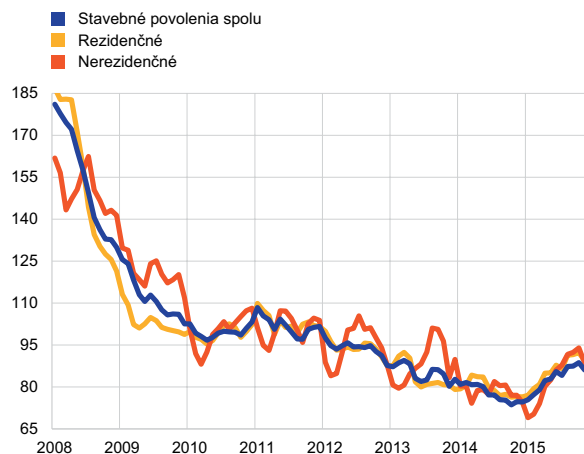
Zdroj: Markit, GR-ECFIN a Eurostat.

Poznámka: Posledné údaje sú pri reálnom HDP za štvrtý štvrťrok 2015, pri ESI za január 2016 a pri PMI za február 2016. Ukazovateľ ESI a index PMI sú normalizované.

Graf 14

Stavebné povolenia

(index, 2010 = 100, trojmesačný kĺzavý priemer)



Zdroj: Eurostat a výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Údaje sú očistené od sezónnych vplyvov okrem nerezidenčných stavebných povolení, ktoré nie sú očistené od sezónnych vplyvov.

Ukazovateľ ekonomického sentimentu Európskej komisie (ESI) aj index nákupných manažérov (PMI) kompozitnej produkcie v prvých dvoch mesiacoch roku 2016 klesli (graf 13), zostávajú však nad príslušnými dlhodobými úrovňami. Pokles sentimentu sa prejavil celkovo v podnikateľských sektoroch aj v domácnostiach a súvisí s očakávaniami v oblasti dopytu a výroby, ako aj s tým, ako domácnosti hodnotia svoju súčasnú ekonomickú situáciu.

Rast investícií nabral dynamiku vo štvrtom štvrťroku najpravdepodobnejšie vzhľadom na investície do stavebných aj nestavebných zariadení.

Po nízkom raste investícií v druhom a treťom štvrťroku 2015 sa toto zvýšenie investícií vo štvrtom štvrťroku prejavilo takmer vo všetkých krajinách eurozóny. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, podľa očakávaní by sa mali oživiť nestavebné investície na základe postupne stúpajúceho dopytu, lepších ziskových marží a ďalšieho znižovania voľných kapacít. Zlepšujú sa aj podmienky financovania a podniky v eurozóne by mali mať k dispozícii dostatok hotovosti na investície. Veľmi priaznivé podmienky financovania a nízke úrokové miery hypoték spolu s rastom disponibilného príjmu domácností by mali v ďalšom období zvýšiť aj dopyt po nehnuteľnostiach na bývanie a podporiť stavebné investície. Tento názor potvrdzujú náznaky posilňovania trhu s nehnuteľnosťami na bývanie a nárast počtu žiadostí o stavebné povolenia v niektorých krajinách (graf 14). Ukazovatele z prieskumov týkajúcich sa stavebníctva zo začiatku roka 2016 naznačujú posilňovanie základnej dynamiky rastu stavebných investícií. Oživenie investícií však môže spomaliť ďalšia potreba oddľžovania podnikov v niektorých krajinách, volatilita finančného trhu v poslednom období, vyhliadky pomalšieho rastu v krajinách rozvíjajúcich sa trhov a menšie očakávania investorov v oblasti dlhodobého rastu.

Súkromná spotreba, ktorá je hlavnou hybnou silou súčasného oživenia, sa koncom roka 2015 spomalila.

Bolo to spôsobené sčasti tlmiacim

účinkom sezónnych výpredajov oblečenia a spotreby energií vzhľadom na pomerne mierne poveternostné podmienky, ako aj novembrovými teroristickými útokmi v Paríži. Údaje o maloobchode a registráciách nových osobných automobilov za január poukazujú na oživenie spotrebiteľských výdavkov a zrejme potvrdzujú, že spomalenie rastu súkromnej spotreby v poslednom štvrťroku 2015 bolo len dočasné. Zo širšej perspektívy spotrebiteľské výdavky ťažili z rastúceho disponibilného príjmu domácností, ktorý je primárne prejavom stúpajúcej zamestnanosti, klesajúcich cien ropy a celkovo stabilnej miery úspor. Bilancie domácností začali byť postupne

menej obmedzené a spotrebiteľská dôvera bola v dôsledku klesajúcej miery nezamestnanosti pomerne vysoká.

Miera nezamestnanosti v eurozóne ďalej klesala, zostáva však vysoká.

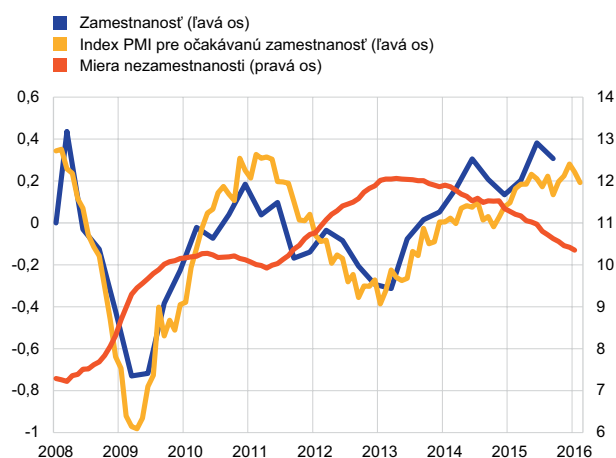
V januári 2016 dosiahla miera nezamestnanosti 10,3 %, čo je najnižšia hodnota od polovice roka 2011 (graf 15). Zamestnanosť sa od roku 2013 stabilne zvyšovala a celková zamestnanosť v eurozóne vzrástla v treťom štvrtroku 2015 o viac ako dva milióny. Od krízy sa však zaznamenávali rozdiely medzi počtom zamestnaných

osôb a celkovým počtom odpracovaných hodín, čo bolo primárne spôsobené cyklickým znižovaním počtu odpracovaných hodín pracovníkov na plný úväzok a zvýšeným využívaním pracovníkov na skrátenej úväzok najmä v sektore služieb. Širšia miera nevyužitých kapacít na trhu práce, zohľadňujúca aj 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) vykazuje trh práce eurozóny zrejme vyššiu mieru nevyužitých kapacít na trhu práce, ako to naznačuje samotná miera nezamestnanosti.

Graf 15

Zamestnanosť, očakávania v oblasti zamestnanosti a miera nezamestnanosti

(medzištvrtročná percentuálna zmena; difúznny index; percentuálny podiel na pracovnej sile)



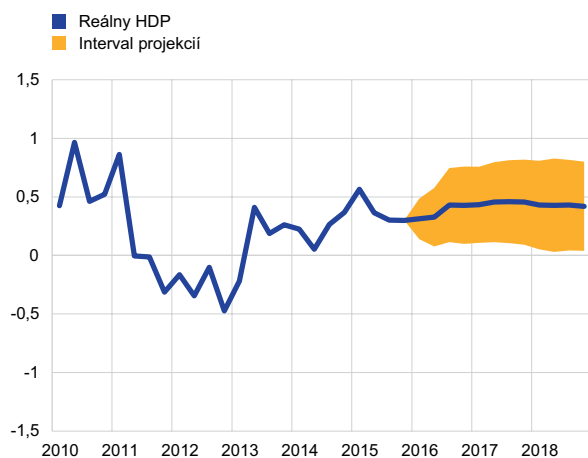
Zdroj: Eurostat, GR ECFIN a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú pri zamestnanosti za tretí štvrtrok 2015, miere nezamestnanosti za január 2016 a pri indexe PMI pre očakávanú zamestnanosť za február 2016.

Graf 16

Reálny HDP eurozóny (vrátane projekcií)

(medzištvrtročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – marec 2016 uverejnený na internetovej stránke ECB 10. marca 2016.

Hospodárske oživenie by sa malo posilňovať, aj keď ho bude tlmiť nižší zahraničný dopyt ako sa očakávalo.

Z krátkodobého hľadiska budú aktivitu eurozóny zaťažovať nepriaznivé vplyvy pomalšieho rastu v krajinách rozvíjajúcich sa trhov, posilňovanie efektívneho výmenného kurzu eura, klesajúca nálada a rastúca volatilita finančných trhov. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, oživenie ťahané domácim dopytom by malo byť naďalej podporované účinkami menovopolitických opatrení ECB, ktoré sa prenášajú do reálnej ekonomiky, ako to naznačuje ďalšie zjednodušovanie úverových podmienok. Domáci dopyt by mali podporovať zlepšenia na trhu práce, nižšie ceny ropy, mierne expanzívne nastavenie fiškálnej politiky a napokon aj rast zahraničného dopytu voči eurozóne. Hospodárske oživenie v eurozóne však bude súčasne tlmené slabými vyhliadkami rastu v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov a pomalým tempom realizácie štrukturálnych reforiem.⁴

Marcové projekcie odborníkov ECB predpokladajú v roku 2016 ročný rast reálneho HDP na úrovni 1,4 %, v roku 2017 na úrovni 1,7 % a v roku 2018 na

⁴ Viac v boxe Postup pri makroekonomickej nerovnováhe v roku 2016 a plnenie odporúčaní pre jednotlivé krajiny na rok 2015 v tomto čísle Ekonomického bulletinu.

úrovni 1,8 % (graf 16). Revízia rastu reálneho HDP v porovnaní s decembrovými projekciami smerom nadol je najmä dôsledkom kombinovaného vplyvu nižšieho zahraničného dopytu eurozóny a silnejšieho efektívneho výmenného kurzu eura na rast vývozu, ako aj nepriaznivého vplyvu rastúcej volatility finančných trhov a klesajúcich ukazovateľov nálady na trhoch. Hospodársky výhľad eurozóny sa naďalej spája s rizikom pomalšieho rastu najmä v dôsledku rastúcej neistoty ohľadne vývoja v krajinách rozvíjajúcich sa trhov a širších geopolitických rizík.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v eurozóne vo februári 2016 dosiahla -0,2 % (v porovnaní s 0,3 % v januári). Na jej poklese sa podieľali všetky hlavné zložky HICP. Na základe súčasných cien futures energetických komodít sa očakáva, že miera inflácie zostane v nasledujúcich mesiacoch záporná a v neskoršom priebehu roka 2016 sa zvýši. Neskôr by sa miera inflácia vďaka menovopolitickým opatreniam ECB a očakávanému hospodárskemu oživeniu mala ďalej zvyšovať. Tento vývoj sa zhruba odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2016, podľa ktorých by mala

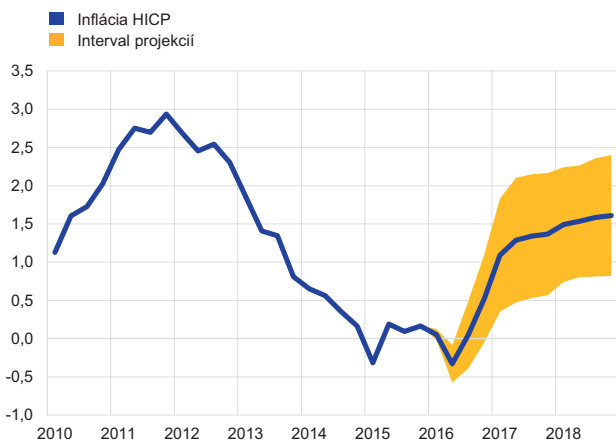
ročná miera inflácie HICP dosiahnuť 0,1 % v roku 2016, 1,3 % v roku 2017 a 1,6 % v roku 2018.

V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2015 boli projekcie inflácie HICP upravené nadol, najmä v dôsledku poklesu cien ropy v posledných mesiacoch.

Graf 17

Inflácia HICP eurozóny (vrátane projekcií)

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat, makroekonomické projekcie odborníkov ECB z marca 2016 a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú za štvrtý štvrťrok 2015 (skutočné údaje) a štvrtý štvrťrok 2018 (projekcie).

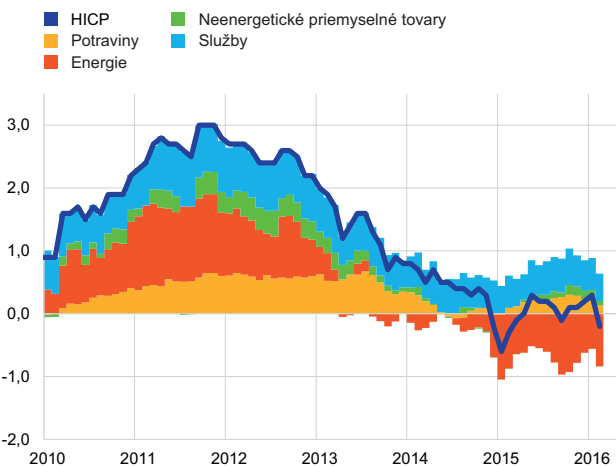
Celková inflácia sa vo februári vrátila do záporného pásma.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu celková inflácia klesla z januárových 0,3 % na -0,2 %, pričom na tomto poklese sa podieľali všetky hlavné zložky HICP (graf 17 a 18). V dôsledku nedávneho ďalšieho poklesu cien ropy došlo k ďalšiemu zníženiu už zápornej ročnej miery inflácie cien energií. Zároveň sa spomalil aj mierny rast inflácie cien potravín a inflácie HICP bez potravín a energií.

Graf 18

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 februára 2016 (rýchly odhad).

Profil celkovej inflácie je aj naďalej určovaný vývojom inflácie cien energií.

Po veľmi nízkych -8,9 % v septembri 2015 sa medziročná miera inflácie energetickej zložky HICP v januári 2016 zvýšila na -5,4 %, najmä v dôsledku bazických efektov. Tento vývoj bol hlavnou príčinou oživenia celkovej miery inflácie HICP z -0,1 % v septembri 2015 na 0,3 % v januári 2016. V dôsledku ďalšieho poklesu cien ropy v decembri 2015 a januári 2016 však inflácia energetickej zložky HICP vo februári znova klesla na -0,8 % medziročne a na poklese celkovej inflácie HICP sa podieľala približne polovičnou mierou (graf 18). Najsilnejší účinok cien ropy na infláciu cien energií je viditeľný v cenách pohonných hmôt (box 6).

Rast inflácie cien potravín sa v posledných mesiacoch ďalej spomaľoval.

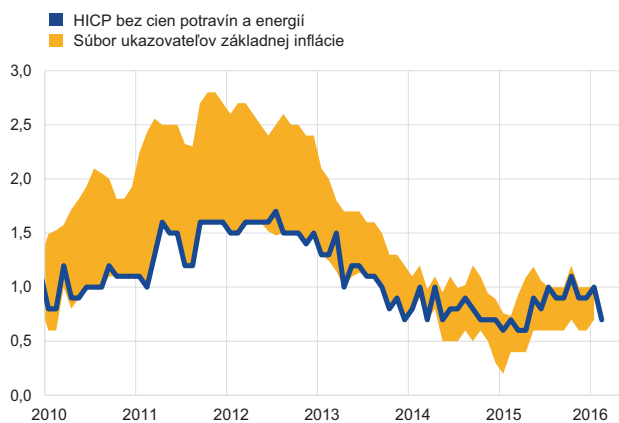
Inflácia cien potravín, ktorá počas väčšiny roka 2015 vykazovala stúpajúci trend, začala v treťom štvrťroku klesať: podľa rýchleho odhadu Eurostatu klesla z medziročnej miery 1,6 % v októbri 2015 na 0,7 % vo februári 2016. Príčinou poklesu boli takmer výhradne ceny nespracovaných

potravín v súvislosti s postupným odznievaním stimulujúcich účinkov minuloročného mimoriadne horúceho letného počasia na ceny zeleniny a potravín. Inflácia cien spracovaných potravín naopak počas rovnakého obdobia naďalej rástla. Z historického hľadiska však inflácia cien potravín celkovo zostáva na pomerne nízkej úrovni.¹

Graf 19

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 potravín a energií, upravený priemer (10 %), upravený priemer (30 %), medián HICP a ukazovateľ odvodený pomocou dynamického faktorového modelu. V prípade HICP bez potravín a energií sú posledné údaje z februára 2016 (rýchly odhad) a v prípade všetkých ostatných ukazovateľov z januára 2016.

Z ukazovateľov základnej inflácie nevyplýva jednoznačný rastový trend.

Medziročná miera inflácie HICP bez potravín a energií, ktorá v prvom polroku 2015 zaznamenávala rast, sa v období od júla 2015 do januára 2016 pohybovala na úrovni od 0,9 % do 1,1 % a na rozdiel od celkovej inflácie tak bola oveľa stabilnejšia (box 7). Ďalšie ukazovatele základnej inflácie zostali počas rovnakého obdobia tiež pomerne stabilné (graf 19). Vo februári sa ročná miera inflácie HICP bez potravín a energií znížila na 0,7 %, svoju najnižšiu úroveň od apríla 2015. Príčinou tohto poklesu boli nižšie medziročné miery rastu cien služieb (1,0 %, po 1,2 % v januári) ako aj cien neenergetických priemyselných tovarov (0,3 %, po 0,7 % v januári). Pri interpretácii najnovších hodnôt inflácie HICP bez potravín a energií je potrebné zohľadniť skutočnosť, že ročné miery zmeny cien služieb a neenergetických priemyselných tovarov môžu z jedného mesiaca na druhý podliehať vysokej volatilite, ktorá môže súvisieť napríklad s odlišným načasovaním a rozsahom sezónnych výpredajov odevov a obuvi alebo s kalendárnymi vplyvmi v prípade položiek súvisiacich s cestovným ruchom. Vývoj

základnej inflácie však môžu ovplyvňovať aj iné, zásadnejšie faktory, napríklad nepriamy tlmiaci účinok nedávneho poklesu cien ropy (najmä na ceny niektorých dopravných služieb). V dôsledku nedávneho zhodnocovania efektívneho výmenného kurzu eura by sa navyše nemuselo úplne prejavieť oživenie (najmä v prípade cien tovarov dlhodobej spotreby) očakávané vzhľadom na predchádzajúce znehodnocovanie.

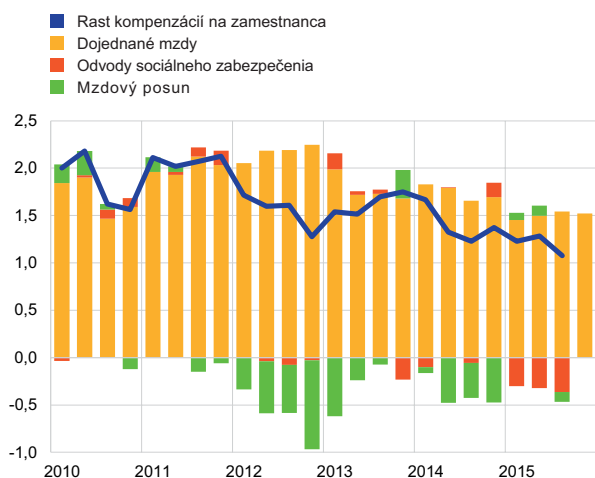
Dovozné ceny v poslednom čase rástli menej výrazným tempom, naďalej však zostávajú hlavným zdrojom rastových tlakov v cenovom reťazci.

Inflácia dovozných cien spotrebiteľských tovarov bez potravín a energií zaznamenávala v roku 2015 výrazný rast a v apríli dosiahla rekordných 5,6 %. V dôsledku nedávneho zhodnocovania efektívneho výmenného kurzu eura a tiež vplyvu globálnych dezinflačných tlakov vyplývajúcich z nižších cien ropy inflácia dovozných cien spotrebiteľských tovarov bez potravín a energií klesla a v januári 2016 predstavovala 1,6 %. Bola však naďalej hlavným zdrojom inflačných tlakov, keďže tlaky v cenovom reťazci vyplývajúce z domácich zdrojov boli vo všeobecnosti viac tlmené. Predovšetkým miera inflácie domácich výrobných cien nepotravinových spotrebiteľských tovarov zostala až do januára 2016 šesť mesiacov za sebou na stabilnej úrovni 0,2 %. Údaje z prieskumov vstupných a výstupných cien do februára 2016 tiež poukazujú na naďalej tlmené domáce cenové tlaky na úrovni výrobcov.

¹ Podrobnejšie informácie sú v boxe s názvom Aktuálny vývoj cien potravín v eurozóne, *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2015.

Graf 20**Mzdový vývoj v eurozóne**

(ročná percentuálna zmena; percentuálne body)

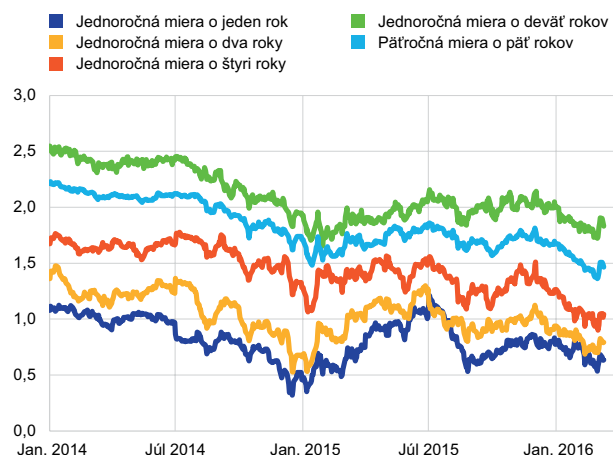


Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za štvrtý štvrťrok 2015 (dojednané mzdy) a tretí štvrťrok 2015 (všetky ostatné ukazovatele).

Graf 21**Trhové ukazovatele inflačných očakávaní**

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 9. marca 2016.

Mzdový rast bol naďalej obmedzený.

Vzhľadom na ročný priemer 1,2 % bol rast kompenzácií na zamestnanca v prvých troch štvrťrokoch 2015 v porovnaní s rokom 2014 (1,4 %) pomalší. Príčinou bol pomalší rast dojednaných miezd (1,5 % v roku 2015 po 1,7 % v roku 2014) a zníženie odvodov sociálneho zabezpečenia súvisiace najmä s faktormi špecifickými pre jednotlivé krajiny (graf 20). Mzdový rast podľa všetkého brzdí viacero faktorov vrátane naďalej zvýšenej miery nevyužitých kapacít na trhu práce, nízkej inflácie a pretrvávajúcich účinkov reforiem trhu práce, ktoré v minulých rokoch zaviedli mnohé krajiny eurozóny. Slabý mzdový rast je tiež odrazom pomerne slabého rastu produktivity, ktorý je možné čiastočne vysvetliť tým, že nedávny výrazný rast zamestnanosti bol do značnej miery zaznamenaný najmä v sektore služieb s pomerne nízkou produktivitou a úrovňou miezd.

Trhové ukazovatele dlhodobých inflačných**očakávaní od polovice januára v turbulentnom****trhovom prostredí klesajú, zatiaľ čo ukazovatele****odvodené z prieskumov boli aj naďalej stabilnejšie.**

Krátkodobé až dlhodobé trhové ukazovatele inflačných očakávaní sú stále na veľmi nízkej úrovni, pričom päťročná forwardová miera inflácie o päť rokov dosiahla vo februári nové historické minimum. Tieto výnimočne nízke úrovne sú čiastočne odrazom pomerne slabého záujmu trhu o finančné nástroje s hotovostnými tokmi viazanými na infláciu. To naznačuje, že účastníci trhu považujú skoré oživenie inflácie za veľmi nepravdepodobné. Trhové ukazovatele inflačných očakávaní však zároveň môžu byť v súčasnosti do určitej miery skreslené vzhľadom na obnovenie turbulencií na trhu a vysoký záujem o likvidné nástroje. Päťročná sadzba inflačných swapov o päť rokov sa v období od 18. januára 2016 do 9. marca 2016 znížila z 1,58 % na 1,46 % (graf 21). Napriek nízkej úrovni skutočnej inflácie a klesajúcim trhovým inflačným

ukazovateľom je miera rizika deflácie, ktoré trh započítava do cien, naďalej veľmi obmedzená. Ukazovatele dlhodobých inflačných očakávaní odvodené z prieskumov, napríklad ECB Survey of Professional Forecasters a Consensus Economics, sú na rozdiel od trhových ukazovateľov stabilnejšie a odolnejšie voči poklesu krátkodobějších očakávaní. Z výsledkov najnovšieho vydania Survey of Professional Forecasters vyplýva priemerná bodová prognóza inflácie o päť rokov na úrovni 1,8 %.

Pokiaľ ide o ďalší vývoj, inflácia HICP v eurozóne by mala byť v roku 2016**podľa projekcií naďalej nízka, no v rokoch 2017 a 2018 by sa mala zvýšiť.**

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2016

(na základe informácií dostupných v polovici marca) by mala inflácia HICP v roku 2016 zostať veľmi nízka na úrovni 0,1 %, pričom v roku 2017 by sa mala zvýšiť na 1,3 % a v roku 2018 na 1,6 % (graf 17).² Na profile inflácie HICP by sa mal v priebehu sledovaného obdobia významne prejavíť vývoj inflácie cien energií. Príspevok inflácie cien energií by mal byť v roku 2016 podľa prognóz záporný, avšak v roku 2017 by sa mal v dôsledku rastu cien ropy (v súlade s cenami ropných futures) a výrazne stimulujúcich základných efektov obrátiť na kladný. V nasledujúcich rokoch sa predpokladá postupný rast základnej inflácie (meranej napríklad infláciou HICP bez potravín a energií), keďže zlepšujúca sa situácia na trhu práce a rastúce využitie výrobných kapacít sa budú premietiť do vyšších miezd a ziskových marží. Tento rast budú podporovať účinky menovopolitických opatrení ECB a pretrvávajúci vplyv predchádzajúceho poklesu efektívneho výmenného kurzu eura. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2015 bol výhľad inflácie HICP upravený nadol, predovšetkým v dôsledku nižšej inflácie cien energií.

² Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2016, zverejnené 10. marca 2016 na internetovej stránke ECB.

Rast peňažnej zásoby zostáva naďalej výrazný, zatiaľ čo rast objemu úverov sa zotavuje len postupne. K rastu peňažnej zásoby naďalej hlavnou mierou prispievali domáce zdroje. K zlepšeniu dynamiky rastu peňažnej zásoby a úverov prispeli nízke úrokové sadzby, ako aj vplyv cielených dlhodobějších refinančných operácií a rozšírený program nákupu aktív. Náklady na financovanie bánk sa stabilizovali na úrovni blízkej ich historickým minimám. Napriek značnej heterogenite medzi krajinami banky premietali svoje priaznivé podmienky financovania do znižovania úrokových sadzieb. Zlepšené podmienky poskytovania úverov naďalej prispievali k ďalšiemu oživeniu ich rastu. Predpokladá sa, že celkový ročný tok financovania nefinančných korporácií z vonkajších zdrojov sa v štvrtom štvrťroku 2015 ďalej zvýšil, po stabilizácii v predchádzajúcich dvoch štvrťrokoch.

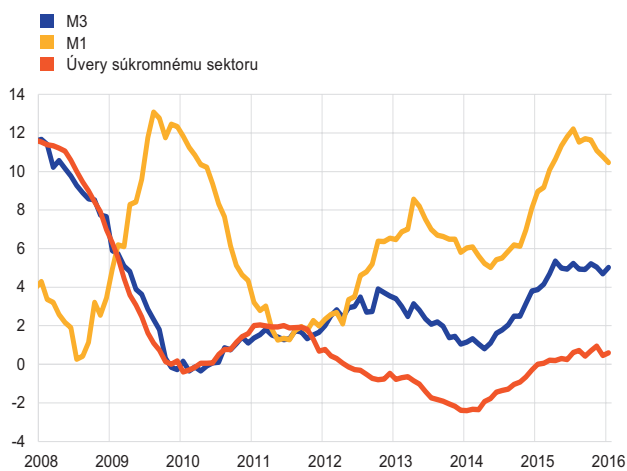
Rast peňažnej zásoby zostáva naďalej výrazný. Ročná miera rastu agregátu M3 zostala v januári 2016 na vysokej úrovni 5,0 %, čo znamená, že v porovnaní s úrovňami zaznamenanými v štvrtom štvrťroku 2015 sa nezmenila (graf 22). K rastu peňažnej zásoby opäť prispeli najlikvidnejšie komponenty širokého menového agregátu M3. Ročná miera rastu menového agregátu M1 v januári 2016 poklesla, ale naďalej zostala na vysokej úrovni. Nedávny vývoj úzkeho menového agregátu naznačuje, že eurozóna zostáva na nastúpenej ceste hospodárskeho oživenia.

Jednodňové vklady, ktoré tvoria významnú časť agregátu M1, naďalej prispievali k rastu agregátu M3 (graf 23). Prostredie veľmi nízkych úrokových sadzieb stále motivuje k držbe najlikvidnejších zložiek agregátu M3. Tento vývoj odráža aj prílevy súvisiace 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 jednodňové (M2 mínus M1) aj naďalej znižovali, hoci v menšej miere ako v predchádzajúcich mesiacoch. Miera rastu obchodovateľných nástrojov (M3 mínus M2), ktoré tvoria

Graf 22

Agregáty M3 a M1 a úvery súkromnému sektoru

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

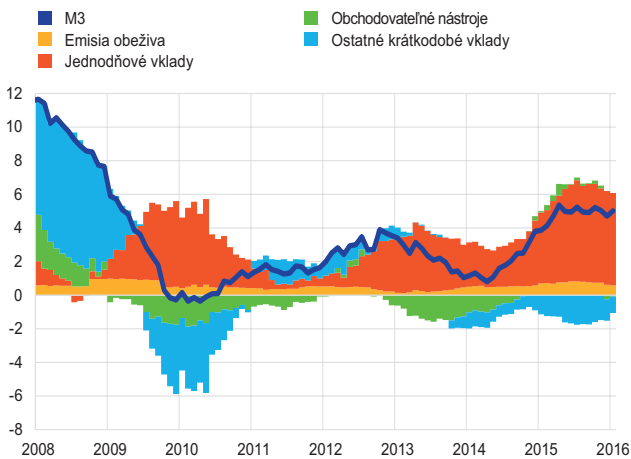


Zdroj: ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú za január 2016.

Graf 23

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 január 2016.

malú zložku agregátu M3, bola na prelome rokov záporná, napriek zotaveniu podielových fondov peňažného trhu, ktoré sa zaznamenáva od polovice roka 2014.

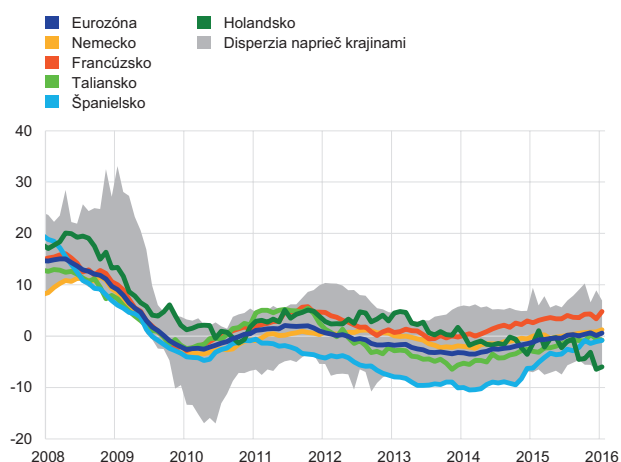
K rastu peňažnej zásoby opäť naďalej hlavnou mierou prispievali domáce zdroje. Tento vývoj je možné čiastočne vysvetliť neštandardnými opatreniami menovej politiky ECB. Z pohľadu protipoložiek, najväčším zdrojom tvorby peňažnej zásoby v januári 2016 bol nákup dlhopisov Eurosystémom v rámci programu nákupu cenných papierov verejného sektora a znižovanie pozícií v dlhodobějších finančných pasívach. Významný podiel týchto aktív bol nakúpený od PFI (okrem Eurosystému). Ročná miera zmeny dlhodobějších finančných pasív PFI (okrem kapitálu a rezerv) bola naďalej výrazne záporná a v januári 2016 dosiahla -6,9 %, to znamená že od štvrtého štvrťroka 2015 zostala nezmenená. Je to odrazom vplyvu plochej výnosovej krivky, čo súvisí s neštandardnými opatreniami menovej politiky ECB, ktoré obmedzili motiváciu investorov mať v držbe dlhodobější bankové aktíva. Atraktivnosť cielených dlhodobějších refinančných operácií ako alternatívy dlhodobějšího financovania bánk prostredníctvom trhu je ďalším faktorom, ktorý tento vývoj vysvetľuje. Okrem toho, k tvorbe peňažnej zásoby naďalej prispievali úvery PFI súkromnému sektoru eurozóny. Čistá pozícia zahraničných aktív PFI opäť prispievala k ročnému rastu agregátu M3. Tento vývoj odráža odlev kapitálu z eurozóny a prebiehajúce nastoľovanie rovnováhy v prospech nástrojov mimo eurozóny (konkrétnejšie, štátnych dlhopisov eurozóny predaných nerezidentom v rámci programu nákupu cenných papierov verejného sektora).

Dynamika poskytovania úverov sa postupne zotavovala, ale ich poskytovanie bolo stále slabé.¹ Ročná miera rastu úverov PFI súkromnému sektoru bola

Graf 24

Úvery PFI nefinančným korporáciám vo vybraných krajinách eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



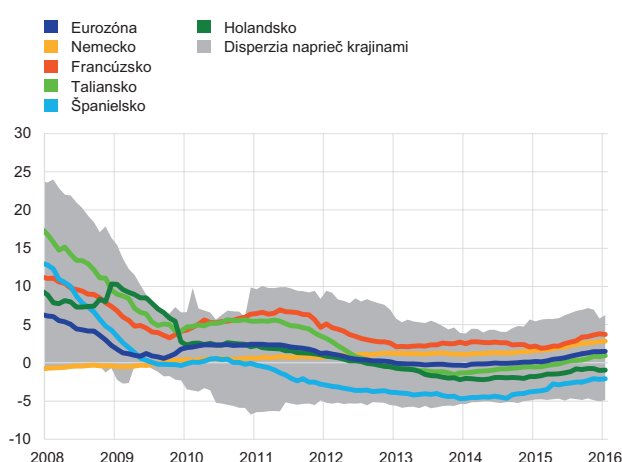
Zdroj: ECB.

Poznámky: Očistené od predaja úverov a sekuritizácie. Disperzia naprieč krajinami je vypočítaná ako minimum a maximum zo stálej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú za január 2016.

Graf 25

Úvery PFI domácnostiam vo vybraných krajinách eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: ECB.

Poznámky: Očistené od predaja úverov a sekuritizácie. Disperzia naprieč krajinami je vypočítaná ako minimum a maximum zo stálej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú za január 2016.

¹ Dňa 21. septembra 2015 ECB zverejnila nové údaje o úveroch upravené o predaj a sekuritizáciu, na základe vylepšenej metodiky očisťovania údajov. Bližšie informácie sú v boxe New data on loans to the private sector adjusted for sales and securitisation (Nové údaje o úveroch súkromnému sektoru upravené o predaj a sekuritizáciu) v čísle 7 Ekonomického bulletinu v roku 2015.

v štvrtom štvrťroku 2015 a v januári 2016 vo všeobecnosti stabilná (graf 22). Hoci ročná miera rastu úverov nefinančným korporáciám zostala tlmená (graf 24), od prvého štvrťroka 2014 sa výrazne zotavila. Na tomto zlepšení sa podieľali najväčšie krajiny, pričom miery rastu úverov zostali v niektorých jurisdikciách stále negatívne. Ročná miera rastu úverov domácnostiam (upravená o predaj úverov a sekuritizáciu) sa počas štvrtého štvrťroka 2015 a v januári 2016 mierne zlepšila (graf 25). Na tomto vývoji sa podieľal výrazný pokles úročenia bankových úverov, ktorý sa v eurozóne pozoruje od leta 2014 (najmä v dôsledku neštandardných opatrení menovej politiky ECB), a zlepšenia na strane ponuky a dopytu po bankových úveroch. Pokračujúca konsolidácia bilancií bánk a pretrvávajúce vysoké úrovne nesplácaných úverov v niektorých krajinách však naďalej bránili rastu úverov.

Zmeny podmienok poskytovania úverov a dopyt po úveroch naďalej prispievali k zrýchleniu ich rastu.

Počas prieskumu úverovej aktivity bánk v eurozóne v januári 2016 sa ako významné hybné sily zvyšovania dopytu po úveroch zistili nízka všeobecná úroveň úrokových sadzieb, zvýšená potreba financovania fixných investícií a zlepšenie vyhládok na trhu s nehnuteľnosťami (prieskum je dostupný na stránke <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). V tomto kontexte mal program nákupu aktív za následok čisté uvoľnenie úverových

štandardov, a najmä podmienok poskytovania úverov. Banky ďalej uvádzali, že dodatočnú likviditu, ktorú získali z programu nákupu aktív a dlhodobějších cieľených refinančných operácií, použili tak na poskytovanie úverov, ako aj na nahradenie financovania z iných zdrojov. Napriek týmto pozitívnym trendom vývoja zostala dynamika úverov tlmená a naďalej odrážala faktory akými sú tlmená ekonomická klíma a konsolidácia bilancií bánk. Navyše, na ponuku úverov v niektorých častiach eurozóny mali stále vplyv prísne podmienky poskytovania úverov.

Náklady na financovanie bánk zostávajú na úrovni blízkej ich historickým minimám, napriek preceňovaniu dlhopisov, ku ktorému došlo na začiatku roka 2016.

Zložené náklady na financovanie bánk klesajú už niekoľko rokov (graf 26) uprostred čistého splácania dlhodobějších finančných pasív PFI. Vo všeobecnosti k poklesu zložených nákladov na financovanie bánk prispeli akomodatívne nastavenie menovej politiky ECB, zlepšovanie bilancií a znižujúce

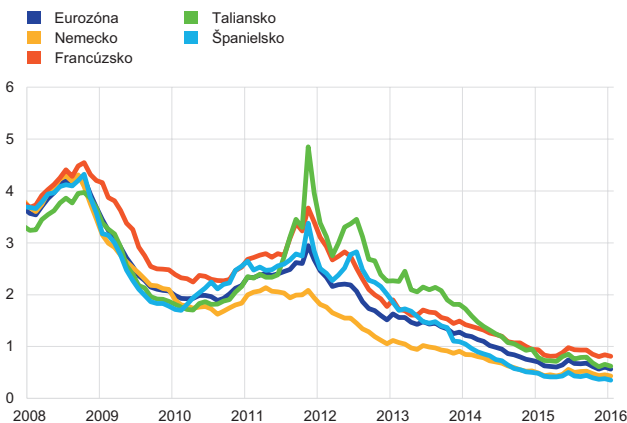
sa rozdiely medzi finančnými trhmi. Pokiaľ ide o prístup bánk k financovaniu, prieskum úverovej aktivity bánk v eurozóne z januára 2016 ukázal, že s výnimkou sekuritizácie sa v štvrtom štvrťroku 2015 nezaznamenalo zlepšenie žiadnych ďalších hlavných trhových nástrojov.

Úrokové sadzby bankových úverov nefinančným korporáciám a domácnostiam zostali v januári 2016 v podstate stabilné, ale počas uplynulých štyroch rokov výrazne poklesli (grafy 27 a 28). Odhliadnuc od nedávnych znakov stabilizácie, zložené úrokové miery úverov nefinančným korporáciám a domácnostiam poklesli

Graf 26

Zložené náklady bánk na dlhové financovanie

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



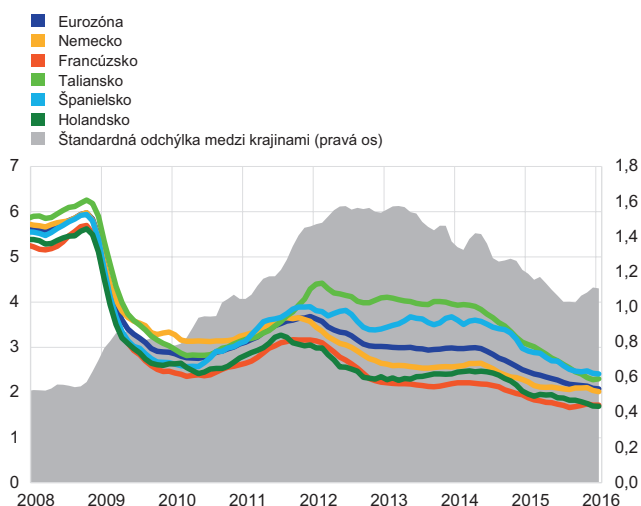
Zdroje: ECB, Merrill Lynch Global Index a výpočty ECB.

Poznámky: Zložené náklady na vklady sa vypočítavajú ako priemer úrokových sadzieb nových obchodov tvorených dennými vkladmi, vkladmi s dohodnutou splatnosťou a vkladmi splatnými na požiadanie, vážených príslušnými nesplatenými objemami. Posledné údaje sú za január 2016.

Graf 27

Zložené úrokové sadzby úverov nefinančným korporáciám

(% p. a.; trojmesačný kľzavý priemer)



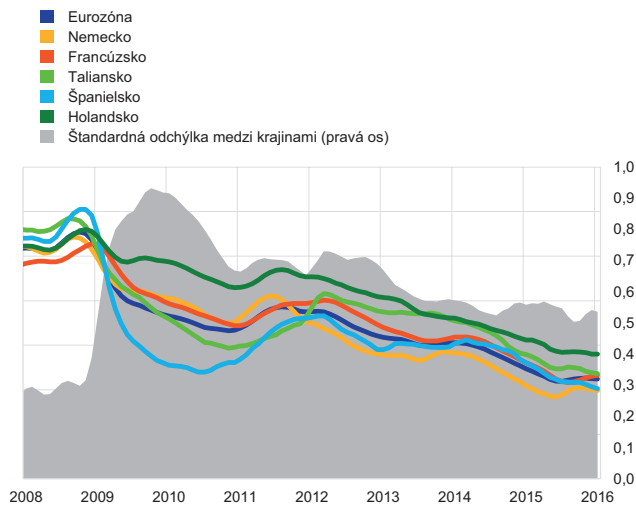
Zdroj: ECB.

Poznámky: Ukazovateľ celkových nákladov na bankové úvery sa počíta agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb použitím 24 mesačných kľzavých priemerov objemu nových obchodov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú za január 2016.

Graf 28

Zložené úrokové miery úverov na bývanie

(% p. a.; trojmesačný kľzavý priemer)



Zdroj: ECB.

Poznámky: Ukazovateľ celkových nákladov na bankové úvery sa počíta agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb použitím 24 mesačných kľzavých priemerov objemu nových obchodov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú za január 2016.

od júna 2014 omnoho viac ako referenčné miery peňažného trhu. Tento vývoj súvisí aj so znižujúcimi sa rozdielmi medzi finančnými trhami eurozóny a so zlepšovaním prenosu opatrení menovej politiky do úrokových sadzieb bankových úverov. Okrem toho, pokles zložených nákladov na financovanie bánk prispel k poklesu zložených úrokových mier úverov. Od vyhlásenia balíčka ECB na uľahčenie prístupu k úverom v júni 2014 banky postupne premietali pokles nákladov na svoje financovanie do zníženia úrokových sadzieb úverov. Od mája 2014 do januára 2016 zložené úrokové miery úverov nefinančným korporáciám eurozóny poklesli o viac ako 80 bazických bodov na 2,09 %. Počas rovnakého obdobia poklesli zložené úrokové miery úverov na nákup nehnuteľností na bývanie o viac ako 60 bazických bodov a v januári 2016 dosiahli 2,23 %. Navyše, od začiatku uľahčovania prístupu k úverom pokračoval v eurozóne klesajúci trend spreadu medzi úrokovými sadzbami veľmi malých úverov (úverov do 0,25 mil. €) a úrokovými sadzbami veľkých úverov (úverov nad 1 mil. €). To svedčí o tom, že z nedávneho vývoja úrokových sadzieb úverov majú malé a stredné podniky väčší prospech ako veľké.

Program nákupu aktív a spomínaný balíček na uľahčenie prístupu k úverom prispeli k výraznému zmenšeniu disperzie nákladov na úvery nefinančným korporáciám naprieč jednotlivých krajín (disperzia vyjadrená štandardnou odchýlkou). V rizikových krajinách eurozóny sa zaznamenalo najväčšie zníženie úrokových sadzieb bankových úverov. Napriek určitému povzbudivému vývoju podmienok poskytovania úverov na úrovni eurozóny ako celku sa však podmienky poskytovania úverov medzi jednotlivými krajinami a sektormi naďalej líšili.

Predpokladá sa, že celkový ročný tok financovania nefinančných korporácií z vonkajších zdrojov sa v štvrtom štvrťroku 2015 opäť zvýšil po tom, ako sa v predchádzajúcich dvoch štvrťrokoch stabilizoval. Financovanie nefinančných

korporácií je teraz na úrovniach podobných tým, ktoré sa zaznamenali na jeseň 2011 (maximum po kríze) a koncom roka 2004 (pred obdobím, v ktorom sa začal nadmerný rast úverov). K oživeniu, ktoré sa pozoruje pri financovaní nefinančných korporácií z vonkajších zdrojov od začiatku roka 2014, prispeli zlepšovanie ekonomickej aktivity, ďalší pokles nákladov na poskytovanie bankových úverov, uvoľňovanie podmienok poskytovania bankových úverov a stále veľmi nízke náklady na financovanie dlhu prostredníctvom trhu. Nefinančné korporácie v štvrtom štvrťroku 2015 ďalej zvyšovali svoju držbu hotovosti, čím sa dostali na nové historické maximum, pričom tento vývoj súvisel s nízkymi oportunitnými nákladmi a väčšou neistotou na finančných trhoch.

Čisté vydávanie dlhových cenných papierov nefinančnými korporáciami sa v januári 2016 dostalo do negatívnych hodnôt. Tento pokles bol s najväčšou pravdepodobnosťou spôsobený vysokou volatilitou na trhu a odložením plánovaných emisií. Nerozdelený zisk zaznamenal v treťom štvrťroku uplynulého roka dvojcifernú mieru rastu. Je veľmi pravdepodobné, že tento pokračujúci výrazný rast objemu nerozdelených ziskov mal vplyv aj na čisté vydávanie dlhových cenných papierov v uplynulých mesiacoch. Od mája 2015 bolo vydávanie dlhových cenných papierov podstatne nižšie ako počas prvých mesiacov uplynulého roka, keď bolo stimulované oznámením a implementáciou programu nákupu aktív. Čisté vydávanie kótovaných akcií nefinančnými korporáciami zostalo od polovice roka 2015 tlmené.

Celkové nominálne náklady na financovanie nefinančných korporácií eurozóny z vonkajších zdrojov sa od decembra 2015 mierne zvýšili, po dosiahnutí historického minima v novembri predchádzajúceho roka. Tento trend vo všeobecnosti odráža vyššie náklady na financovanie prostredníctvom akcií spôsobené poklesom ich cien súvisiacim s revíziou vyhladok hospodárskeho rastu svetového hospodárstva a ziskov korporácií smerom nadol. V tom istom čase sa náklady na financovanie dlhu prostredníctvom trhu zvýšili len nepatrne.

V horizonte prognózy by mal rozpočtový deficit eurozóny ostať v podstate nezmenený, keďže mierne expanzívne nastavenie fiškálnej politiky pravdepodobne preváži vplyv zlepšujúcich sa cyklických podmienok a klesajúcich úrokových platieb na zníženie deficitu. Hoci súčasnú celkovú fiškálnu pozíciu eurozóny možno považovať za vcelku primeranú, fiškálna politika mnohých členských štátov vyvoláva obavy, pokiaľ ide o riziko nesúladu s Paktom stability a rastu. Najmä krajiny s vysokou úrovňou dlhu by mali vyvinúť ďalšie konsolidačné úsilie na nastavenie svojho pomeru verejného dlhu na pevnú klesajúcu tendenciu, aby si tak zvýšili odolnosť voči nepriaznivým šokom.

Očakáva sa, že rozpočtový deficit verejných financií v eurozóne by mal počas horizontu prognózy ostať v podstate nezmenený, čím sa preruší klesajúci trend, ktorý sa začal v roku 2011. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2016¹ by mal pomer deficitu verejných financií eurozóny ostať až do roku 2017 na úrovni 2,1 % HDP a v roku 2018 len nepatrne klesnúť o 0,1 percentuálneho bodu (tabuľka 1). V porovnaní s projekciami z decembra 2015 sa fiškálny výhľad počas horizontu prognózy mierne zhoršil, okrem iného v dôsledku efektov prenosu po úprave nominálneho HDP v roku 2015 smerom nadol a mierne expanzívnejších opatrení fiškálnej politiky.

Tabuľka 1

Fiškálny vývoj v eurozóne

(v % HDP)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
a. Príjmy spolu	46,6	46,8	46,6	46,3	46,0	45,9
b. Výdavky spolu	49,6	49,4	48,7	48,5	48,1	47,9
z toho						
c. Úrokové náklady	2,8	2,7	2,4	2,2	2,1	2,1
d. Primárne výdavky (b – c)	46,8	46,7	46,3	46,2	46,0	45,8
Saldo rozpočtu (a – b)	-3,0	-2,6	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0
Primárne saldo rozpočtu (a – d)	-0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1
Cyklicky upravené saldo rozpočtu	-2,3	-1,9	-1,8	-2,1	-2,2	-2,1
Štrukturálne saldo	-2,2	-1,8	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1
Hrubý dlh	91,1	92,1	91,1	90,8	90,0	89,2
Informatívna položka: reálny HDP (percentuálna zmena)	-0,2	0,9	1,5	1,4	1,7	1,8

Zdroj: Eurostat a makroekonomické projekcie odborníkov ECB z marca 2016.

Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy za eurozónu. Z dôvodu zaokrúhľovania súčty nemusia súhlasiť.

Fiškálna pozícia eurozóny² bude v horizonte prognózy podľa očakávaní mierne expanzívna. Mierne uvoľňovanie celkovej fiškálnej politiky možno považovať vzhľadom na krehké oživenie za vcelku primerané. Toto uvoľnenie je do značnej miery výsledkom diskrečného zníženia daní, ako aj zvýšenia vládnych výdavkov spojených s prílevom utečencov, u ktorých sa predpokladá, že plne prevážia priaznivý príspevok cyklickej zložky a pozitívny vplyv nižších úrokových platieb na nominálny deficit.

¹ Viac informácií v článku Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – marec 2016 <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201603.en.pdf>

² Fiškálna politika sa meria ako zmena štrukturálneho salda, čiže salda očisteného od cyklických vplyvov po odpočítaní dočasných opatrení, ako je štátna pomoc finančnému sektoru.

Zvlášť výrazné uvoľnenie rozpočtovej politiky sa očakáva v Nemecku, Taliansku a Holandsku, zatiaľ čo v Írsku a na Cypre sa očakáva ďalšie konsolidačné úsilie.

Dlh verejnej správy eurozóny bude klesať zo svojej zvýšenej úrovne len postupne.

Pomer dlhu eurozóny by mal podľa očakávaní pomaly klesať zo svojej najvyššej úrovne 92,1 % HDP v roku 2014 a do konca roka 2018 by mal dosiahnuť 89,2 % HDP. Plánované zníženie dlhu verejnej správy, ktoré je nižšie ako sa očakávalo v projekciách z decembra 2015, podporuje priaznivý vývoj diferenciálu úrokových sadzieb a rastu, vzhľadom na predpokladané hospodárske oživenie a očakávané nízke úrokové sadzby. Malé primárne prebytky a negatívne úpravy vzťahu deficitu a dlhu, ktoré sú okrem iného odrazom príjmov z privatizácie, taktiež prispievajú k zlepšeniu výhľadu dlhu. V niektorých krajinách však bude pravdepodobne v horizonte prognózy pomer dlhu ďalej narastať. Pomer dlhu veľkej väčšiny krajín eurozóny bude do roku 2018 aj naďalej výrazne nad referenčnou hodnotou 60 %.

Na zaistenie trvalého poklesu verejného dlhu je potrebné vynaložiť ďalšie konsolidačné úsilie.

Vzhľadom na stále silné rozpočtovo-finančné prepojenie sú krajiny s vysokou mierou dlhu v prípade obnovenej nestability finančného trhu obzvlášť zraniteľné. Navyše ich schopnosť prispôsobiť sa potenciálnym nepriaznivým šokom je skôr obmedzená. V nedávno zverejnenej Správe o fiškálnej udržateľnosti za rok 2015³ Európska komisia identifikovala osem krajín eurozóny, konkrétne Belgicko, Írsko, Španielsko, Francúzsko, Taliansko, Portugalsko, Slovinsko a Fínsko, ktoré sú vystavené vysokým strednodobým rizikám fiškálnej udržateľnosti, a to najmä pre zvýšenú úroveň ich verejného dlhu a vysoké implicitné záväzky. Zo správy vyplýva, že identifikované riziká si vyžadujú plnú implementáciu požiadaviek na úpravu, tak ako sa stanovuje v Pakte stability a rastu. Závery Rady ECOFIN z 8. marca 2016⁴ v tejto súvislosti zdôraznili, že členské štáty musia zabezpečiť udržateľné fiškálne pozície a dodržiavanie rozpočtových pravidiel EÚ. Krajínám sa teda rozhodne odporúča využívať neočakávané zisky vyplývajúce zo súčasného prostredia nízkych úrokových sadzieb na budovanie rezerv a odolnosti voči budúcim šokom.

S cieľom zabezpečiť, aby bol príspevok krajín k hospodárskemu rastu v strednodobom horizonte efektívnejší a trvalejší, mali by svoje politické opatrenia zamerať na správne nastavenie výdavkov na verejné investície pri súčasnom zohľadnení fiškálneho priestoru, ktorý majú k dispozícii.

Hoci je kvantifikácia makroekonomických vplyvov spojená s veľkou neistotou, dá sa očakávať, že verejné investície môžu mať pozitívne účinky na dopyt a zvýšením objemu verejného kapitálu môžu zvýšiť potenciálnu produkciu (viac v článku Public investment in Europe v tomto vydaní Ekonomického bulletinu – len anglické znenie).

Kým celkovú súčasnú fiškálnu pozíciu eurozóny možno považovať za primeranú, skrýva veľké rozdiely v jednotlivých členských štátoch, s rastúcim rizikom nesúladu s Paktom stability a rastu v niektorých krajinách bez fiškálneho priestoru.

Vlády musia pri plnom dodržiavaní požiadaviek paktu

³ Viac v Správe o fiškálnej udržateľnosti za rok 2015, Európska komisia (http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip018_en.pdf).

⁴ http://www.consilium.europa.eu/press-releases-pdf/2016/3/40802209647_en_635930313600000000.pdf

hľadať vo svojej fiškálnej pozícii rovnováhu medzi znižovaním vysokej úrovne dlhu a zachovaním oživenia. Je potešiteľné, že krajiny s fiškálnym priestorom ju využívajú, ako napríklad Nemecko, ktoré musí prispôsobiť rozpočet značnému vplyvu prílevu utečencov. Na druhej strane krajiny bez fiškálneho priestoru by mali naďalej realizovať opatrenia nevyhnutné na zabezpečenie plného súladu s Paktom stability a rastu, a podchytiť tak riziko udržateľnosti dlhu a zvyšovať odolnosť voči budúcim otrasom. Vo svojom vyjadrení zo 7. marca 2016⁵ Euroskupina zopakovala, že v roku 2016 hrozia rozpočtom v niektorých krajinách riziká v súvislosti s nesplnením povinností vyplývajúcich z Paktu stability a rastu a že predchádzajúce záväzky je ešte potrebné premietnuť do konkrétnych opatrení. V porovnaní s preskúmaním návrhov rozpočtových plánov v novembri 2015 sa ďalej zvýšil počet krajín, ktoré sú hodnotené ako krajiny s rizikom nesúladu. Okrem štyroch krajín eurozóny, ktoré už boli v novembri identifikované ako krajiny s rizikom nesúladu (Taliansko, Španielsko, Rakúsko a Litva), vidí Euroskupina riziko nesúladu aj v prípade Portugalska, na základe jeho nového návrhu rozpočtového plánu, ale aj Belgicka a Slovinska, a to v dôsledku zhoršeného hodnotenia rizika oboch krajín v porovnaní s novembrom. Okrem toho sa v prípade šiestich krajín (Francúzsko, Holandsko, Lotyšsko, Malta, Fínsko a Írsko) našli určité riziká odchýlenia od požiadaviek Paktu stability a rastu. Zatiaľ čo sa očakáva, že Francúzsko splní svoje ciele celkového deficitu na roky 2015 a 2016, v jeho štrukturálnom úsilí do roku 2017 sú významné nedostatky, a tak je včasná korekcia nadmerného deficitu v ohrození. Kým Holandsko je v súlade s referenčnou hodnotou pre výdavky, jeho štrukturálny deficit sa má v rokoch 2015 a 2016 značne zhoršiť, čo vyústi do odchýlky 1,1 percentuálneho bodu od strednodobého rozpočtového cieľa.⁶ Celkovo je nevyhnutné, aby sa do posilneného fiškálneho rámca v plnej miere a konzistentne zaviedlo včasné varovanie a korekčné opatrenia.

Nasleduje stručný prehľad siedmich krajín eurozóny, ktoré boli vyhodnotené ako krajiny s rizikom nesúladu s Paktom stability a rastu. Dôraz sa kladie na ich očakávanú fiškálnu pozíciu, následné opatrenia prijaté od novembra 2015 a v relevantných prípadoch na záväzky prijaté v marci v stanovisku Euroskupiny týkajúcom sa zmiernenia nedostatkov v konsolidácii.

Počnúc krajinami v nápravnej časti, Euroskupina v marci znovu vyzvala Španielsko, aby zaviedlo dodatočné opatrenia s cieľom zabezpečiť korekciu svojho nadmerného deficitu v roku 2016. Od novembra však nedošlo k žiadnemu podstatnému kroku. Podľa zimnej prognózy Európskej komisie Španielsko pravdepodobne nesplní svoje záväzky v rámci postupu pri nadmernom deficite. Cieľ celkového deficitu v rámci postupu pri nadmernom deficite na rok 2016 sa podľa odhadov nepodarí splniť o 0,8 % HDP a štrukturálne úsilie podľa všetkého nebude počas rokov 2013 až 2016 vo veľkej miere zodpovedať požadovanému úsiliu. Komisia v tejto súvislosti vydala 9. marca 2016 samostatné odporúčanie, v ktorom uvádza, že na jar prehodnotí (na základe údajov validovaných Eurostatom, ktoré majú byť zverejnené v apríli), či postup pri nadmernom deficite zintenzívni.

⁵ http://www.consilium.europa.eu/press-releases-pdf/2016/3/40802209632_en_635930313600000000.pdf

⁶ Podľa hodnotenia Európskej komisie sú rozpočty štyroch krajín na rok 2016 plne v súlade s Paktom stability a rastu (Nemecko, Estónsko, Luxembursko a Slovensko).

Portugalsko podľa prognózy svoj nadmerný deficit v termíne do konca roku 2015 neodstránilo. Podľa zimnej prognózy Európskej komisie má celkový deficit v roku 2015 dosiahnuť 4,2 % HDP vrátane značných fiškálnych nákladov na riešenie krízových situácií bánk. Vzhľadom na veľké nedostatky v štrukturálnom úsilí neexistuje žiadny dôkaz o účinných krokoch, ktoré by boli predpokladom na predĺženie termínu v rámci postupu pri nadmernom deficite bez jeho zintenzívnenia. Na základe rozpočtových výsledkov za rok 2015 validovaných Eurostatom Európska komisia na jar opätovne posúdi situáciu, pokiaľ ide o postup pri nadmernom deficite. Komisia okrem toho vo svojom stanovisku z 5. februára 2016 zhodnotila, že návrh rozpočtového plánu na rok 2016, ktorý portugalské orgány predložili v januári a doplnili 5. februára, obsahuje riziko nesúladu s Paktom stability a rastu. Vo svojich vyhláseniach z 11. februára a 7. marca Euroskupina vyzvala portugalské orgány, aby pripravili dodatočné opatrenia, ktoré sa v prípade nutnosti majú zrealizovať s cieľom zabezpečiť súlad rozpočtu na rok 2016 s Paktom stability a rastu.

Pokiaľ ide o krajiny v rámci preventívnej časti, Komisia vo svojej zimnej prognóze v prípade Talianska poukazuje na rozdiel 0,8 percentuálneho bodu HDP v roku 2016 oproti požadovanému adaptačnému postupu na dosiahnutie strednodobého cieľa. Tento rozdiel je väčší, než sa predpokladalo na jeseň v roku 2015, a odráža dodatočné výdavky spojené so zákonom o stabilite na rok 2016, ktorými sa zvýšil cieľ deficitu o 0,2 percentuálneho bodu na 2,4 % HDP. Na základe aktuálne dostupných informácií by tu mohlo hroziť riziko významnej odchýlky od požiadaviek v rámci preventívnej časti v roku 2016, aj keď mala byť Taliansku na jar poskytnutá dodatočná flexibilita. Aj v prípade Talianska sa predpokladá, že v roku 2015 a 2016 nebude v súlade s dlhovým pravidlom. Euroskupina v tejto súvislosti zopakovala svoju výzvu na zavedenie potrebných opatrení, aby sa zaistil súlad rozpočtu na rok 2016 s pravidlami Paktu stability a rastu. Komisia 9. marca oznámila talianskym orgánom svoje obavy a naznačila, že na jar posúdi, či je na základe jeho dlhu potrebné otvoriť postup pri nadmernom deficite.

Podľa zimnej prognózy Európskej komisie sa predpokladá, že ani Belgicko nie je v roku 2015 a 2016 v súlade s dlhovým pravidlom. Vzhľadom na túto skutočnosť Euroskupina vo svojom marcovom stanovisku vyzvala príslušné orgány, aby prijali štrukturálne opatrenia potrebné na zabezpečenie plného súladu s Paktom stability a rastu, čo zopakovala aj Komisia vo svojom liste z 9. marca adresovanom belgickým úradom. Komisia potom na jar na základe dlhu krajiny posúdi, či je potrebné otvoriť postup pri nadmernom deficite.

Ďalšie tri krajiny, ktoré podliehajú preventívnej časti a ktoré Euroskupina v marci vyhodnotila ako krajiny s rizikom nesúladu s Paktom stability a rastu, sú Slovinsko, Rakúsko a Litva. Podľa zimnej prognózy Európskej komisie by mal byť nadmerný deficit Slovinska udržateľným spôsobom upravený do konca roku 2015, no štrukturálne úsilie plánované na rok 2016 nezodpovedá požiadavkám preventívnej časti. V prípade Rakúska sa predpokladá, že štrukturálne saldo sa v roku 2016 odchýli od strednodobého cieľa o viac ako 0,5 % HDP, hoci po zohľadnení nákladov súvisiacich s utečencami nejde o výraznú odchýlku. Pokiaľ ide o Litvu, predpokladá sa, že sa v rámci preventívnej časti výrazne odchýli od referenčnej hodnoty pre výdavky.

Box 1

Spomalenie rastu produktivity práce v Spojených štátoch – fakty a hospodárske dôsledky

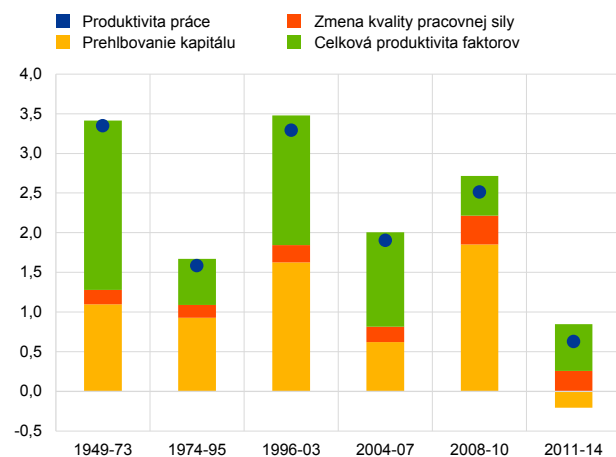
Vyhliadky dlhodobého rastu hospodárstva Spojených štátov sú dôležité aj z hľadiska hospodárstva eurozóny, pretože Spojené štáty sú hlavným hnacím motorom svetovej hospodárskej aktivity. Rast produktivity práce v Spojených štátoch, ktorá je hlavnou hybnou silou vyhládok dlhodobého rastu, bol v uplynulých rokoch prekvapujúco nevýrazný. Tento vývoj sa zaznamenal aj v mnohých vyspelých a rozvíjajúcich sa ekonomikách.¹ Pochopenie dôvodov nedávneho spomalenia je preto dôležité pre posúdenie vyhládok hospodárskeho rastu v Spojených štátoch, a tým aj v eurozóne.

Fakty a možné vysvetlenia

Graf A

Členenie rastu produktivity práce

(príspevky v percentuálnych bodoch k priemerným ročným percentuálnym zmenám)



Zdroj: US Bureau of Labor Statistics.

Poznámka: Produktivita práce je definovaná ako hodnota produkcie na odpracovanú hodinu.

V minulosti sa rast produktivity práce v Spojených štátoch (definovaný ako produktivita na jednu odpracovanú hodinu) v podnikateľskom sektore vyvíjal výrazne odlišne (graf A). Po výraznom tempe miery rastu (3,3 %) v rokoch 1949 až 1973 nasledoval prudký pokles (1,6 %) v nasledujúcich dvoch desaťročiach. Prudký rozmach informačných a komunikačných technológií (IKT) v období rokov 1996 až 2003 bol zázrakom v oblasti produktivity, keď sa rast produktivity práce zdvojnásobil. Po takmer úplnom absorbovaní prínosov prudkého rozmachu IKT sa tempo rastu v období pred krízou spomalilo na 1,9 % (2004 – 2007). Po tejto kríze nasledovalo v rokoch 2008 až 2010 cyklické oživenie, avšak po tomto oživení nasledoval rast produktivity práce, ktorý bol sklamaním. Od roku 2011 rástla produktivita práce v Spojených štátoch v priemere len 0,5 % za rok, v porovnaní s jej dlhodobou mierou rastu 2,5 %.

Rozklad² rastu produktivity práce na jednotlivé príspevky ukazuje, že väčšinu spomalenia možno

¹ The future of productivity (Budúcnosť produktivity), OECD, 2015, a Productivity Brief 2015 (Produktivita za rok 2015 v skratke), Rada Konferencie, 2015.

² Podľa neoklasickej teórie rastu možno rast produktivity práce rozložiť na nasledujúce tri príspevky: prehľbovanie kapitálu, kvalita pracovnej sily a celková produktivita faktorov. Prehľbovanie kapitálu znamená kapitálové služby odvodené zo stavu hmotných a nehmotných aktív (práv duševného vlastníctva), vydelené odpracovanými hodinami. Kvalita (alebo zloženie) pracovnej sily meria vplyv zmien v zložení pracovných síl pokiaľ ide o vek, pohlavie a úroveň vzdelania na efektívnosť odpracovaných hodín. Rast celkovej produktivity faktorov sa meria ako Solowov reziduál a zachytáva nárast efektívnosti (najmä nárast efektívnosti a intenzity vstupov využívaných vo výrobe), ktorý je spôsobený inými faktormi, ako sú nové technológie, efektívnejšie obchodné procesy a organizačné zlepšenia.

vysvetliť poklesom príspevku prehlbovania kapitálu a v menšej miere pomalším rastom celkovej produktivity faktorov.

Rast celkovej produktivity faktorov sa spomalil už pred globálnou finančnou krízou v roku 2008, čiastočne v dôsledku postupného ústupu predchádzajúceho prudkého nárastu celkovej produktivity faktorov spôsobeného IKT³, ale k tomuto spomaleniu prispela aj hospodárska depresia, ktorá nasledovala. Príspevok prehlbovania kapitálu sa naopak najprv počas recesie zvýšil, keďže veľký pokles celkovo odpracovaných hodín spôsobil prudký nárast pomeru kapitálu k odpracovanej hodine. Neskôr, v rokoch 2011 až 2014, nasledoval výrazný pokles tohto príspevku až do záporných hodnôt. V uplynulých rokoch sa príspevok kvality pracovnej sily, tretej zložky produktivity práce, v porovnaní s uplynulými desaťročiami zvýšil, možno preto, že depresia najviac zasiahla pracovníkov s nízkou kvalifikáciou, čím sa zvýšila celková efektívnosť ostatných, ktorí zostali zamestnaní.

Prehlbovanie kapitálu rástlo najpomalšie za 60 rokov, najmä v dôsledku kombinácie prudkého poklesu a následného nevýrazného zotavovania podnikových investícií a cyckického zotavovania odpracovaných hodín.

Zdá sa, že pokles miery akumulácie kapitálu možno vysvetliť najmä tlmeným výhľadom ekonomickej aktivity a neistotou, či sa rast natrvalo vráti na úroveň pred recesiou. Okrem toho, aj nesprávne meranie (najmä deflátor IKT) by sa mohlo čiastočne podieľať na slabej investičnej výkonnosti počas nedávnej expanzie, keďže sa tým podhodnotil reálny rast HDP a produktivity práce.⁴

Rast celkovej produktivity faktorov je podmienený množstvom faktorov. Medzi ne patria zdroje vynakladané na inovácie; ďalej to, ako sa inovácie prenášajú do ostatných častí hospodárstva a ako sa komercializujú; dynamika firiem a trhu práce, ktorá rozhoduje o tom, ako rýchlo sú nové inovácie prijímané, ako dlho neefektívne firmy prežívajú a ako ľahko si pracovné sily nachádzajú najproduktívnejšie využitie a možné plytvanie zdrojmi počas prudkého nárastu cien aktív a zvyšovania zadlženosti.

Spomalenie rastu celkovej produktivity faktorov by mohlo súvisieť so zníženou dynamikou podnikania, ktorá mohla znížiť rýchlosť a rozsah prenosu inovácií v rámci hospodárstva.

Keďže výdavky na výskum a vývoj a počet patentových prihlášok sa v uplynulých rokoch vyvíjali pozitívne, je nepravdepodobné, že by pokles zdrojov vynakladaných na inovácie bol jedným z hlavných vysvetlení spomalenia rastu celkovej produktivity faktorov. To potvrdzuje rastúci počet technologických výdobytkov vo vedeckej oblasti, ako je robotika a 3D tlač. Naopak, zatiaľ čo je americké hospodárstvo známe svojou dynamikou – v zmysle možnosti rýchleho rozbehu, resp. ukončenia podnikania, ako aj pokiaľ ide o flexibilitu trhu práce – existujú určité dôkazy, že táto dynamika v uplynulých rokoch poklesla. Konkrétne, počas poslednej recesie prudko poklesla miera zakladania

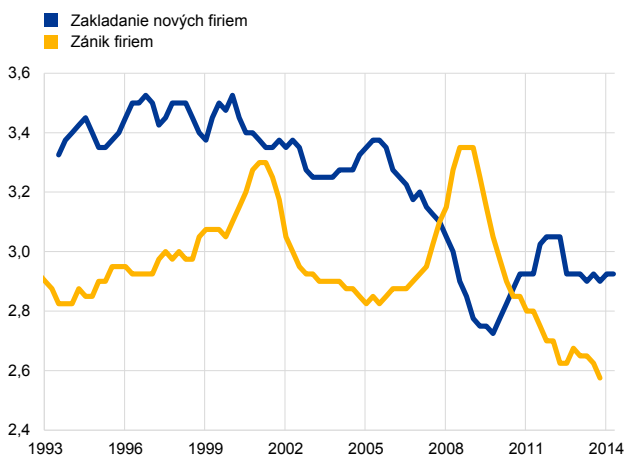
³ Fernald, J., Productivity and Potential Output before, during and after the Great Recession (Produktivita a potenciálny produkt pred, počas a po veľkej recesii), Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series, č. 2012-18, 2012.

⁴ Medzi kľúčové dôvody pre potenciálne nesprávne merania patrí presun v investíciách do výpočtovej techniky z výrobkov domácej produkcie do dovážaných výrobkov, spolu s menej účinným úsilím zohľadniť rastúcu kvalitu dovážaných výrobkov, ako aj vplyv zmeny stratégie tvorby cien mikroprocesorov spoločnosti Intel, čo viedlo k systematickým chybám metodiky porovnávania modelov. Byrne, D. a Pinto, E., The recent slowdown in high-tech equipment price declines and some implications for business investment and labor productivity (Nedávne spomalenie poklesu cien vyspelých technologických zariadení), Poznámky FEDS, 2015, a Hatzius, J. a Dawsey, K., Doing the Sums on Productivity Paradox 2.0. (Spočítavanie v rámci Productivity Paradox 2.0), Goldman Sachs US Economics Analyst, vydanie 15/30, 2015.

Graf B

Dynamika hospodárstva meraná mierou vzniku a zániku podnikov

(percento priemerného počtu podnikov v predchádzajúcom a prebiehajúcom roku; štvorročný kĺzavý priemer)



Zdroj: US Bureau of Labor Statistics.

nových podnikov a odvtedy sa neobnovila (graf B), čo môže čiastočne súvisieť s prísnejšími podmienkami poskytovania úverov malým firmám a menšou ochotou podstupovať riziko. Miera počtu zlyhaní a konkurzov firiem tak isto poklesla. Nižšie miery zakladania a zániku podnikov môžu signalizovať, že niečo bráni tomu, aby sa zdroje využívali čo najproduktívnejšie.

Okrem toho, nadmerný nárast zadlženosti domácností počas boomu v oblasti bývania pred finančnou krízou mohol negatívne ovplyvniť rast celkovej produktivity faktorov v čase zotavenia v dôsledku nesprávneho rozdeľovania zdrojov.

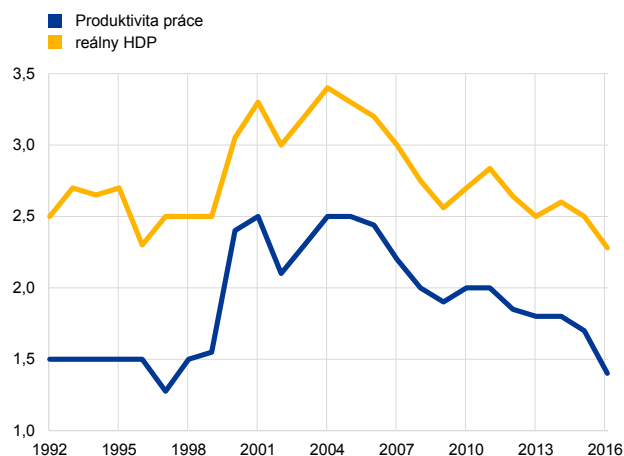
V Spojených štátoch bolo zadlženie domácností nadmerné počas väčšiny obdobia po roku 2003, čo vyústilo do dlhšieho obdobia znižovania ich zadlženosti.⁵ Počas trvania nadmerného zadlženia domácností mohol sektor nehnuteľností na bývanie nadmerne čerpať zdroje, a tým spomaliť rast celkovej produkcie faktorov.

Dôsledky potenciálneho rastu celkovej produkcie a miezd

Graf C

Prognózy mediánu rastu produktivity práce a reálneho HDP o desať rokov

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Survey of Professional Forecasters, Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Aj keď prognostici postupne revidovali svoje odhady rastu produktivity práce v čase o desať rokov, odhady boli vyššie ako súčasné veľmi nízke úrovne, čo svedčí o určitom budúcom oživení.

Priemerné dlhodobé prognózy rastu reálneho HDP a produktivity podľa Survey of Professional Forecasters boli od roku 2004 revidované smerom nadol, pričom posledné odhady týchto indikátorov boli po sebe 2,3 % a 1,4 % (graf C), v porovnaní s mierou rastu skutočnej produktivity práce 0,5 % od roku 2011. Je to v súlade s interpretáciou, že kým niektoré aspekty spomalenia rastu produktivity, napríklad dynamika firiem, by mohli mať do určitej miery pretrvávajúcejší charakter a zotavovať sa len postupne, pri cyklických faktoroch, najmä v súvislosti s kapitálovými investíciami, sa očakáva, že k ich zlepšeniu dôjde rýchlejšie.

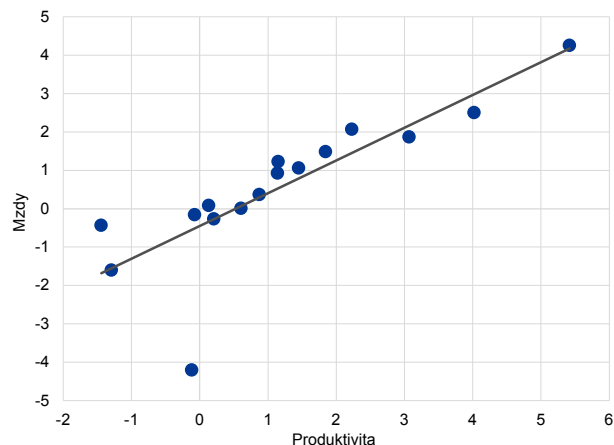
V súlade s očakávaným pomalším rastom produktivity v porovnaní s historickými priermi môžu aj reálne mzdy rásť o niečo pomalšie ako

⁵ Albuquerque, B., Baumann, U. a Krustev, G., US household deleveraging following the Great Recession – a model-based estimate of equilibrium debt (Znižovanie zadlženosti domácností v Spojených štátoch po veľkej recesii – odhad rovnovážneho dlhu získaný pomocou modelu), The B.E. Journal of Macroeconomics, roč. 15, číslo 1, 2014.

Graf D

Rast reálnych miezd a produktivity v jednotlivých odvetviach

(ročná percentuálna zmena; priemer za obdobie 1999 – 2014)



Zdroje: US Bureau of Economic Analysis a výpočty ECB.

Poznámky: Graf zahŕňa 16 odvetví, podľa klasifikácie NAICS. Reálne mzdy sú vypočítané pomocou deflátoru pridanej hodnoty.

v minulosti. Z dlhodobého hľadiska sa očakáva, že pokiaľ nedôjde k zmenám podielu práce, reálne mzdy budú rásť vo všeobecnosti v súlade s rastom produktivity práce.⁶ V jednotlivých odvetviach Spojených štátov je zrejماً pozitívna korelácia medzi zmenou reálnych miezd na zamestnanca a priemerným rastom produktivity práce v období rokov 1999 až 2014 (graf D), pričom reálne mzdy rástli vo väčšine odvetví pomalšie alebo podobne ako produktivita práce. V poslednom období (2011 – 2014) boli aj rast reálnych miezd, aj rast produktivity práce tlmené.

⁶ Barro, L. a Faberman, J., Wage Growth, Inflation and the Labor Share (Rast miezd, inflácia a podiel práce), Chicago Fed Letter, č. 349, 2015.

Box 2

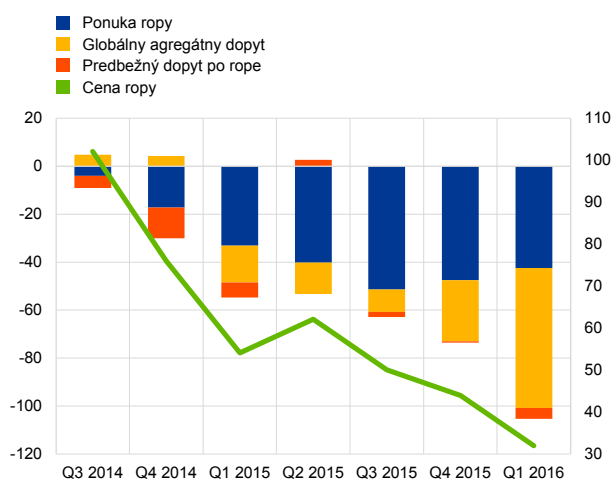
Súčasný trendy v cenách ropy

Od júla 2014 ceny ropy klesli o 70 %. Pokles cien ropy sa z hľadiska dlhodobšej perspektívy dá vysvetliť predchádzajúcimi veľkými investíciami a technologickými

Graf A

Modelová štruktúra ceny ropy

(ľavá os: kumulované príspevky rôznych ropných šokov v percentuálnych bodoch, júl 2014 = 0; pravá os: nominálne ceny ropy v USD za barel)



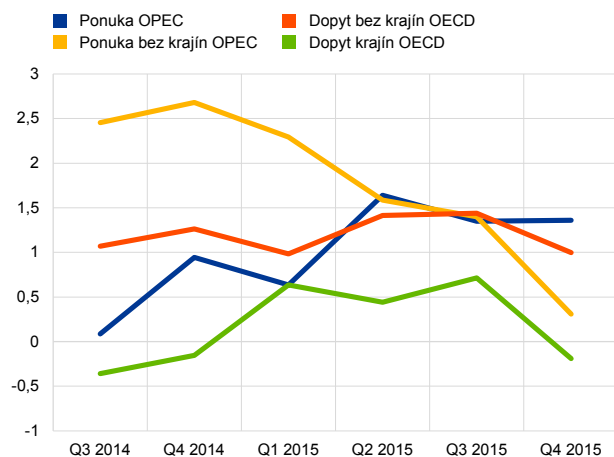
Zdroj: Výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z januára 2016. Historické členenie sa normalizovalo, aby od júla 2014, keď ceny ropy Brent začali klesať, bola počiatočnou úrovňou 0. Klesajúci príspevkov naznačuje, že konkrétny „ropný šok“ prispel k zníženiu cien ropy a opačne. „Ropný šok na strane ponuky“ zachytáva exogénne zmeny v ropnej produkcii. „Globálny šok agregovaného dopytu“ zobrazuje zmeny cien ropy, ktoré sú endogénneho pôvodu a sú zapríčinené vývojom globálneho ekonomického rastu a „varovný šok na strane dopytu“ je odrazom zmeny v očakávaniach ohľadne pomeru dopytu/ponuky ropy v budúcnosti, ktorý naznačuje inventár ropných zásob. Členenie vychádza z práce L. Kiliana a D.P. Murphyho Úloha zásob a špekulatívne obchodovanie na svetovom trhu s ropou, Journal of Applied Econometrics, 29(3), 2004, s. 454-78, s využitím údajov týkajúcich sa cien ropy, svetovej produkcie ropy a náhrady za svetové zásoby ropy a globálnej hospodárskej aktivity.

Graf B

Ponuka a dopyt ropy na svetovom trhu

(v miliónoch barelov za deň; medziročná zmena)



Zdroj: Medzinárodná energetická agentúra.

inováciami, ktoré spôsobili prudký nárast produkcie ropy práve v čase stagnujúceho rastu. Prelomové objavy v technológiách vyvolali v Spojených štátoch revolúciu v oblasti bridlicovej ropy a niekoľkoročné vysoké ceny ropy v podmienkach silného rastu v krajinách rozvíjajúcich sa trhov podnikteli rozsiahle investície do ťažby ropy. Z dôvodu značného zaostávania medzi investíciami a produkciou prišla výsledná ponuka na trh v čase, keď už dopyt po rope ďalej nerástol. Hoci sa zásoby bridlicovej ropy začali zvyšovať a rast globálneho dopytu sa začal spomaľovať už v roku 2010 (napr. v Číne), výpadky v dodávkach ropy v krajinách jej hlavných producentov (Líbya, Irán, Rusko a Irak) súvisiace s geopolitickým napätím podporovali rast cien ropy až do ich náhleho prepadu v lete v roku 2014. Strategické rozhodnutie Organizácie krajín vyvážajúcich ropu (OPEC) nekompensovať pokles cien znížením produkcie, ktoré bolo prijaté na zasadnutí v novembri 2014, vyvolalo ďalší cenový pokles.

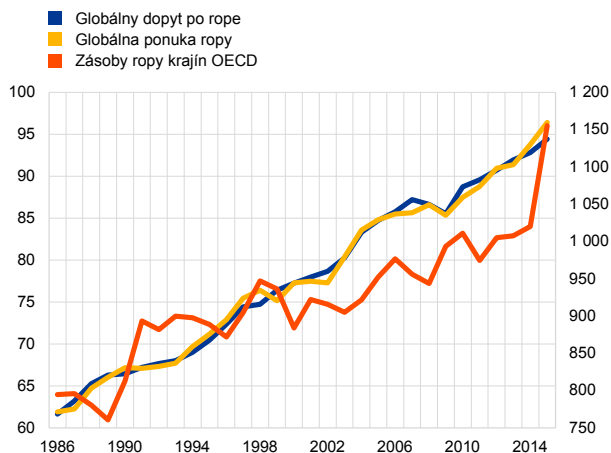
Zatiaľ čo pokles cien ropy spôsobovali od roku 2014 faktory na strane dopytu aj ponuky, modelové výsledky ukazujú, že počiatočný pokles sa vo väčšine prípadov dá vysvetliť nárastom ponuky.

V poslednej dobe bol však dominantným faktorom dopyt (graf A). Podľa výpočtov pracovníkov ECB zhruba 60 % poklesu v roku 2014 zapríčinili faktory na strane ponuky. Po oživení v prvých dvoch štvrtrokoch 2015 ceny ropy opätovne klesli, pričom čoraz väčšiu úlohu začali hrať faktory dopytu. Ide zväčša o reflexiu spomalenia agregátneho dopytu, zatiaľ čo nižšie cenové očakávania, ktoré súviseli s rastom v rozvíjajúcich sa ekonomikách a s rozhodnutím krajín OPEC neznižovať ponuku (čo vystihuje dopytový šok z dôvodu predzásobenia sa), tiež prispeli k nedávnomu poklesu. Ponuka krajín OPEC mala od polovice roku 2014 stúpajúcu tendenciu, kým dopyt po rope v krajinách nepatriacich do OECD zostal počas roku 2015 vysoký. V krajinách OECD dopyt po rope klesol ku koncu roka 2015 hlavne z dôvodu miernej zimy v Spojených štátoch a Európe, ako aj slabšieho ekonomického sentimentu vo veľkých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov (graf B).

Graf C

Dopyt, ponuka a zásoby ropy

(ľavá os: globálny dopyt po rope a ponuka v miliónoch barelov za deň – toková veličina; pravá os: zásoby ropy krajín OECD v miliónoch barelov – stavová veličina)



Zdroj: Medzinárodná energetická agentúra.
Poznámka: Ročné údaje; posledné údaje sú za rok 2015.

Potrvá nejaký čas, kým sa absorbuje súčasná nadmerná ponuka.

Dodávky americkej bridlicovej ropy a nekonvenčný ropný výskum sú vo všeobecnosti štrukturálnym posunom na strane ponuky, ktorý môže zapríčiniť dlhodobejší pokles cien ropy. Priemerný prebytok takmer 1,4 miliónov barelov za deň počas rokov 2014 a 2015 spôsobil, že zásoby ropy krajín OECD dosiahli historicky najvyššiu úroveň (graf C).¹

Po čase by však malo dôjsť k obnoveniu rovnováhy.

Teoretická spodná hranica cien ropy je prepojená s úrovňou hraničných výrobných nákladov na produkciu americkej bridlicovej ropy, ktoré podľa odhadu dosahujú v priemere 35 USD za barel.²

Napriek tomu, že sa ceny ropy nachádzali pod odhadovanými hraničnými nákladmi, niektoré druhy ropnej produkcie, napr. americkej bridlicovej ropy, pokračovali v raste aj počas minulého roku.

Okrem konkrétnych výrobných hraničných nákladov

tu v skutočnosti zohráva úlohu aj niekoľko ďalších faktorov. Hraničné náklady sa v prvom rade výrazne líšia v závislosti od druhu ropy a konkrétneho ropného ložiska, takže priemery sú iba hrubým ukazovateľom času, kedy sa vplyv na produkciu prejaví. Ďalej treba zohľadniť defláciu nákladov³ a zvýšenú efektivitu výroby, t. j. hraničné náklady môžu klesať následkom vývoja produktivity. Je však už zrejmé, že ropné plošiny v USA ubúdajú, čo naznačuje, že ponuka bude časom nižšia.⁴

Aktuálna krivka ropných futurít ukazuje, že ceny ropy zostanú v priebehu nasledujúcich dvoch rokov v rozpätí od 30 do 45 USD za barel.

V porovnaní s touto projekciou riziko poklesu cien ropy na strane ponuky súvisí s ďalším nárastom svetovej produkcie ropy v dôsledku návratu iránskej ropy vo väčšom objeme, ako sa očakávalo, a pretrvávajúcej značnej úrovne produkcie krajín nepatriacich do OPEC, zvlášť americkej bridlicovej ropy. Na strane dopytu sa v krajinách rozvíjajúcich sa ekonomik objavuje väčšie spomalenie, ako sa očakávalo, čo by mohlo negatívne ovplyvniť dopyt po rope. Riziká rastu cien súvisia hlavne s výraznejším znížením ropnej produkcie oproti očakávaniam v dôsledku geopolitického napätia a so zväčšovaním rezervných zásob, ak budú ceny ropy dlhodobo nízke. Hoci hlavné riziká nízkych cien stále pretrvávajú, od roku 2017 sa začnú zvyšovať riziká rastu cien, pretože značné škrtý v kapitálových výdavkoch by mohli viesť k výraznejšiemu zhoršeniu rovnováhy medzi ponukou a dopytom, než v súčasnosti vyjadruje futuritná krivka, keď sa globálna hospodárska aktivita zvýši.

¹ Priemerný globálny dopyt po rope v rokoch 2014 a 2015 bol na úrovni približne 93,6 miliónov barelov za deň a priemerná globálna ponuka predstavovala 95 miliónov barelov za deň. V percentuálnom vyjadrení dosiahol prebytok zhruba 1,5 % denného globálneho dopytu po rope.

² Little, Arthur D., *Where now for oil?*, Viewpoint, 2015.

³ Deflácia nákladov je všeobecný pokles nákladov na produkciu ropy, ktorý môže prameniť zo zvýšenej efektivity výroby alebo nižších nákladov na služby (napr. znížené poplatky za služby pre dodávateľov na vŕtanie ropných vrtov alebo podporných činností, ako je prieskum, cementovanie, spevňovanie a údržba vrtov).

⁴ Baker Hughes, 2016 (<http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=79687&p=irol-rigcountsoverview>).

Box 3

Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 28. októbra 2015 do 26. januára 2016

V boxe sa opisujú operácie menovej politiky ECB počas siedmej a ôsmej periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv roku 2015, ktoré trvali od 28. októbra do 8. decembra 2015 a od 9. decembra 2015 do 26. januára 2016. Počas sledovaného obdobia zostali úrokové sadzby hlavných refinančných operácií a jednoduchových refinančných operácií nezmenené zodpovedajúco na úrovni 0,05 % a 0,30 %. Úroková sadzba jednoduchových sterilizačných obchodov sa s účinnosťou od 9. decembra 2015 znížila o 10 bázických bodov z -0,20 % na -0,30 %.¹ Dňa 16. decembra bola vyrovnaná šiesta cielená dlhodobější refinančná operácia vo výške 18,3 mld. €, v porovnaní s 15,5 mld. €, ktoré boli pridelené počas predchádzajúcej operácii v septembri. Tým dosiahla celková suma pridelená v rámci prvých šiestich cielených dlhodobějších operácií hodnotu 417,9 mld. €. ² Eurosystém naďalej pokračoval v nakupovaní cenných papierov verejného sektora, krytých dlhopisov a cenných papierov krytých aktívami v rámci programu nákupu aktív s mesačným cieľovým objemom 60 mld. €. V decembri 2015 Rada guvernérov rozhodla o rozšírení programu nákupu aktív. Vychádza sa z toho, že mesačné nákupy sa budú uskutočňovať minimálne do konca marca 2017 alebo kým sa vývoj inflácie nezačne uberať smerom k dosiahnutiu strednodobého cieľa, ktorým je udržiavanie inflácie na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %. Rada guvernérov sa ďalej rozhodla, že kým to bude nevyhnutné, bude reinvestovať splátky istiny splatných cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív.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 60,1 mld. € v porovnaní s priemerom v predchádzajúcom sledovanom období (v porovnaní s piatou a šiestou periódou udržiavania povinných minimálnych rezerv) a dosiahla hodnotu

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

² Blížšie informácie o sumách pridelených v rámci cielených dlhodobějších refinančných operácií sú uvedené v podobných boxoch v predchádzajúcich číslach ekonomického bulletinu, ako aj na internetovej stránke ECB: www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/index.en.html.

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

706,5 mld. €. Zvýšenú potrebu likvidity možno pripísať najmä zvýšeniu priemerných autonómnych faktorov, ktoré vzrástli o 59,9 mld. € na 593,3 mld. € (tabuľka).

Tento nárast priemerných autonómnych faktorov bol spôsobený najmä nárastom priemerných faktorov absorpcie likvidity – tak bankoviek v obehu, vkladov sektora verejnej správy, ako aj ďalších autonómnych faktorov.

Ostatné autonómne faktory dosahovali v priemere 563 mld. €, čo je nárast o 20,5 mld. € v porovnaní s predchádzajúcim obdobím, najmä v dôsledku zvýšenia stavu na účtoch štvrtročného preceňovania. Objem bankoviek v obehu sa zvýšil najmä v období okolo vianočných sviatkov, v súlade s obvyklým sezónnym vývojom. Objem bankoviek dosahoval v priemere 1 065,3 mld. €, keď v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím vzrástol o 11,4 mld. €. Okrem toho k zvýšeniu potrieb likvidity prispela aj priemerná hodnota vkladov sektora verejnej správy, ktorá sa zvýšila o 8,3 mld. € na 87,6 mld. €. Mierny nárast vkladov sektora verejnej správy ukazuje, že aj keď niektoré štátne pokladnice sú ochotné akceptovať nižšie trhové sadzby, väčšina naďalej využíva pri umiestňovaní hotovosti na trhu viacero alternatív. Ďalšie zníženie úrokovej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií na -0.30 % malo za následok zvýšenie nákladov štátnych pokladníc na ukladanie vkladov v Eurosysteme. Na druhej strane vyššie úrovne nadbytočnej likvidity majú tendenciu stláčať úrokové sadzby peňažného trhu ešte bližšie k úrovni úrokovej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií.

Faktory dodávania likvidity počas sledovaného obdobia poklesli, k čomu prispeli nižšie zahraničné aktíva a nižšie čisté aktíva denominované v eurách.

Pokles čistých zahraničných aktív o 11,4 mld. € nastal najmä v dôsledku zníženia ich hodnoty na konci tretieho a štvrtého štvrťroka 2015. Toto zníženie hodnoty čistých zahraničných aktív bolo spôsobené najmä poklesom ceny zlata v amerických dolároch, ktorý bol len čiastočne kompenzovaný oslabením eura v štvrtom štvrťroku. Čisté aktíva denominované v eurách dosahovali v priemere 511,0 mld. €, čo je o 8,3 mld. € menej ako v predchádzajúcom sledovanom období. Čisté aktíva denominované v eurách poklesli z dôvodu zníženia hodnoty finančných aktív v držbe Eurosystemu na iné ako menovopolitické účely, spolu s miernym nárastom záväzkov zahraničných inštitúcií voči národným centrálnym bankám. Zahraničné inštitúcie zvýšili svoju držbu hotovosti aj napriek ďalšiemu zníženiu úrokovej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií, čo malo za následok zvýšenie nákladov na ukladanie prostriedkov v národných centrálnych bankách. Tento nárast môže byť spôsobený tým, že na trhu je možné nájsť menej atraktívnych príležitostí.

Volatilita autonómnych faktorov zostala počas sledovaného obdobia na zvýšenej úrovni.

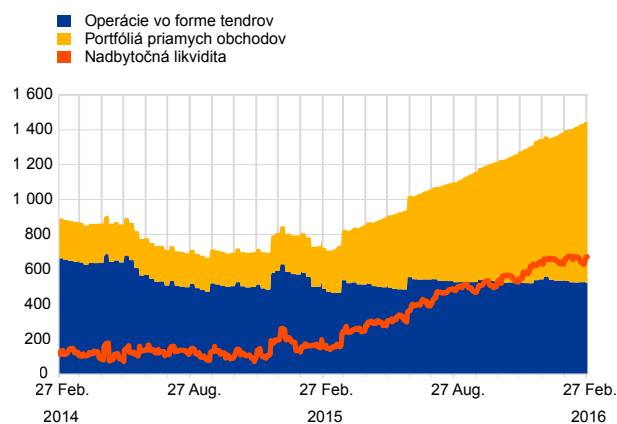
Bola spôsobená najmä výraznými fluktuáciami vkladov sektora verejnej správy a štvrtročných precenení čistých zahraničných aktív a čistých aktív denominovaných v eurách. Volatilita zostala v porovnaní s predchádzajúcim obdobím nezmenená, zatiaľ čo úroveň autonómnych faktorov pokračovala v rastúcom trende.

Priemerná absolútna chyba týždenných prognóz autonómnych faktorov sa v sledovanom období zvýšila o 0,8 mld. € na 7,2 mld. € a bola spôsobená najmä chybami prognóz vkladov sektora verejnej správy. V dôsledku nárastu objemu nadbytočnej likvidity a prostredia stále zápornejších krátkodobých úrokových sadzieb peňažného trhu sa sťažilo predvídanie investičnej aktivity štátnych pokladníc.

Graf

Vývoj nástrojov menovej politiky a nadbytočnej likvidity

(v mld. EUR)



Zdroje: ECB.

Likvidita dodaná prostredníctvom nástrojov menovej politiky

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 176,5 mld. € na 1 306,9 mld. € (graf). Tento nárast bol spôsobený výlučne priamymi nákupmi na účely menovej politiky, hlavne v rámci programu nákupu cenných papierov verejného sektora, zatiaľ čo operácie vo forme tendrov zostali počas sledovaného obdobia vo všeobecnosti nezmenené.

Priemerný objem likvidity dodanej prostredníctvom tendrov poklesol počas sledovaného obdobia o 0,9 mld. € na 532,5 mld. €. Nárast priemerného objemu likvidity dodanej prostredníctvom cielených

dlhodobejších operácií bol viac ako kompenzovaný poklesom pravidelných operácií. Konkrétnejšie, hlavné refinančné operácie poklesli o 2,2 mld. €

a trojmesačné dlhodobejšie refinančné operácie o 18,3 mld. €. Nesplatené sumy cielených dlhodobejších refinančných operácií sa v sledovanom období zvýšili o 19,6 mld. €, pričom k najväčšiemu nárastu došlo v ôsmej udržiavacej perióde, čo bolo odrazom pridelenia prostriedkov v rámci cielej dlhodobejšej operácie v decembri 2015.

Priemerný objem likvidity dodanej prostredníctvom portfólia priamych obchodov sa zvýšil o 177,4 mld. € na 774,4 mld. € v dôsledku realizácie programu nákupu cenných papierov verejného sektora. Priemerné objemy likvidity dodané prostredníctvom nákupu cenných papierov verejného sektora, tretieho programu nákupu krytých dlhopisov a programu nákupu cenných papierov krytých aktívami sa zvýšili po sebe o 156,5 mld. €, 25,2 mld. € a 3,3 mld. €. Objem dlhopisov nakúpených v rámci programu pre trhy s cennými papiermi a predchádzajúcich dvoch programov nákupu krytých dlhopisov dosiahol 7,8 mld. €.

Nadbytočná likvidita

V dôsledku uvedeného nárastu likvidity sa priemerný objem nadbytočnej likvidity v sledovanom období zvýšil o 116,4 mld. € na 600,3 mld. € (graf).

Väčšina nárastu likvidity sa zaznamenala v ôsmej perióde udržiavania povinných minimálnych rezerv, keď sa priemerný objem nadbytočnej likvidity zvýšil o 86,5 mld. € v dôsledku pokračujúcich nákupov a o niečo vyšších autonómnych faktorov. V siedmej udržiavacej perióde sa priemerný objem nadbytočnej likvidity zvýšil menej, len o 49,0 mld. €. Tento relatívne malý nárast bol spôsobený najmä zvýšením autonómnych faktorov, ktoré čiastočne absorbovali zvýšenie v dôsledku programu nákupu aktív.

Tabuľka

Stav likvidity v Eurosysteme

	28. októbra 2015 do 26. januára 2016		22. júla do 27. októbra 2015		8. udržiavacia perióda		7. udržiavacia perióda	
Pasíva – potreba likvidity (priemer; v mld. €)								
Autonómne faktory likvidity	1 715,8	(+40,1)	1 675,7	1 720,1	(+9,3)	1 710,8	(+18,0)	
Bankovky v obehu	1 065,3	(+11,4)	1 053,9	1 072,8	(+16,3)	1 056,5	(+4,1)	
Vklady ústrednej štátnej správy	87,6	(+8,3)	79,3	82,5	(-11,1)	93,5	(-1,6)	
Ostatné autonómne faktory	563,0	(+20,5)	542,5	564,8	(+4,0)	560,8	(+15,6)	
Nástroje menovej politiky								
Bežné účty	527,9	(+81,0)	446,9	557,1	(+63,3)	493,8	(+28,5)	
Povinné minimálne rezervy	113,2	(+0,2)	113,0	113,3	(+0,2)	113,1	(-0,2)	
Jednodňové sterilizačné operácie	185,7	(+35,3)	150,4	196,6	(+23,5)	173,1	(+20,3)	
Dolaďovacie operácie na absorbovanie likvidity	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Aktíva – ponuka likvidity (priemer; v mld. €)								
Autonómne faktory likvidity	1122,9	(-19,6)	1142,5	1123,7	(+1,9)	1121,9	(-13,9)	
Čisté zahraničné aktíva	611,9	(-11,4)	623,2	611,6	(-0,6)	612,2	(-6,9)	
Čisté aktíva v eurách	511,0	(-8,3)	519,3	512,1	(+2,5)	509,7	(-7,0)	
Nástroje menovej politiky								
Operácie na voľnom trhu	1 306,9	(+176,5)	1 130,4	1 350,3	(+94,2)	1 256,1	(+80,6)	
Operácie vo forme tendrov	532,5	(-0,9)	533,4	538,5	(+13,1)	525,4	(-6,9)	
Hlavné refinančné operácie	69,1	(-2,2)	71,3	71,6	(+5,5)	66,1	(-4,1)	
Dlhodobejšie refinančné operácie so splatnosťou tri mesiace	55,3	(-18,3)	73,6	51,6	(-8,0)	59,7	(-9,5)	
Cielené dlhodobejšie refinančné operácie	408,1	(+19,6)	388,5	415,3	(+15,7)	399,6	(+6,7)	
Portfólia priamych obchodov	774,4	(+177,4)	597,0	811,8	(+81,0)	730,7	(+87,6)	
Prvý program nákupu krytých dlhopisov	20,6	(-1,6)	22,2	20,5	(-0,3)	20,8	(-1,1)	
Druhý program nákupu krytých dlhopisov	9,8	(-0,8)	10,5	9,6	(-0,3)	9,9	(-0,4)	
Tretí program nákupu krytých dlhopisov	140,2	(+25,2)	114,9	144,4	(+9,2)	135,2	(+12,9)	
Program pre trhy s cennými papiermi	123,1	(-5,4)	128,5	122,9	(-0,5)	123,3	(-3,8)	
Program nákupu cenných papierov krytých aktívami	15,2	(+3,3)	11,9	15,5	(+0,5)	15,0	(+1,8)	
Program nákupu cenných papierov verejného sektora	465,5	(+156,5)	308,9	498,8	(+72,3)	426,5	(+78,3)	
Jednodňové refinančné operácie	0,1	(-0,2)	0,4	0,2	(+0,1)	0,1	(-0,0)	
Ostatná likvidita – základné informácie (priemery; v mld. €)								
Celková potreba likvidity	706,5	(+60,1)	646,5	710,1	(+7,7)	702,4	(+31,7)	
Autonómne faktory*	593,3	(+59,9)	533,5	596,8	(+7,5)	589,3	(+31,8)	
Nadbytočná likvidita	600,3	(+116,4)	483,9	640,2	(+86,5)	553,7	(+49,0)	
Vývoj úrokových mier (v %)								
Hlavné refinančné operácie	0,05	(+0,00)	0,05	0,05	(+0,00)	0,05	(+0,00)	
Jednodňové refinančné operácie	0,30	(+0,00)	0,30	0,30	(+0,00)	0,30	(+0,00)	
Jednodňové sterilizačné operácie	-0,25	(-0,05)	-0,20	-0,30	(-0,10)	-0,20	(+0,00)	
Priemer sadzby EONIA	-0,184	(-0,055)	-0,130	-0,227	(-0,091)	-0,135	(+0,003)	

Zdroj: ECB.

* Celková hodnota autonómnych faktorov zahŕňa aj položky v procese zúčtovania.

Poznámka: Pretože všetky údaje v tabuľke sú zaokrúhlené, zmena voči predchádzajúcemu obdobiu nemusí byť identická s rozdielom medzi zaokrúhlenými údajmi za tieto obdobia (údaje sa môžu líšiť o 0,1 mld. €).

Toto zvýšenie nadbytočnej likvidity sa najzreteľnejšie odrazilo vo vyšších priemerných zostatkoch na bežných účtoch, ktoré sa v sledovanom období zvýšili o 81,0 mld. € na 527,9 mld. €. Tento nárast bol menej výrazný počas siedmej udržiavacej periódy, keď dosahoval v priemere 28,5 mld. € v porovnaní s 63,3 mld. € v ôsmej udržiavacej perióde. Priemerný objem jednodňových sterilizačných operácií tak isto vzrástol, aj keď v menšej miere (o 35,3 mld. €), na 185,7 mld. €.

Vývoj úrokových mier

Úrokové sadzby peňažného trhu v sledovanom období ďalej klesali v dôsledku zníženia úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií na -0,30 %. Na

trhu s nezabezpečenými nástrojmi dosahovala sadzba EONIA v priemere -0,184 %, a teda v porovnaní s priemerom -0,130 % zaznamenanom v predchádzajúcom období poklesla. Zatiaľ čo počas siedmej udržiavacej periódy bola sadzba EONIA takmer vyrovnaná, pokles úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií o 0,10 percentuálneho bodu s účinnosťou od ôsmej udržiavacej periódy sa takmer úplne premietol do sadzby EONIA, ktorá poklesla o 0,091 percentuálneho bodu. V dôsledku pokračujúceho nárastu nadbytočnej likvidity sa zníženie tejto sadzby hladko premietlo do trhových úrokových sadzieb. Okrem toho jednodňové úrokové sadzby zabezpečených nástrojov klesali v súlade s poklesom úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií na úrovne ešte bližšie k úrokovej sadzbe jednodňových sterilizačných operácií. Konkrétne, priemerné úrokové sadzby jednodňových repo obchodov na trhu GC Pooling⁴ poklesli na -0,246 % pri štandardnom koši kolaterálov a na -0,238 % pri rozšírenom koši kolaterálov, čo je o 0,059, resp. 0,055 percentuálnych bodov menej ako v predchádzajúcim sledovanom období.

⁴ Trh GC Pooling umožňuje, aby sa s dohodami o spätnom odkúpení obchodovalo na platforme Eurex voči štandardizovanému košu kolaterálov.

Box 4

Faktory ovplyvňujúce pomerne vysokú aktivitu v sektore služieb eurozóny

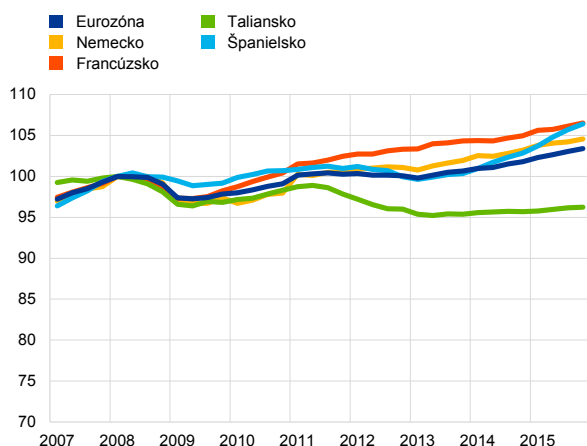
Sektor služieb je už od prvého štvrťroka 2013 hybnou silou súčasného oživenia v eurozóne, čo nastoľuje otázku, ktoré faktory konkrétne ovplyvňujú pomerne vysokú aktivitu v tomto sektore.¹ Celý sektor služieb (trhových aj netrhových) tvorí približne tri štvrtiny celkovej pridanej hodnoty v eurozóne. Celková pridaná hodnota v službách z hľadiska objemu sa z najnižších hodnôt v prvom štvrťroku 2013 neustále zvyšuje a zaznamenáva historicky najvyššie hodnoty (graf A). Trhové služby tvoria v eurozóne takmer 90 % celkového rastu pridanej hodnoty v službách od prvého štvrťroku 2013. Naopak pridaná hodnota v priemysle (so stavebníctvom) bola v roku 2015 stále takmer 10 % pod svojimi najvyššími hodnotami zo začiatku roka 2008 (graf B). Podobná situácia je aj v najväčších krajinách eurozóny, pričom najvýznamnejšími odchýlkami sú pomerne nízka celková pridaná hodnota v službách v Taliansku a historicky najvyššie úrovne pridanej hodnoty v nemeckom priemysle za posledné štvrťroky.

Štvrťročné podnikové prieskumy Európskej komisie v sektore služieb eurozóny poskytujú prehľad o faktoroch, ktoré stimulujú alebo brzdia aktivitu v oblasti trhových služieb. Prieskum obsahuje otázku: Ktoré hlavné faktory v súčasnosti obmedzujú vaše podnikanie? a respondentom ako odpovede ponúka

Graf A

Celková pridaná hodnota v službách v eurozóne a v jej štyroch najväčších krajinách

(1Q 2008=100; reťazené stále ceny očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)

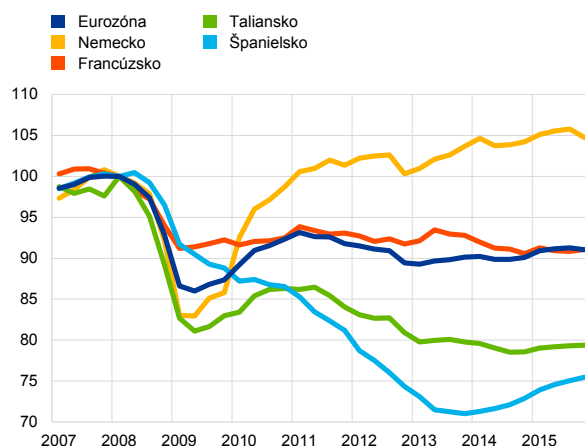


Zdroj: Eurostat.

Graf B

Pridaná hodnota v priemysle eurozóny a v jej štyroch najväčších krajinách

(1Q 2008=100; reťazené stále ceny očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)

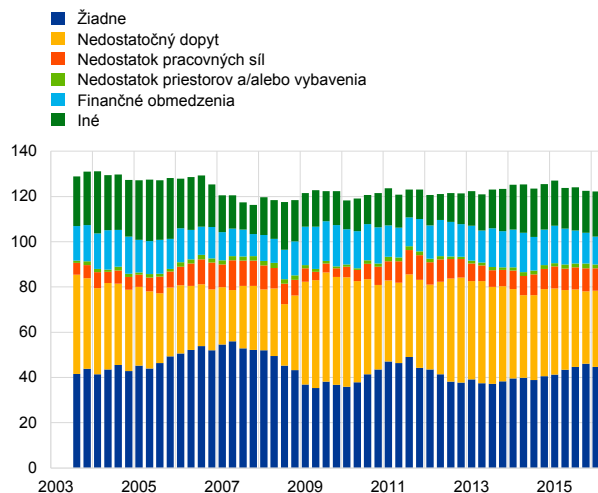


Zdroj: Eurostat.

¹ Podrobnejší opis vývoja v jednotlivých sektoroch eurozóny sa nachádza v článku Euro area sectoral activity since 2008 v Mesačnom bulletine z mája 2014.

Graf C**Faktory obmedzujúce podnikanie v službách v eurozóne**

(percentá z celkového počtu respondentov)



Zdroj: Európska komisia

Poznámka: Súčty dosahujú aj viac ako 100 %, pretože podniky môžu uvádzať aj viac ako jeden faktor obmedzujúci podnikanie.

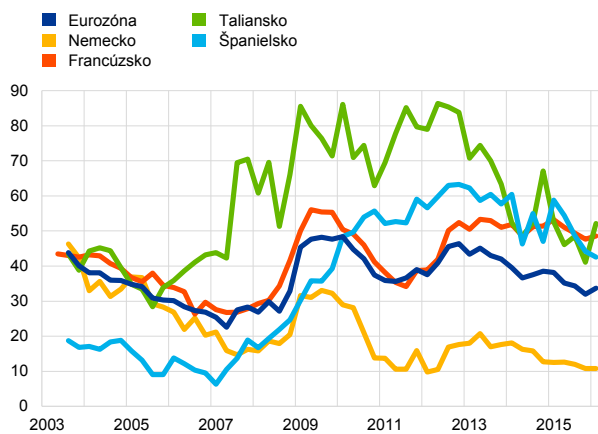
tieto možnosti: „žiadne“, „nedostatočný dopyt“, „nedostatok pracovných síl“, „nedostatok priestorov a/alebo vybavenia“, „finančné obmedzenia“ a „iné faktory“, pričom respondenti mohli uviesť aj viac možností. Tieto faktory sa vykazujú v percentách z celkového počtu respondentov.

Hoci sa dopyt zvyšuje, podniky v oblasti trhových služieb v eurozóne ho uvádzajú ako hlavný faktor obmedzujúci podnikanie, pričom v porovnaní s rovnakým obdobím minulého roka zjavne klesajú aj finančné obmedzenia. Takmer polovica všetkých podnikov v oblasti služieb neuvádza v rámci súčasného oživenia žiadne obmedzenia pri podnikaní, ako to naznačuje ukazovateľ absencie faktorov obmedzujúcich podnikanie, ktorý v januári 2016 dosahoval 45 % (graf C). Napriek tomu sa stabilne zvyšuje od posledného štvrťroka 2012. V tomto poznatku sa odráža vývoj miery využívania kapacít v odvetviach služieb, ktorá sa taktiež stabilne zvyšuje od posledného štvrťroka 2012. V januári 2016 uvádzala ukazovateľ

nedostatočný dopyt tretina spoločností, ktoré sa zapojili do prieskumu. Nedostatočný dopyt tak zostáva jediným najvýznamnejším obmedzením pre podnikanie v trhových službách, aj keď v minulom roku jeho význam klesal. Spoločnosti poskytujúce služby najčastejšie uvádzali dve kategórie, a to žiadne a nedostatočný dopyt (ako zvyčajne a platí to aj pre výrobné a stavebné podniky). Treťou najčastejšou kategóriou s 20 % boli v januári 2016 iné faktory, ktoré sa uvádzali častejšie ako počas recesie v rokoch 2011 – 2013. Podniky v službách ťažili z lepších finančných podmienok, keďže finančné obmedzenia uvádzalo v januári ako obmedzujúci faktor pri podnikaní 12 % respondentov v porovnaní so 16 % spred roka. Toto zlepšenie o 4 percentuálne body malo podobnú hodnotu ako zlepšenie ukazovateľa dopytu v rovnakom období. Pre úplnosť faktor nedostatok pracovných síl uviedlo 10 % podnikov z oblasti služieb a faktor nedostatok priestorov a/alebo vybavenia uviedli len 2 %.

Graf D**Ukazovateľ nedostatočného dopytu v službách v eurozóne a v jej štyroch najväčších krajinách**

(percentá z celkového počtu respondentov)



Zdroj: Európska komisia.

Poznámka: Posledné údaje sú za prvý štvrťrok 2016.

Za uvádzanými obmedzeniami podnikania v oblasti služieb za eurozónu ako celok sa skrývajú značné rozdiely na úrovni jednotlivých krajín.

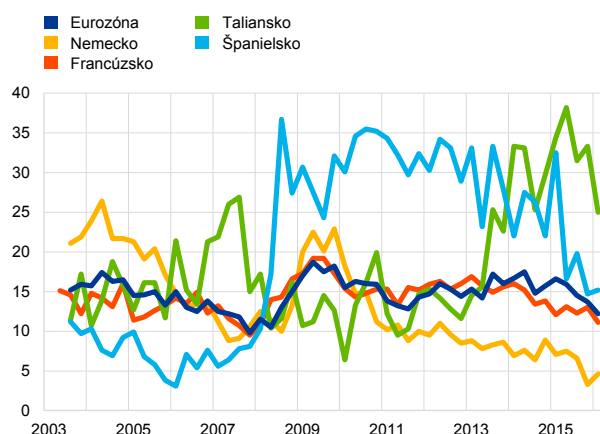
Spomedzi štyroch najväčších krajín eurozóny zohráva nedostatočný dopyt veľmi obmedzenú úlohu v Nemecku, významnejší je však v zostávajúcich troch krajinách, kde ho uvádzala až polovica podnikov v oblasti služieb (graf D). Ďalším faktorom, ktorý bol v januári tohto roku v Nemecku v podstate neprítomný, boli finančné obmedzenia, zatiaľ čo štvrtina talianskych podnikov z oblasti služieb uviedla, že finančné podmienky naďalej obmedzujú ich podnikanie (graf E). Finančné obmedzenia sa stali menej významnými

v Španielsku od januára 2015, keď boli na rovnakej úrovni ako v Taliansku. Naopak nedostatok pracovných síl uvádzal ako obmedzujúci faktor podnikania v službách jeden z piatich nemeckých podnikov, pričom tento ukazovateľ zostáva nízky v Taliansku a Španielsku (graf F).

Graf E

Ukazovateľ finančných obmedzení v službách v eurozóne a v jej štyroch najväčších krajinách

(percentá z celkového počtu respondentov)

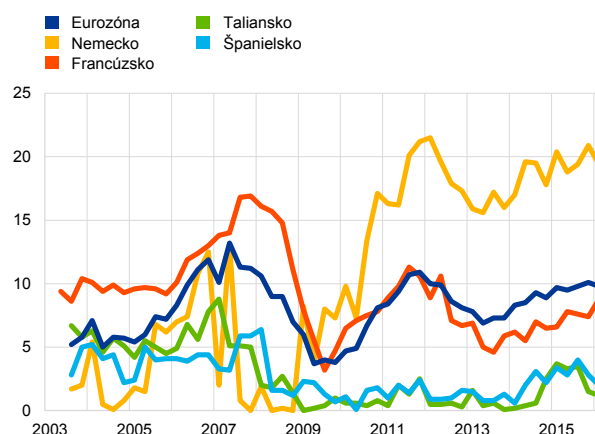


Zdroj: Európska komisia.

Graf F

Ukazovateľ nedostatku pracovných síl v službách v eurozóne a v jej štyroch najväčších krajinách

(percentá z celkového počtu respondentov)



Zdroj: Európska komisia.

Na menej agregovanej úrovni sa v sektore služieb vyskytujú významné rozdiely.

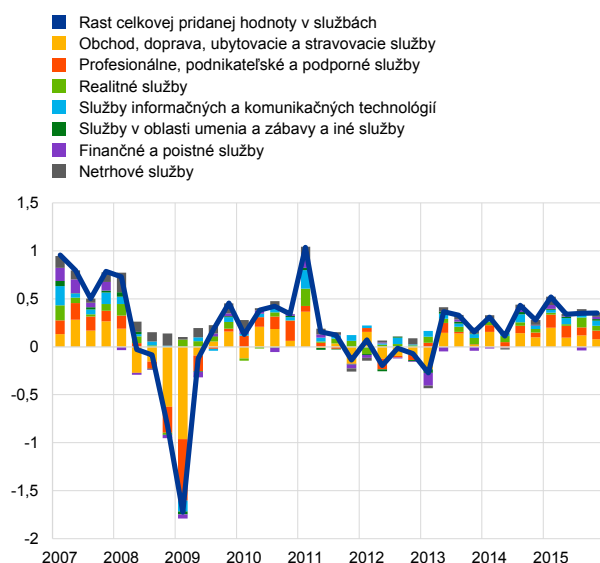
V posledných štvrtrokoch uvádzala neprítomnosť faktorov obmedzujúcich podnikanie

v službách asi polovica podnikov pôsobiacich v skladovaní a podporných činnostiach pre dopravu, realitných aktivitách a programovaní počítačov a v poradenstve a súvisiacich aktivitách. Naznačuje to, že hybnou silou súčasného oživenia sú hlavne tieto odvetvia trhových služieb. Tretinu celkového rastu pridanej hodnoty v službách v eurozóne od prvého štvrtroku 2013 tvoria obchod, doprava, ubytovanie a stravovacie služby a takmer štvrtinu profesionálne, podnikateľské a podporné služby (graf G). Realitné služby a služby informačných a komunikačných technológií prispievajú k rastu celkovej pridanej hodnoty v službách v eurozóne od prvého štvrtroku 2013 dvojčífernými hodnotami. V januári uvádzali finančné obmedzenia ako osobitný problém telekomunikačné podniky (jeden z piatich) a nedostatok pracovných síl spoločnosti z oblasti služieb zamestnanosti (40 % podiel, čo je najvyššia hodnota od začiatku zaznamenávania v treťom štvrtroku 2003, pričom aktivity v oblasti služieb zamestnanosti zahŕňajú aktivity personálnych agentúr, agentúr dočasného zamestnávania, ako aj iné spôsoby zabezpečovania ľudských zdrojov).

Graf G

Príspevky k rastu celkovej pridanej hodnoty v službách v eurozóne

(medzištvrtročné percentuálny rast; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat.

Nedostatočný dopyt zostáva jediným najvýznamnejším faktorom, ktorý brzdí podnikanie v službách na úrovni eurozóny, ale na úrovni krajín a podsektorov zohrávajú úlohu aj iné faktory. Faktory obmedzujúce podnikanie v službách, ktoré uvádzajú podniky z oblasti trhových služieb porovnateľne často, sú finančné obmedzenia v Taliansku a nedostatok pracovných síl v Nemecku.

Box 5

Vplyv poklesu cien ropy na prebytok bežného účtu eurozóny

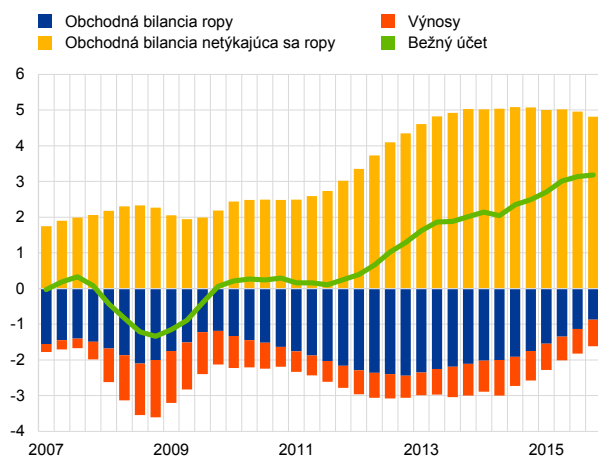
V tomto boxe sa opisuje vplyv nedávneho poklesu cien ropy na bilanciu bežného účtu eurozóny a jednotlivých krajín eurozóny.¹ Ceny ropy začali v roku 2012 klesať len postupne, kým v druhej polovici roka 2014 sa tento pokles náhle zrýchlil. Od polovice roka 2014 do konca roka 2015 ceny ropy poklesli v amerických dolároch zhruba o 55 % a v eurách o 45 %.

Keďže eurozóna je čistým dovozcom ropy, pri poklese cien ropy dochádza k zlepšeniu podmienok obchodovania. Kvôli relatívne cenovo nepružnému charakteru dopytu po rope sa pokles cien ropy obvykle spája so zlepšením obchodnej bilancie ropy a bilancie bežného účtu eurozóny. To isté platí aj pre jednotlivé krajiny eurozóny, z ktorých všetky sú v súčasnosti čistými dovozcami ropy.² Priame pôsobenie poklesu cien ropy na bežný účet je obvyčajne len čiastočne vyvážené nepriamymi dôsledkami, ako je napríklad väčší dopyt po neropnom dovoze v dôsledku silnejšej domácej hospodárskej aktivity a nižší vývoz tovaru a služieb eurozóny do krajín vyvážajúcich ropu.

Graf A

Štruktúra bilancie bežného účtu eurozóny

(v % HDP, priemery za štyri štvrťroky, sezónne neočistené)



Zdroj: Eurostat a ECB.

Poznámka: Rozloženie vývozu a dovozu na ropnú a neropnú zložku vychádza zo zahraničnoobchodnej štatistiky Eurostatu. Neropný obchod zahŕňa služby. Posledné údaje sú za štvrtý štvrťrok 2015.

Obchodná bilancia ropy eurozóny sa od polovice roka 2014 zlepšila o takmer 1 % HDP. To vysvetľuje zvýšenie prebytku bežného účtu z približne 2 % tesne nad 3 % HDP (graf A).

Zníženie účtu za ropu je vo všeobecnosti v súlade s mechanickým účinkom poklesu cien ropy na pozorovanej úrovni pri nezmenenom objeme čistého dovozu. Pokiaľ ide o ďalšie zložky bežného účtu, kombinovaná bilancia výnosov sa v tomto období zlepšila len nepatrne, pričom obchodná bilancia bez ropy bola relatívne stabilná.³ Naproti tomu, zlepšovanie bežného účtu zaznamenané v predchádzajúcich rokoch odzrkadľovalo najmä zlepšenie obchodnej bilancie netýkajúcej sa ropy, ktoré vyplývalo z reštrukturalizácie externých pozícií v eurozóne. Z dlhodobejšieho hľadiska sa väčšia časť úpravy bežného účtu na úrovni približne 4,5 % HDP od roku 2008 skutočne vysvetľuje zvýšením vývozu eurozóny z dôvodu silnejšieho globálneho dopytu a lepšej konkurencieschopnosti, a v počiatočných fázach aj znížením dovozu.

¹ Viac informácií o vplyve poklesu cien ropy na infláciu a hospodársku aktivitu v boxe s názvom The recent oil price decline and the euro area economic outlook, *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2015.

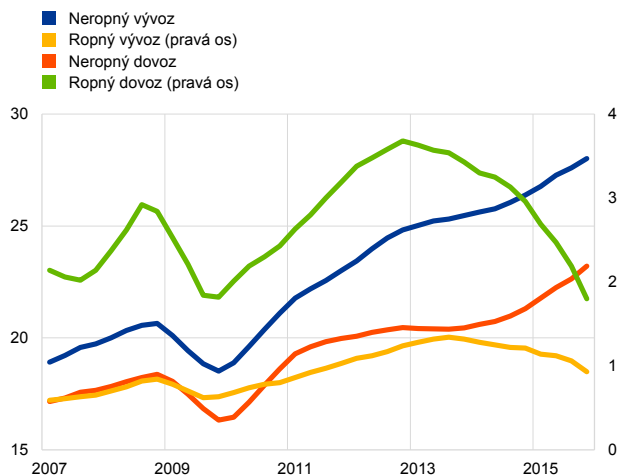
² Obchodná bilancia ropy v tomto boxe zodpovedá čistému obchodu podľa kategórie 33 Štandardnej medzinárodnej obchodnej klasifikácie (SITC), t. j. „ropa, ropné výrobky a príbuzné materiály“. Niektoré krajiny, ako napríklad Grécko a Holandsko, v ktorých sa sústreďuje priemysel rafinácie ropy, súčasne zaznamenávajú významný hrubý dovoz a vývoz v tejto kategórii.

³ Kombinovaná bilancia výnosov zahŕňa primárne výnosy (najmä výnosy z investícií) a sekundárne výnosy (čisté prevody).

Graf B

Štruktúra dovozu a vývozu eurozóny

(v % HDP, priemery za štyri štvrťroky, sezónne neočistené)



Zdroj: Eurostat a ECB.

Poznámka: Rozloženie vývozu a dovozu na ropnú a neropnú zložku vychádza zo zahraničnoobchodnej štatistiky Eurostatu. Neropný obchod zahŕňa služby. Posledné údaje sú za štvrtý štvrťrok 2015.

Počas uplynulého roka sa v eurozóne zvýšil neropný dovoz a rástol o niečo rýchlejšie ako neropný vývoz (graf B). Hodnotu dovozu tovaru a služieb eurozóny s výnimkou ropy podporilo

pokračujúce oživenie domáceho dopytu v eurozóne.

Nedávny pokles cien ropy priniesol aj významné zlepšenie bežného účtu v mnohých krajinách eurozóny (graf C). V rokoch 2014 a 2015 sa vo

všetkých krajinách zmenšili deficity obchodu s ropou, a to v rozmedzí od 1,4 % HDP v prípade Cypru do 0,1 % HDP v Litve. Najdôležitejším faktorom vývoja bežného účtu v roku 2015 bolo v prípade mnohých krajín eurozóny zlepšenie čistej obchodnej bilancie ropy. Najmä zvýšenie prebytku bežného účtu Nemecka za toto obdobie možno vysvetliť hlavne zmenšením deficitu obchodu s ropou.

Stručne zhrnuté, nedávny pokles cien ropy zvýšil prebytok bežného účtu eurozóny takmer o 1 %

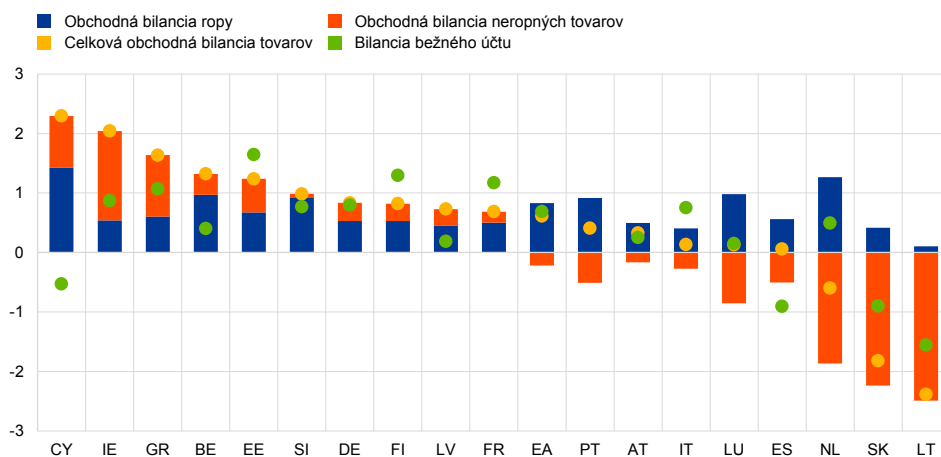
HDP. Vývoj na trhu s futures v súčasnosti naznačuje,

že trh v nadchádzajúcich rokoch predpokladá postupný nárast cien ropy.⁴ Ak sa tento predpoklad naplní, zlepšenie bilancie bežného účtu v eurozóne v nadväznosti na vývoj cien ropy by sa v strednodobom horizonte mohol čiastočne obrátiť (viac v boxe 2).

Graf C

Členenie zmien v obchodnej bilancii tovarov a bilancii bežného účtu v rokoch 2014 a 2015

(v % HDP)



Zdroj: Eurostat a ECB.

Poznámka: Obchodná bilancia tovaru pochádza zo zahraničnoobchodnej štatistiky Eurostatu. V krajinách eurozóny sa meria zmena medzi priemerom za štyri štvrťroky do konca tretieho štvrťroka 2015 a ročnou hodnotou za rok 2014. Posledné údaje sú za tretí štvrťrok 2015 za krajiny eurozóny a za štvrtý štvrťrok 2015 za eurozónu.

⁴ Viac informácií v Makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu – marec 2016 na stránke <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>

Box 6

Ceny ropy a spotrebiteľské ceny energií v eurozóne

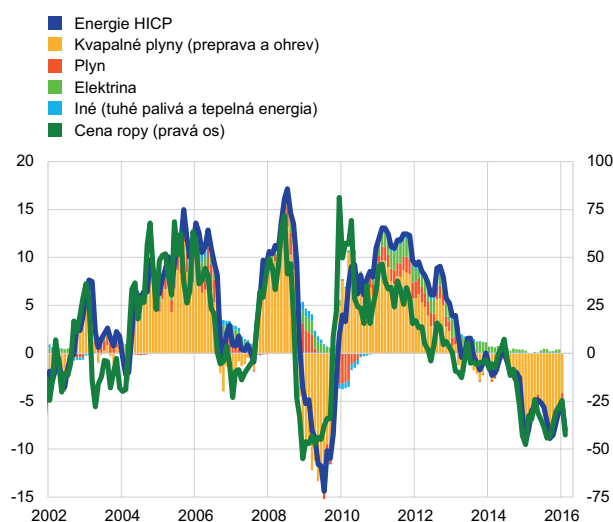
Hlavný negatívny účinok, ktoré majú v súčasnosti ceny energií na celkovú infláciu HICP, odráža predovšetkým vplyv zmien ceny ropy v eurách (graf A).

Aj keď je vzťah medzi pohybom cien ropy a celkových spotrebiteľských cien energií dosť blízky, úzke vzájomné prepojenie medzi nimi neexistuje. Mení sa najmä paralelnosť intenzity a načasovania v rámci hlavných energetických zložiek.¹

Graf A

Ceny ropy a energetické zložky HICP

(ročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat, Bloomberg, BIS a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z februára 2016 (rýchly odhad HICP, členenie nie je k dispozícii).

V súvislosti s nedávnymi prudkými prepismi cien ropy sa v tomto boxe skúmajú niektoré relevantné faktory, ktoré môžu ovplyvniť paralelnosť vývoja cien ropy a spotrebiteľských cien energií v eurozóne, pokiaľ ide o mieru automatickosti, veľkosť a načasovanie. Keďže tieto faktory sa môžu v rámci jednotlivých zložiek cien energií líšiť, posudzujú sa osobitne za kvapalné palivá, za plyn a za elektrinu.

Pohyby spotrebiteľských cien kvapalných palív odrážajú priamy, úplný a rýchly prenos cien ropy.

Tento prenos sa dá zvyčajne zmerať v priebehu niekoľkých týždňov.² Náklady na rafináciu a distribúciu spolu s maržami majú tendenciu vo veľmi krátkom časovom horizonte mierne tlmiť pohyby cien ropy, ale v dlhodobejšom horizonte je ich vývoj stabilnejší a nezávislejší. Napríklad v prípade benzínu sa náklady na rafináciu a distribúciu spolu s maržami od druhej polovice roka 2015 mierne zvýšili, toto zvýšenie však bolo prekované výrazným pohybom cien ropy (graf B). Nepriame dane predstavujú významnú časť konečnej spotrebiteľskej ceny kvapalných palív. Spotrebné dane

sa stanovujú v eurocentoch na liter a nie sú paralelné s cenami ropy. Dane z pridanej hodnoty vrátane spotrebných daní sa odvádzajú v percentách z ceny a pohybujú sa teda paralelne s cenami ropy. Celkovo možno konštatovať, že pokles spotrebiteľských cien kvapalných palív v eurozóne o približne 25 % od júla 2014 odráža takmer úplný prenos obrovského prepadu (viac ako 60 %) cien ropy v eurách.³

¹ Viac v správe ECB o štrukturálnych otázkach za rok 2010 s názvom *Energy markets and the euro area macroeconomy* (vydanej aj ako *ECB Occasional Paper Series, No 113*), najmä v časti 3.2 s názvom *Direct first-round effects*.

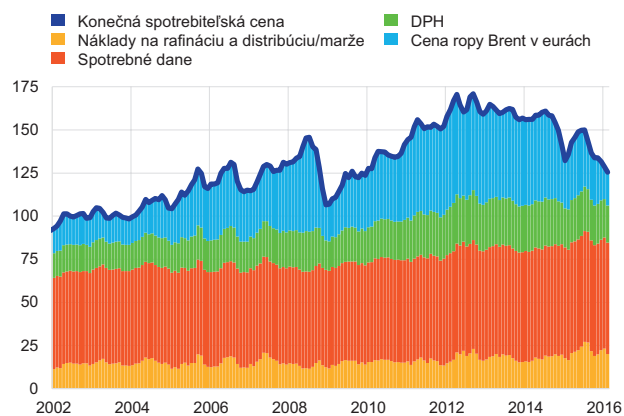
² V celej eurozóne sa premietlo priemerne 75 % do troch týždňov a viac ako 90 % do piatich týždňov. Pozri Meyler, A., *The pass through of oil prices into euro area consumer liquid fuel prices in an environment of high and volatile oil prices*, *Energy Economics*, Vol. 31, Issue 6, November 2009, s. 867-881.

³ Veľký podiel spotrebných daní znamená, že elasticita spotrebiteľských cien v súvislosti s cenami ropy (t. j. percentuálna zmena spotrebiteľských cien v reakcii na danú percentuálnu zmenu cien ropy) je relatívne nízka/vysoká pri nízkych/vysokých úrovniach cien ropy.

Graf B

Štruktúra spotrebiteľských cien benzínu

(v eurocentoch za liter)



Zdroj: BIS, Bloomberg, European Commission Oil Bulletin a výpočty ECB.

Spotrebiteľské ceny plynu sú do značnej miery

určované veľkoobchodnými cenami plynu, ktoré sa nemusia nutne pohybovať paralelne s cenami ropy.

Veľkoobchodné ceny plynu, najmä zmluvné vstupné ceny plynu sa v Európe tradične spájali s dlhodobými zmluvami na ceny ropy s časovým odstupom približne troch až šiestich mesiacov. S vývojom spotových trhov v Európe sa toto prepojenie stalo menej významným, čo znamenalo potenciálne oslabenie väzby medzi vývojom spotrebiteľských cien plynu a cien ropy. Podiel veľkoobchodných cien plynu viazaných na ceny ropy sa v období rokov 2005 až 2014 znížil z 80 % na 30 %.⁴ Napriek tomu, že sa táto väzba narušila, veľkoobchodné ceny plynu v posledných rokoch klesajú spolu s cenami ropy (graf C). Toto však skôr odráža vyváženosť ponuky a dopytu po plyne v Európe než automatické prepojenie s pohybom cien ropy.⁵ Sieťové a distribučné náklady a marže spolu s daňami spôsobujú rozdiely medzi veľkoobchodnými

a spotrebiteľskými cenami plynu, rovnako ako v prípade cien kvapalných palív.⁶

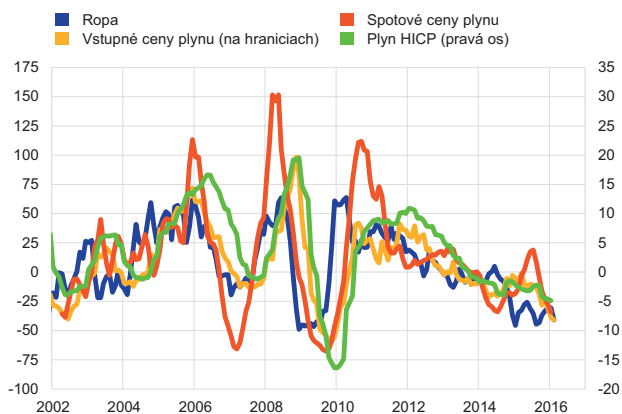
Pohyby veľkoobchodných cien plynu sa zvyčajne premietajú s oneskorením troch až šiestich mesiacov. Toto oneskorenie tiež znamená, že distribučné náklady a marže

majú spočiatku tendenciu klesať, keď veľkoobchodné ceny rastú, a naopak, potom sa však opäť vrátia. Veľkoobchodné ceny plynu v eurozóne od júla 2014 klesli o 33 % a spotrebiteľské ceny plynu o približne 5%.⁷

Graf C

Ceny ropy, veľkoobchodné ceny plynu a spotrebiteľské ceny plynu

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat, Bloomberg, BIS, Haver Analytics a výpočty ECB.

Spotrebiteľské ceny elektriny majú len malú priamu väzbu na vývoj cien ropy, vzhľadom na množstvo rôznych spôsobov výroby elektriny.

Medzi hlavné spôsoby výroby elektriny v eurozóne patrí využívanie fosílnych palív, akými sú plyn alebo uhlie/lignit, ďalej využívanie obnoviteľných zdrojov energie, ako sú vodné, slnečné či veterné zdroje, a štiepenie jadra. Ropa sa len zriedka používa na výrobu elektrickej energie; z dôvodu paralelnosti vývoja plynu s ropou však došlo k určitej korelácii s cenami elektriny. Táto korelácia je však oveľa slabšia a oneskorenie je dlhšie

⁴ Viac v prieskume Medzinárodnej plynárenskej únie (IGU) *Wholesale Gas Price Survey* – vydanie 2015. Pozri aj správu Európskej komisie *Quarterly Report on European Gas Markets*, Volume 8, Issue 3; tretí štvrťrok 2015.

⁵ Vzhľadom na náklady na prepravu plynu (vyžadujúce zariadenia na skvapalňovanie a spätné splynovanie) sú príležitosti pre medzinárodnú arbitráž (napr. s plynom z USA) relatívne obmedzené a ziskové sú len pri pomerne veľkých cenových rozdieloch.

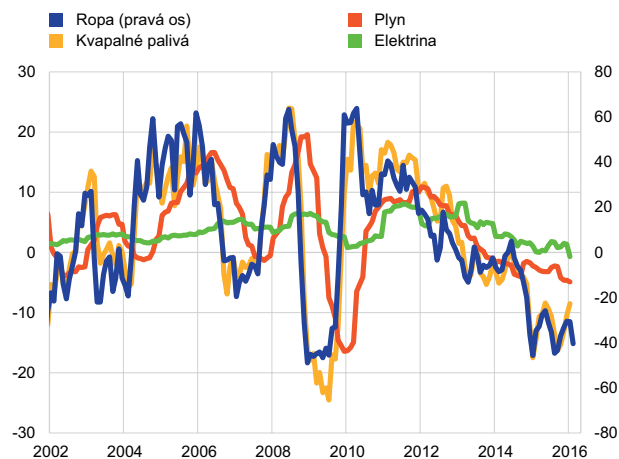
⁶ Podľa výpočtov odborníkov ECB odvodených z údajov Eurostatu a Haver Analytics zodpovedali veľkoobchodné ceny plynu v roku 2014 a 2015 v priemere približne 40 % zo spotrebiteľských cien plynu, distribučné náklady a marže tvorili okolo 33 % a dane a poplatky len niečo vyše 25 %.

⁷ Spotrebiteľské ceny plynu zaznamenali pokles vo všetkých krajinách eurozóny, aj keď s určitými rozdielmi v jeho rozpätí, čiastočne v dôsledku zmien právnych predpisov v jednotlivých krajinách.

Graf D

Ceny ropy a zložky spotrebiteľskej ceny energií

(ročná percentuálna zmena)



Zdroje: Eurostat, Bloomberg, BIS a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z februára 2016 (ropa) a januára 2016 (energetické zložky HICP).

ako pri kvapalných palivách alebo pri plyne (graf D).

Navyše ho možno pozorovať predovšetkým v krajinách, kde pomerne veľká časť vyrobenej elektriny pochádza z plynu. V eurozóne v roku 2014 (posledný rok, za ktorý sú k dispozícii údaje Eurostatu) v priemere takmer 40 % z ceny elektriny pre spotrebiteľov predstavovali náklady na energie a zásobovanie, približne 25 % sieťové náklady a zvyšných približne 33 % dane a poplatky. Od júla 2014 spotrebiteľské ceny elektriny v eurozóne narástli (o približne 1 %), ale začiatkom roka 2016 v ročnom vyjadrení mierne poklesli.

Vo všeobecnosti možno povedať, že súčasná záporná inflácia spotrebiteľských cien energií odráža vplyv znižovania cien ropy, a to predovšetkým prostredníctvom spotrebiteľských cien kvapalných palív.

Spotrebiteľské ceny kvapalných (motorových a vykurovacích) palív, ktoré tvoria približne polovicu energetickej zložky, sú najpriamejšie, najsilnejšie a najrýchlejšie prepojené

s cenami ropy. Spotrebiteľské ceny plynu a najmä elektriny majú zvyčajne menej priamu a slabšiu väzbu, a reagujú s dlhším časovým odstupom. Na základe cien ropy, plynu a elektriny, ako aj na základe trhov s futures budú mať spotrebiteľské ceny energií, a to nielen ceny kvapalných palív, ale aj plynu, pravdepodobne aj naďalej negatívny vplyv na infláciu v roku 2016, pričom spotrebiteľské ceny elektriny zostanú pravdepodobne aj naďalej nízke.

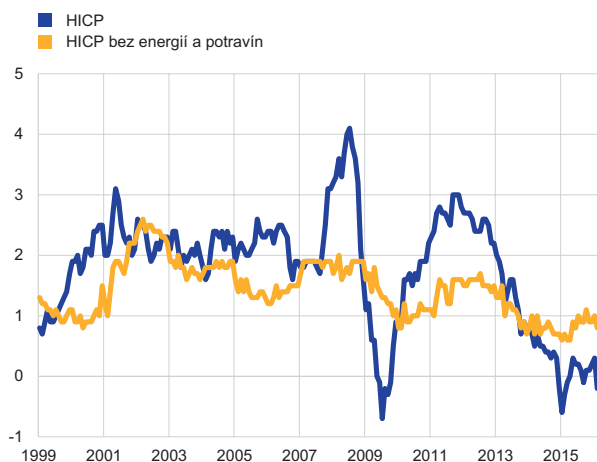
Box 7

Vzťah medzi infláciou HICP a infláciou HICP bez energií a potravín

Graf A

Inflácia HICP a inflácia HICP bez energií a potravín

(ročná percentuálna zmena)



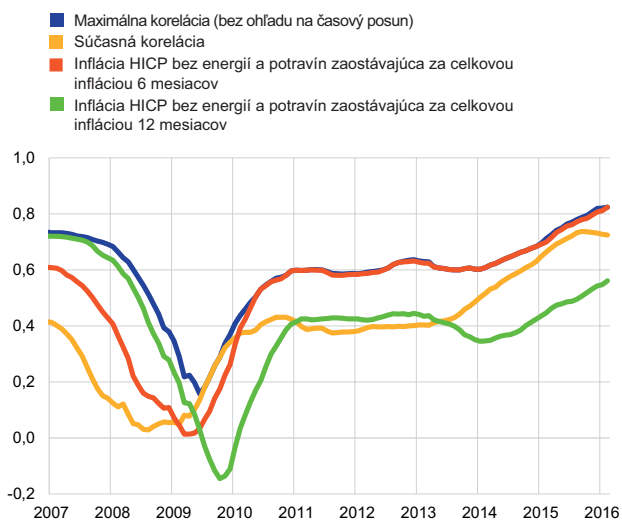
Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Posledné údaje sú za február 2016.

Graf B

Korelácie a štruktúra zaostávania celkovej inflácie za infláciou HICP bez energií a potravín

(korelačný koeficient)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Korelácia je zisťovaná metódou osemročných klzavých priemerov; výsledky sú kvalitatívne podobné aj pri iných časových horizontoch, napríklad pri päťročných klzavých priemeroch.

Zatiaľ čo od konca roka 2014 bola inflácia HICP v eurozóne veľmi nízka alebo dokonca negatívna, inflácia HICP bez energií a potravín sa počas rovnakého obdobia pohybovala mierne pod 1 %

(graf A). Existencia veľkého rozdielu medzi celkovou infláciou a infláciou HICP bez energií a potravín nie je bezprecedentná, hoci v minulosti sa častejšie pozoroval opačný vývoj (s vyššou celkovou infláciou). Tým, že celková inflácia poklesla od roku 2014 pod infláciu HICP bez energií a potravín, sa obnovil záujem o vzťah medzi týmito dvoma ukazovateľmi inflácie a o úlohu inflácie HICP bez energií a potravín v ekonomickej analýze menovej politiky ECB.

Inflácia HICP bez energií a potravín a celková inflácia obvykle dosť úzko súvisia, pričom prvá obvykle zaostáva za druhou. Časový posun,

o ktorý maximálna korelácia inflácie HICP bez energií a potravín zaostáva za celkovou infláciou, sa od začiatku finančnej krízy skracoval. Na ilustráciu tejto skutočnosti je v grafe B znázornené, že po kríze súbežný vývoj s časovým posunom šesť mesiacov (červená čiara) bol výraznejší ako s časovým posunom 12 mesiacov (zelená čiara). Skutočnosť, že inflácia HICP bez energií a potravín zaostáva za celkovou infláciou s kratším časovým posunom, súvisela najmä s rozdielmi v rýchlosti, s akou sa šoky spôsobené zmenami cien komodít premietajú do jednotlivých zložiek inflácie HICP. Napríklad náhla zmena ceny ropy sa premietla do energetickej zložky inflácie HICP takmer okamžite, a teda aj do celkovej inflácie HICP, ale existuje časový posun v prenose do ostatných zložiek inflácie HICP, prostredníctvom nepriamych, prípadne sekundárnych účinkov. Kratší časový posun, pri ktorom dochádzalo k maximálnej korelácii v uplynulých rokoch môže poukazovať na o niečo rýchlejší prenos, ale môže jednoducho zachytávať simultánnosť načasovania a smerovania náhlych zmien ceny ropy a ostatných šokov, ktoré majú vplyv na neenergetické zložky HICP.

Inflácia HICP bez energií a potravín nie je dostatočným ukazovateľ budúceho vývoja celkovej inflácie v krátkodobých horizontoch, ale pokiaľ ide o strednodobé inflačné trendy, môže poskytnúť viac informácií ako celková inflácia. Táto slabšia vypovedacia schopnosť inflácie HICP bez energií a potravín ako ukazovateľa budúceho vývoja v krátkodobom horizonte je spôsobená tým, že zaostáva za celkovou infláciou. V tabuľke 1 je uvedená stredná kvadratická odchýlka (RMSE) prognóz vývoja celkovej inflácie o 3, 6, 12 a 24 mesiacov tak pre celkovú infláciu, ako aj pre infláciu HICP bez energií a potravín. Pri krátkodobějších horizontoch, ako napríklad 3 mesiace a 6 mesiacov, poskytuje súčasná celková inflácia presnejšie prognózy ako súčasná inflácia HICP bez energií a potravín, zatiaľ čo HICP bez energií a potravín slúži lepšie ako ukazovateľ celkovej inflácie o 12 a 24 mesiacov. Je to v súlade so situáciou, keď jednorazové šoky cenovej hladiny spôsobené zmenami cien komodít majú vplyv na celkovú mieru inflácie len počas nasledujúcich 12 mesiacov, ale nemajú na ňu vplyv v dlhodobejšom horizonte. Štatistické zistenie, že inflácia HICP bez energií a potravín má lepšiu predikčnú schopnosť pre strednodobé inflačné tlaky, vyplýva zo skutočnosti, že je menej „zašumená“ ako celková inflácia, o čom svedčia všetky ukazovatele volatility uvedené v tabuľke. Inflácia HICP bez energií a potravín je preto užitočná, keď chceme vylúčiť krátkodobé šoky.

Tabuľka

Priemer, volatility a predikčná schopnosť celkovej inflácie, január 1999 – február 2016

	Priemer	Volatilita			Predikčná schopnosť celkovej inflácie v rozličných horizontoch			
	Priemerná miera inflácie	Štandardná odchýlka	Variačný koeficient	Priemerná absolútna zmena	RMSE 3 mesiace	RMSE 6 mesiacov	RMSE 12 mesiacov	RMSE 24 mesiacov
Celková inflácia	1,79	0,95	0,53	0,18	0,50	0,75	1,18	1,36
Inflácia HICP bez energií a potravín	1,43	0,46	0,32	0,11	0,91	0,95	1,02	1,14

Zdroje: Eurostat a výpočty ECB

Poznámky: Variačný koeficient je štandardná odchýlka vydelená priemerom. Priemerná absolútna zmena je priemer absolútnej hodnoty prvého mesačného rozdielu jednotlivých ukazovateľov inflácie. RMSE (stredná kvadratická odchýlka) je druhou odmocninou priemeru druhých mocnín odchýlok voči budúcej miere celkovej inflácie o 3, 6, 12 a 24 mesiacov. Štatistiky vyjadrujú ročné miery rastu.

Inflácia HICP bez energií a potravín nie je ideálnym ukazovateľom celkovej inflácie.¹ Neexistuje všeobecne uznávaná definícia celkovej inflácie, ale v praxi by mal každý takýto ukazovateľ zachytávať trvalejšie zložky inflácie a mal by tak sledovať inflačné trendy. Po prvé, inflácia HICP bez energií a potravín môže byť v každom časovom bode naďalej ovplyvnená dočasnými faktormi, ktoré nemajú žiadny vplyv zo strednodobého hľadiska (napr. nepriame účinky zmien cien komodít, zmien regulovaných cien, nepriamych daní alebo účinky ročnej doby). Po druhé, vylúčené energetické a potravinové zložky inflácie môžu samotné mať pretrvávajúcejšiu dynamiku, napríklad v dôsledku vývoja cien komodít, ktoré sa zaznamenali počas prvých rokov minulého desaťročia. Dynamika týchto zložiek by mohla mať následky v strednodobom výhľade a mal by ju preto zachytávať ukazovateľ celkovej inflácie. Skutočnosť, že ceny potravín a energií môžu mať trvalú zložku, sa odráža v tom, že inflácia HICP bez energií a potravín je posunutým indikátorom celkovej inflácie v strednodobom výhľade, keďže jej dlhodobý priemer

¹ Podrobnejšia diskusia na túto tému je v boxe Sú podindexy HICP ukazovateľmi celkovej inflácie?, *Mesačný bulletin*, ECB, december 2013.

sa pohybuje pod priemerom celkovej inflácie. Ceny energií sa od roku 1999 zvyšovali ročnou priemernou mierou rastu mierne pod 4 %, čím vznikol rozdiel medzi priemernou celkovou infláciou a priemernou infláciou HICP bez energií a potravín.

ECB vytýčila svoj cieľ cenovej stability pomocou celkovej inflácie najmä z dôvodu jej významu pre meranie kúpnej sily občanov. Pre spotrebiteľov je dôležité zachovanie kúpnej sily meny, meranej najrepresentatívnejším cenovým indexom, ktorý zahŕňa ceny energií a potravín (ktoré predstavujú približne 30 % spotrebného koša). Okrem toho, každý prípadný ukazovateľ, ktorý neobsahuje určité zložky spotrebného koša, trpí určitým stupňom arbitrárneho výberu, čo môže ohroziť dôveryhodnosť cieľa menovej politiky.

Strednodobý zámer menovej politiky ECB znamená, že sa nekladie prehnaný dôraz na krátkodobý vývoj inflácie. Veľmi nedokonalý spôsob kontroly, ktorú centrálna banka môže mať nad ktorýmkoľvek ukazovateľom inflácie v blízkej budúcnosti, je hlavný dôvod, prečo sa stratégia menovej politiky ECB zameriava na stabilizáciu inflácie v strednodobom výhľade. Strednodobá orientácia menovej politiky umožňuje odhliadnuť od dočasného vývoja a zamerať sa na vývojové trendy celkovej inflácie. Aj keď za určitých okolností môže centrálna banka predĺžiť trvanie strednodobého horizontu, počas ktorého je odhodlaná dostať infláciu opäť do súladu so svojim cieľom, nemôže tento časový horizont natiahnuť na takú dĺžku, aby občania už nemohli zmysluplným spôsobom overiť, či bol cieľ centrálnej banky dosiahnutý, alebo nie.

V súlade s týmito úvahami sa všetky centrálna banky v najvyspelejších štátoch zameriavajú pri formulovaní cieľov cenovej stability na celkovú infláciu. Mnohé centrálna banky vrátane ECB však pri posudzovaní inflačných trendov sledujú širšie spektrum ukazovateľov celkovej inflácie, čím abstrahujú od krátkodobej volatility. Okrem inflácie HICP bez energií a potravín ECB sleduje aj ukazovatele založené na vylúčení niektorých zložiek inflácie a modelovo zisťované ukazovatele inflácie, ako aj vývoj dlhodobých inflačných očakávaní.²

² Bližšie informácie o tejto téme sú v boxe Has underlying inflation reached a turning point? (Dosiahla celková inflácia bod obratu?), *Ekonomický bulletin*, ECB, júl 2015 a v článku [Inflation expectations in the euro area: a review of recent developments](#) (Inflačné očakávania v eurozóne: hodnotenie nedávneho vývoja), *Mesačný bulletin*, ECB, február 2011.

Box 8

Postup pri makroekonomickej nerovnováhe v roku 2016 a plnenie odporúčaní pre jednotlivé krajiny na rok 2015

Postup pri makroekonomickej nerovnováhe v roku 2016 predstavuje nástroj makroekonomického dohľadu, ktorý sa od zavedenia v novembri 2011 aktuálne uplatňuje už po piaty raz. Tento postup je zameraný na predchádzanie vzniku škodlivých makroekonomických nerovnováh v krajinách EÚ a na ich nápravu v prípade, že sú nadmerné. Európska komisia po prvom preskúmaní na základe súboru ukazovateľov z jesene následne uskutočňuje hĺbkové preskúmanie vybraných krajín (ako súčasť svojich ročných správ o krajinách), v ktorom hodnotí závažnosť nerovnováh. Ak sa identifikuje prítomnosť nerovnováh, príslušný členský štát dostane od Rady Európskej únie politické odporúčania (vychádzajúce z odporúčaní Komisie) v rámci preventívnej časti postupu. Ak sa však zistí, že nerovnováhy sú nadmerné, na odporúčanie Komisie by sa mal začať postup pri nadmernej nerovnováhe.¹ V rámci tejto nápravnej časti sa musí predložiť plán nápravných opatrení, v ktorom je opísaný postup riešenia daných nadmerných nerovnováh. V prípade, že sa opakovane nepodarí predložiť adekvátny plán, alebo ak sa schválený plán nedodríava, môže Rada uvaliť na príslušnú krajinu eurozóny sankcie.

Výsledky hodnotenia Európskej komisie týkajúce sa postupu pri makroekonomickej nerovnováhe v roku 2016

Európska komisia 8. marca 2016 zistila nadmerné nerovnováhy v piatich krajinách (Bulharsko, Francúzsko, Chorvátsko, Taliansko a Portugalsko; tabuľka A) Vo všetkých piatich krajinách sa nadmerné nerovnováhy identifikovali už minulý rok. Nerovnováhy Komisia konštatovala v Nemecku, Írsku, Španielsku, Holandsku, Slovinsku, Fínsku a Švédsku. V prípade týchto krajín však nie je možné priame porovnanie s hodnotením v roku 2015, keďže tri kategórie minuloročného hodnotenia boli v tomto roku zlúčené do jednej.² V tejto novej kategórii sú zahrnuté všetky nerovnováhy, ktoré nie sú natoľko závažné, aby ich bolo možné označiť ako „nadmerné“. Ďalšou novinkou v tomto roku je rozhodnutie Komisie vykonať osobitné

¹ Odôvodnenie 22 nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 1176/2011 zo 16. novembra 2011 o prevencii a náprave makroekonomických nerovnováh.

² Staršie tri kategórie („nerovnováhy, ktoré si vyžadujú politické opatrenia a monitorovanie“, „nerovnováhy, ktoré si vyžadujú rozhodné politické opatrenia a monitorovanie“ a „nerovnováhy, ktoré si vyžadujú rozhodné politické opatrenia a osobitné monitorovanie“) boli v súčasnosti spojené do jednej kategórie nazvanej „nerovnováhy“.

Tabuľka A

Záver Európskej komisie v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe v roku 2016

(1) Žiadne nerovnováhy		(2) Nerovnováhy				(3) Nadmerné nerovnováhy		(4) Nadmerné nerovnováhy a uplatnenie nápravnej časti (EIP)	
2015	2016	2015			2016	2015	2016	2015	2016
		(i) politické opatrenia	(ii) rozhodné politické opatrenia	(iii) rozhodné politické opatrenia a osobitné monitorovanie	rôzna úroveň osobitného monitorovania	osobitné monitorovanie			
CZ	BE*	BE	DE	IE	DE	BG	BG		
DK	CZ	NL	HU	ES	IE	FR**	FR		
EE	DK	RO		SI	ES	HR**	HR**		
LV	EE*	FI			NL	IT	IT		
LT	LV	SE			SI	PT	PT**		
LU	LT	UK			FI				
MT	LU				SE				
AT	HU*								
PL	MT								
SK	AT*								
	PL								
	RO*								
	SK								
	UK*								

Zdroj: Európska komisia.

Poznámka: V roku 2015 boli krajiny s nerovnovahami rozdelené do troch kategórií: (i) nerovnováhy, ktoré si vyžadujú politické opatrenia a monitorovanie, (ii) nerovnováhy, ktoré si vyžadujú rozhodné politické opatrenia a monitorovanie, a (iii) nerovnováhy, ktoré si vyžadujú rozhodné politické opatrenia a osobitné monitorovanie. V roku 2016 sa tieto kategórie spojili do jednej. Európska komisia má teraz v úmysle uskutočniť osobitné monitorovanie (v rôznom rozsahu) vo všetkých krajinách s nerovnovahami a nadmernými nerovnovahami.

* V týchto krajinách prebehlo v roku 2016 hĺbkové preskúmanie. Ostatné krajiny v tomto stĺpci sa už v prvej fáze postupu pri makroekonomickej nerovnováhe – v správe o mechanizme varovania – hodnotili ako krajiny bez nerovnováh. ** V prípade Chorvátska a Portugalska bude Komisia osobitne skúmať, či sú v ich národných programoch reforiem zakomponované dostatočne ambiciózne politické opatrenia. Ak nie sú, Komisia pristúpi k uplatneniu nápravnej časti postupu. Rovnaký postup sa v roku 2015 realizoval vo Francúzsku a Chorvátsku.

monitorovanie vo všetkých krajinách patriacich do tejto novej kategórie. Uvedený monitorovací proces, ktorý sa minulý rok uplatňoval len v krajinách so závažnejšími nerovnovahami, bude v jednotlivých štátoch rôzny v závislosti od vážnosti danej situácie. Komisia okrem toho ukončila postupy v Belgicku, Maďarsku, Rumunsku a Spojenom kráľovstve po tom, ako zistila, že nerovnováhy identifikované v minulom roku už v súčasnosti neexistujú. Podľa zistení boli nerovnováhy odstránené aj v Estónsku a Rakúsku, v ktorých sa malo v tomto roku vykonať hĺbkové preskúmanie. Celkový počet krajín bez nerovnováh teda od minulého roka stúpol. Zdá sa však, že tento vývoj odráža skôr väčšiu pozornosť venovanú krajinám so závažnejšími nerovnovahami ako prijatie úspešných politických opatrení, pretože celková miera realizácie reforiem bola zatiaľ relatívne nízka (tabuľka B).

Napriek konštatovaniu nadmerných nerovnováh v piatich krajinách Európska komisia nenavrhne aktivovať postup pri nadmernej nerovnováhe (to znamená nápravnú časť tohto postupu). Rozhodla sa teda opäť nevyužiť naplno všetky kroky, ktoré má k dispozícii. Vyzvala však krajiny s nadmernými nerovnovahami, aby vo svojich národných programoch reforiem (ktoré sa predkladajú v apríli) navrhli ambiciózne politické opatrenia. V prípade Chorvátska a Portugalska Komisia osobitne uviedla, že ich programy podrobí hĺbkovej kontrole, a ak nebudú obsahovať potrebné politické opatrenia, zväži možnosť začať v máji 2016 v týchto krajinách postup pri nadmernej nerovnováhe.

Aby sa zaistila dôveryhodnosť a účinnosť postupu pri makroekonomickej nerovnováhe, je nevyhnutné spätne kontrolovať, či vnútroštátne orgány skutočne realizovali reformy, ku ktorým sa zaviazali. Komisia preto vykonáva ročné hodnotenie rozsahu, v akom sa plnia odporúčania pre jednotlivé krajiny, ktoré

príslušné štáty dostali. Analýza odporúčaní pre jednotlivé krajiny na rok 2015 sa nachádza v správach o krajinách, ktoré Komisia zverejnila 26. februára 2016.

Hodnotenie realizácie odporúčaní pre jednotlivé krajiny na rok 2015

Členské štáty EÚ celkovo doposiaľ neprijali dostatočné kroky na realizáciu reforiem vyplývajúcich zo správ o krajinách za rok 2015 (tabuľka B). Komisia zistila, že v prípade prevažnej väčšiny reformných odporúčaní (viac ako 90 %) sa dosiahol len „určitý“ alebo „obmedzený“ pokrok v realizácii a len veľmi málo odporúčaní bolo realizovaných v „značnej“ alebo „plnej miere“. Toto nepriaznivé napredovanie v reformách je v príkrom rozpore s minuloročným zistením, že čoraz viac krajín vykazuje nadmerné nerovnováhy.

Žiadna z piatich krajín, v ktorých sa minulý rok identifikovali nadmerné nerovnováhy, napriek svojej výraznejšej zraniteľnosti celkovo nedosiahla väčšiu mieru realizácie reforiem ako priemerný členský štát EÚ. Ako sa uvádza vyššie, je to o to znepokojujúcejšie, že sa tieto krajiny v roku 2015 zaviazali plniť ambiciózny reformný program s cieľom presvedčiť Komisiu, aby v ich prípade neuplatnila postup pri nadmernej nerovnováhe. Tu vznikajú pochybnosti, či je pri rozhodovaní o prípadnom uplatnení postupu pri nadmernej nerovnováhe možné spoliehať sa na ohlásenie budúcich reforiem.

Tabuľka B

Hodnotenie realizácie odporúčaní pre jednotlivé krajiny na rok 2015 vykonané Európskou komisiou

	BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	ES	FR	HR	IT	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE	UK	
CSR 1																											nehodnotené
CSR 2																											realizované v plnom rozsahu
CSR 3																											výrazný pokrok
CSR 4																											určitý pokrok
CSR 5																											obmedzený pokrok
CSR 6																											žiadny pokrok
Kategória																											
MIP 2016	(1)	(3)	(1)	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)	(3)	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)	(1)	

Zdroj: Európska komisia.

Poznámka: „Žiadny pokrok“ znamená, že členský štát neohlásil ani neprijal žiadne opatrenia na realizáciu odporúčaní. Toto hodnotenie sa použije aj vtedy, keď si členský štát dal vypracovať štúdiu na posúdenie možných opatrení. „Obmedzený pokrok“ znamená, že členský štát ohlásil určité opatrenia na realizáciu odporúčaní, ale tieto opatrenia sa javia ako nedostatočné a/alebo ich prijatie/realizácia sú ohrozené. „Určitý pokrok“ znamená, že členský štát ohlásil alebo prijal opatrenia na realizáciu odporúčaní. Tieto opatrenia sa zdajú sľubné, ale nie všetky sa zrealizovali a realizácia nie je vo všetkých prípadoch zaručená. „Značný pokrok“ znamená, že členský štát schválil opatrenia, z ktorých sa väčšina zrealizovala, pričom plnenie odporúčaní bude trvať dlhšie. „Realizované v plnej miere“ znamená, že členský štát prijal a zrealizoval príslušné opatrenia, ktorými sa odporúčania plnia. „Nehodnotené“ sa vzťahuje na prípady, keď sa odporúčania pre jednotlivé krajiny (CSR 1) týkajú zväčša alebo výlučne Paktu stability a rastu, ktorého plnenie bude Európska komisia hodnotiť na jar 2016.

Vysvetlenie kategórií postupu pri makroekonomickej nerovnováhe za rok 2016 je v tabuľke A.

Napriek nižšiemu počtu odporúčaní pre jednotlivé krajiny však reformné úsilie v skutočnosti poľavilo ešte viac. Minulý rok Komisia konštatovala, že väčšina krajín dosiahla len „určitý“ alebo „obmedzený“ pokrok pri realizácii odporúčaní na rok 2014. V tomto roku bol počet odporúčaní plnených so „značným pokrokom“ alebo „realizovaných v plnej miere“ ešte nižší (4 % v porovnaní so 7 % v roku 2014).

Toto poľavenie v úsilí je obzvlášť zarážajúce najmä preto, že Komisia výrazne znížila počet odporúčaní (až o tretinu zo 157 odporúčaní v roku 2014 na 102 v roku 2015), aby umožnila členským štátom sústrediť sa na prioritné záležitosti v makroekonomickej a sociálnej oblasti.

Členské štáty vo všeobecnosti realizovali pomerne menej odporúčaní pre politiky trhu tovarov a služieb ako pre politiky trhu práce. Podľa hodnotenia Komisie bol zaznamenaný „obmedzený“ alebo „žiadny“ pokrok, pričom približne 70 % odporúčaní sa týkalo reforiem trhu tovarov a služieb. Miera plnenia odporúčaní reforiem na trhu práce je podstatne lepšia, pričom do tejto kategórie spadá približne 50 % odporúčaní. Príklady odporúčaní v oblasti trhu tovarov a služieb zahŕňajú výzvy, aby členské štáty (i) zmiernili bariéry, ktoré bránia prieniku nových podnikov do sieťových odvetví (energetika, doprava, telekomunikácie atď.), (ii) obnovili zrušené profesie a (iii) zlepšili regulačné rámce s cieľom podporiť hospodársku súťaž a priaznivé podnikateľské prostredie vo všeobecnosti. Náprava vo všetkých uvedených oblastiach je základným predpokladom vyššieho rastu produktivity.

Dostatočná pozornosť sa nevenovala ani politikám na podporu investícií.

Reformy, ktoré majú potenciál podporiť rast investícií v Európe, zahŕňajú širokú škálu politických oblastí. Okrem regulácie konkrétneho sektora a samotnej kvality regulácie (v oblasti reforiem trhu tovarov a služieb) zohrávajú dôležitú úlohu aj oblasti práce a vzdelávania, výberu daní, výskumu a inovácií, verejnej správy, rámcov platobnej neschopnosti a vo všeobecnosti aj podnikateľské prostredie. Vzhľadom na osobitný význam, ktorý členské štáty pripisujú tomuto problému³, ako aj na plán Komisie zameraný na oživenie investícií, by sa očakávala vyššia miera realizácie takýchto reforiem. Podľa Komisie však členské štáty dosiahli pri plnení takmer všetkých odporúčaní v oblasti investícií len „určitý“ alebo „obmedzený“ pokrok.

Úplné a efektívne využitie všetkých nástrojov dostupných v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe – vrátane jeho nápravnej časti – by mohlo zrýchliť tempo realizácie reforiem. Ďalšie zaznamenané spomaľovanie reforiem je v príkrom rozpore s potrebou riešiť významné problémy, ktoré pretrvávajú v mnohých krajinách eurozóny, a nutnosťou zvýšiť ich odolnosť. Nedostatočné plnenie na strane krajín naznačuje, že politické záväzky členských štátov obsiahnuté v ich národných programoch reforiem ani opakované výzvy Komisie na prijatie rozhodných krokov nepredstavujú dostatočné mechanizmy na presadzovanie plnenia odporúčaní. Reformné úsilie by však mohli zlepšiť nástroje, ktoré sú k dispozícii v rámci nápravnej časti, čo by umožnilo zvýšiť odolnosť krajín a zlepšiť fungovanie HMÚ.

³ Ako sa uvádza napríklad v prvom zo všeobecných usmernení pre oblasť hospodárskej politiky schválených Radou 18. a 19. júna 2015, ktoré je zamerané na podporu investícií.

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

1 Vonkajšie prostredie

1.1 Hlavní obchodní partneri, HDP a CPI

	HDP ¹⁾ (percentuálna zmena medzi obdobiami)						CPI (ročná percentuálna zmena)						
	G20	Spojené štáty	Spojené kráľovstvo	Japonsko	Čína	Informatívna položka: eurozóna	Krajiny OECD		Spojené štáty	Spojené kráľovstvo (HICP)	Japonsko	Čína	Informatívna položka: eurozóna ²⁾ (HICP)
	1	2	3	4	5	6	Spolu	bez potravín a energií	9	10	11	12	13
2013	3,1	1,5	2,2	1,4	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	7,3	0,9	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	.	2,4	2,2	0,5	6,9	1,6	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2015 Q1	0,8	0,2	0,4	1,1	1,3	0,6	0,6	1,7	-0,1	0,1	2,3	1,2	-0,3
Q2	0,8	1,0	0,6	-0,4	1,9	0,4	0,5	1,6	0,0	0,0	0,5	1,4	0,2
Q3	.	0,5	0,4	0,3	1,8	0,3	0,5	1,7	0,1	0,0	0,2	1,7	0,1
Q4	.	0,3	0,5	-0,3	1,6	0,3	0,7	1,8	0,5	0,1	0,3	1,5	0,2
2015 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.	-	-	-	-	-	-	0,7	1,8	0,5	0,1	0,3	1,5	0,1
Dec.	-	-	-	-	-	-	0,9	1,9	0,7	0,2	0,2	1,6	0,2
2016 Jan.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,9	1,4	0,3	0,0	1,8	0,3
Feb. ³⁾	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	-0,2

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

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

2) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

3) Čísla za eurozónu sú odhadnuté na základe predbežných národných údajov, ktoré zvyčajne zahŕňajú približne 95% eurozóny, ako aj na základe prvých informácií 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
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,2	52,7	50,6	3,1	-0,1	5,4
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,1	54,1	51,5	3,2	3,6	2,8
2015	53,3	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,7	53,9	50,3	1,1	3,8	-0,9
2015 Q1	53,9	56,9	57,3	50,4	51,5	53,3	53,0	54,3	50,6	-1,9	1,5	-4,2
Q2	53,3	55,9	57,2	51,3	51,1	53,9	51,1	54,1	49,6	-0,9	-0,9	-0,9
Q3	53,0	55,4	55,1	51,9	49,0	53,9	50,2	54,0	48,8	1,8	1,1	2,4
Q4	52,7	55,0	55,4	52,3	49,9	54,1	51,3	53,2	50,5	0,7	0,3	1,0
2015 Sep.	52,3	55,0	53,3	51,2	48,0	53,6	49,9	53,2	48,1	1,8	1,1	2,4
Okt.	52,7	55,0	55,3	52,3	49,9	53,9	51,2	53,3	50,9	1,8	2,3	1,4
Nov.	53,3	56,1	55,7	52,3	50,5	54,2	51,8	53,8	50,7	0,1	1,1	-0,7
Dec.	52,2	54,0	55,3	52,2	49,4	54,3	50,9	52,6	49,8	0,7	0,3	1,0
2016 Jan.	52,2	53,2	56,2	52,6	50,1	53,6	51,0	52,7	50,1	.	.	.
Feb.	50,0	50,0	52,8	51,0	49,4	53,0	49,8	50,0	48,9	.	.	.

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

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

2) Bez eurozóny.

2 Finančný vývoj

2.1 Úrokové miery peňažného trhu

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

	Eurozóna 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
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	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,31	0,09
2015 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
Dec.	-0,20	-0,19	-0,13	-0,04	0,06	0,53	0,08
2016 Jan.	-0,24	-0,22	-0,15	-0,06	0,04	0,62	0,08
Feb.	-0,24	-0,25	-0,18	-0,12	-0,01	0,62	0,01

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
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	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2015 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
Dec.	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016 Jan.	-0,45	-0,45	-0,47	-0,23	0,44	0,89	1,47	1,18	-0,47	-0,46	0,43	1,55
Feb.	-0,50	-0,51	-0,54	-0,36	0,22	0,73	1,14	1,01	-0,54	-0,56	0,18	1,23

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	Telekomunikácie	Zdravotníctvo		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	356,2	3 444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2 061,1	19 203,8
2015 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
Dec.	346,0	3 288,6	652,5	262,8	630,2	278,1	180,2	494,9	391,7	263,6	363,3	811,0	2 054,1	19 202,6
2016 Jan.	320,8	3 030,5	589,3	250,1	584,0	252,6	161,6	463,6	379,6	254,3	345,1	769,6	1 918,6	17 302,3
Feb.	304,3	2 862,6	559,2	245,9	569,1	250,5	144,0	449,9	352,5	245,7	332,8	732,6	1 904,4	16 347,0

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				Revolvingové úvery a prečerpania	Poskytnuté úvery z kreditných kariet	Spotrebiteľské úvery			Úvery podnikom s jedným vlastníkom a partnerstvám nezapsaným v obchodnom registri	Úvery na bývanie					Kompozitný indikátor nákladov na požíčkovanie
	splatené na požiadanie	splatené na požiadanie do 3 mesiacov	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 5 rokov	nad 5 a 10 rokov	nad 10 rokov		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2015 Feb.	0,18	0,85	0,97	1,53	7,13	17,05	5,18	6,47	6,82	2,79	2,09	2,51	2,35	2,48	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	2,45	2,24	2,39	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	2,29	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	2,03	2,27	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	2,38	2,61	2,25
Okt.	0,14	0,66	0,65	0,99	6,71	16,98	5,22	6,03	6,43	2,64	2,06	2,32	2,30	2,41	2,58	2,26
Nov.	0,14	0,65	0,64	0,96	6,68	16,91	5,23	6,22	6,60	2,68	2,04	2,31	2,32	2,45	2,62	2,27
Dec.	0,13	0,64	0,64	0,98	6,61	16,95	4,84	5,94	6,25	2,53	1,99	2,27	2,27	2,42	2,55	2,22
2016 Jan. ^(p)	0,12	0,62	0,63	1,25	6,65	16,87	5,31	6,30	6,65	2,53	1,98	2,23	2,30	2,41	2,52	2,23

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			Revolvingové úvery a prečerpania	Ostatné úvery podľa veľkosti a začiatočného obdobia fixácie sadzby									Kompozitný indikátor nákladov na požíčkovanie
	splatené na požiadanie	s dohodnutou splatnosťou:			do 0,25 mil. EUR			nad 0,25 mil. EUR a do 1 mil. EUR			nad 1 mil. EUR			
		do 2 rokov	nad 2 roky		pohyblivá sadzba do 3 mesiacov	nad 3 mesiace a do 1 roka	nad 1 rok	pohyblivá sadzba do 3 mesiacov	nad 3 mesiace a do 1 roka	nad 1 rok	pohyblivá sadzba do 3 mesiacov	nad 3 mesiace a do 1 roka	nad 1 rok	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2015 Feb.	0,21	0,35	1,04	3,43	3,60	3,72	3,13	2,23	2,71	2,39	1,51	1,99	2,14	2,36
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	2,35
Apr.	0,19	0,30	0,90	3,34	3,46	3,58	2,97	2,18	2,60	2,26	1,61	1,93	2,02	2,32
Máj	0,18	0,30	0,91	3,28	3,37	3,50	2,97	2,15	2,46	2,23	1,56	1,85	2,04	2,25
Jún	0,18	0,31	1,09	3,25	3,19	3,47	2,87	2,09	2,33	2,23	1,59	1,91	2,03	2,24
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	2,04	2,17
Aug.	0,17	0,24	0,92	3,16	3,25	3,57	2,91	2,07	2,32	2,23	1,39	1,53	2,03	2,13
Sep.	0,17	0,26	0,98	3,20	3,23	3,51	2,89	2,03	2,25	2,21	1,49	1,87	2,17	2,20
Okt.	0,16	0,26	0,80	3,09	3,18	3,42	2,89	2,04	2,28	2,20	1,43	1,69	2,02	2,14
Nov.	0,16	0,23	0,84	3,05	3,14	3,39	2,88	2,02	2,16	2,20	1,37	1,62	1,98	2,09
Dec.	0,14	0,23	0,85	3,01	3,07	3,18	2,77	2,01	2,13	2,17	1,43	1,77	1,92	2,06
2016 Jan. ^(p)	0,13	0,26	0,78	2,97	3,22	3,25	2,78	2,00	2,22	2,18	1,39	1,68	2,07	2,09

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														
2013	1 253	483	122	.	67	529	53	508	314	30	.	44	99	21
2014	1 320	544	129	.	59	538	50	409	219	34	.	38	93	25
2015	1 260	521	135	.	61	478	65	334	151	36	.	32	82	34
2015 Aug.	1 341	558	130	.	79	515	59	291	132	28	.	22	79	29
Sep.	1 327	545	127	.	75	520	59	345	162	31	.	29	93	30
Okt.	1 339	552	144	.	74	509	60	363	172	31	.	32	86	42
Nov.	1 351	559	144	.	73	509	66	311	140	39	.	30	75	26
Dec.	1 260	521	135	.	61	478	65	294	133	50	.	27	57	26
2016 Jan.	1 283	527	137	.	68	483	67	325	141	31	.	33	87	33
Dlhodobé														
2013	15 107	4 404	3 087	.	921	6 069	627	222	70	39	.	16	89	9
2014	15 127	4 047	3 158	.	994	6 285	643	221	66	43	.	16	85	10
2015	15 171	3 783	3 207	.	1 065	6 480	637	213	66	44	.	13	81	8
2015 Aug.	15 243	3 892	3 232	.	1 035	6 447	636	112	42	19	.	4	44	4
Sep.	15 259	3 864	3 236	.	1 042	6 485	632	257	64	82	.	14	93	4
Okt.	15 331	3 859	3 290	.	1 048	6 498	636	232	78	44	.	12	89	10
Nov.	15 376	3 869	3 277	.	1 061	6 525	644	196	67	34	.	16	67	11
Dec.	15 171	3 783	3 207	.	1 065	6 480	637	153	49	60	.	16	23	4
2016 Jan.	15 140	3 749	3 186	.	1 052	6 520	634	202	75	21	.	6	93	8

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					
											FVC
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Stav										
2013	16 360,7	4 886,5	3 209,1	.	987,4	6 598,1	679,6	5 649,0	569,1	747,3	4 332,7
2014	16 446,4	4 590,6	3 287,3	.	1 052,4	6 823,2	692,9	5 958,0	591,1	784,6	4 582,3
2015	16 430,8	4 303,8	3 341,6	.	1 126,1	6 957,8	701,5	6 720,7	586,1	891,5	5 243,1
2015 Aug.	16 584,4	4 450,1	3 362,1	.	1 114,3	6 962,5	695,3	6 576,6	630,6	848,4	5 097,6
Sep.	16 585,9	4 409,6	3 363,2	.	1 116,9	7 004,9	691,3	6 273,7	582,5	804,8	4 886,4
Okt.	16 670,5	4 410,5	3 434,5	.	1 122,3	7 007,0	696,3	6 812,7	612,1	873,0	5 327,6
Nov.	16 727,2	4 428,1	3 420,5	.	1 134,4	7 034,0	710,2	7 006,2	613,9	922,6	5 469,8
Dec.	16 430,8	4 303,8	3 341,6	.	1 126,1	6 957,8	701,5	6 720,7	586,1	891,5	5 243,1
2016 Jan.	16 422,9	4 276,0	3 322,9	.	1 119,5	7 003,4	701,1	6 313,9	490,7	832,3	4 990,9
	Miera rastu										
2013	-1,4	-8,9	-3,4	.	8,0	4,5	-1,1	0,7	7,2	-0,4	0,2
2014	-0,6	-7,8	0,4	.	5,1	3,1	1,2	1,4	7,2	1,0	0,7
2015	-0,2	-7,0	3,0	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6
2015 Aug.	-1,0	-7,3	0,4	.	4,1	1,9	-0,2	1,0	3,3	0,4	0,8
Sep.	-0,5	-7,5	2,1	.	4,4	2,4	-1,9	1,0	3,3	0,5	0,7
Okt.	0,1	-6,0	2,4	.	4,3	2,4	0,1	1,0	3,3	0,9	0,7
Nov.	0,0	-5,6	1,5	.	4,5	2,2	1,2	1,0	3,0	1,5	0,6
Dec.	-0,2	-7,0	3,0	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6
2016 Jan.	-0,8	-7,9	1,4	.	4,4	2,0	0,6	1,0	3,3	1,8	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
2013	101,2	98,2	96,7	91,1	102,0	98,8	111,9	95,6
2014	101,8	97,9	96,7	91,3	102,2	100,4	114,7	96,1
2015	92,4	88,4	89,1	-	-	-	106,5	87,9
2015 Q1	93,0	89,2	89,4	83,9	91,3	92,2	106,4	88,3
Q2	91,2	87,5	88,2	82,3	90,0	90,1	104,4	86,4
Q3	92,7	88,7	89,6	84,0	91,6	91,4	107,6	88,7
Q4	92,4	88,4	89,3	-	-	-	107,7	88,4
2015 Sep.	93,8	89,7	90,7	-	-	-	109,6	90,3
Okt.	93,6	89,6	90,5	-	-	-	109,0	89,7
Nov.	91,1	87,1	88,1	-	-	-	106,0	87,0
Dec.	92,5	88,3	89,2	-	-	-	108,0	88,5
2016 Jan.	93,6	89,1	90,2	-	-	-	109,9	89,7
Feb.	94,7	90,0	91,2	-	-	-	111,3	91,0
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu mesiacu</i>								
2016 Feb.	1,2	1,0	1,2	-	-	-	1,3	1,4
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu roku</i>								
2016 Feb.	1,5	0,6	1,6	-	-	-	4,0	2,5

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	Švédka koruna	Švajčiarsky frank	Americký dolár
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
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
Q4	7,000	7,623	27,057	7,460	312,652	132,952	4,264	0,722	4,4573	9,302	1,085	1,095
2015 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
Dec.	7,019	7,640	27,027	7,461	314,398	132,358	4,290	0,726	4,5033	9,245	1,083	1,088
2016 Jan.	7,139	7,658	27,027	7,462	314,679	128,324	4,407	0,755	4,5311	9,283	1,094	1,086
Feb.	7,266	7,636	27,040	7,463	310,365	127,346	4,397	0,776	4,4814	9,410	1,102	1,109
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu mesiacu</i>												
2016 Feb.	1,8	-0,3	0,1	0,0	-1,4	-0,8	-0,2	2,8	-1,1	1,4	0,7	2,1
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu roku</i>												
2016 Feb.	2,4	-1,0	-2,1	0,2	1,1	-5,4	5,3	4,7	1,1	-0,8	3,8	-2,3

Zdroj: ECB.

2 Finančný vývoj

2.10 Platobná bilancia eurozóny, finančný účet

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

	Spolu 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 Q4	19 874,6	20 995,4	-1 120,7	8 247,8	6 403,1	6 467,3	9 829,8	-43,1	4 590,4	4 762,5	612,3	12 048,4
2015 Q1	21 841,7	22 847,8	-1 006,0	8 952,8	6 632,8	7 225,2	11 059,5	-69,3	5 042,7	5 155,5	690,4	13 008,1
Q2	21 447,0	22 295,7	-848,7	8 871,7	6 704,2	7 105,7	10 628,1	-24,8	4 835,9	4 963,4	658,5	12 653,2
Q3	21 347,0	22 222,1	-875,1	9 177,3	7 153,7	6 781,0	10 124,9	-36,7	4 781,1	4 943,4	644,2	12 668,6
Stav v % HDP												
2015 Q3	206,9	215,3	-8,5	88,9	69,3	65,7	98,1	-0,4	46,3	47,9	6,2	122,8
Transakcie												
2015 Q1	547,1	511,7	35,5	193,7	89,2	137,1	249,9	22,6	187,9	172,5	5,8	-
Q2	60,9	23,0	37,9	97,0	139,7	128,2	1,5	1,3	-163,3	-118,3	-2,4	-
Q3	59,0	13,9	45,1	106,4	137,8	14,2	-106,9	-1,7	-62,6	-16,9	2,7	-
Q4	-117,8	-215,2	97,4	42,6	40,2	102,9	-31,5	16,4	-284,3	-224,0	4,6	-
2015 Júl	120,0	130,9	-10,8	82,7	95,4	14,9	-63,6	9,9	19,5	99,1	-7,0	-
Aug.	-18,4	-25,3	6,9	-10,0	4,3	-12,1	-34,3	-7,8	10,1	4,7	1,4	-
Sep.	-42,6	-91,6	49,0	33,8	38,1	11,4	-9,0	-3,8	-92,2	-120,7	8,3	-
Okt.	121,9	84,4	37,5	39,9	43,9	56,0	30,0	-0,7	32,7	10,5	-6,0	-
Nov.	-32,2	-51,1	18,9	-4,9	-4,5	27,0	-3,2	9,8	-66,5	-43,4	2,5	-
Dec.	-207,5	-248,5	40,9	7,6	0,9	19,9	-58,3	7,3	-250,5	-191,0	8,1	-
12-mesačné kumulované transakcie												
2015 Dec.	549,3	333,4	215,9	439,8	407,0	382,5	113,1	38,6	-322,3	-186,7	10,7	-
12-mesačné kumulované transakcie v % HDP												
2015 Dec.	5,3	3,2	2,1	4,2	3,9	3,7	1,1	0,4	-3,1	-1,8	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)												
2013	9 931,8	9 595,2	5 558,5	2 094,5	1 949,0	1 005,5	573,7	365,7	-6,8	336,6	4 373,4	4 036,7
2014	10 106,4	9 732,9	5 631,1	2 128,5	1 984,6	1 008,1	596,2	375,3	-11,3	373,6	4 521,3	4 147,8
2015	10 400,2	9 940,4	5 738,0	2 169,1	2 054,2	.	.	.	-20,8	459,7	4 751,0	4 291,3
2015 Q1	2 573,8	2 462,9	1 421,0	538,3	509,0	256,0	154,5	96,7	-5,4	110,9	1 167,6	1 056,8
Q2	2 591,7	2 473,5	1 433,0	540,4	510,1	253,8	155,1	99,5	-10,0	118,2	1 196,8	1 078,7
Q3	2 606,9	2 490,4	1 439,4	543,0	513,6	253,6	154,7	101,2	-5,6	116,5	1 195,2	1 078,7
Q4	2 624,0	2 510,0	1 444,1	546,4	521,6	.	.	.	-2,1	114,0	1 192,5	1 078,4
v % HDP												
2015	100,0	95,6	55,2	20,9	19,8	.	.	.	-0,2	4,4	-	-
Reťazové indexy (ceny predchádzajúceho roka)												
medzištvrtročná percentuálna zmena												
2015 Q1	0,6	0,8	0,5	0,5	1,4	1,3	1,9	1,4	-	-	1,4	2,1
Q2	0,4	0,0	0,3	0,3	0,1	-0,9	0,1	2,6	-	-	1,7	1,0
Q3	0,3	0,7	0,5	0,3	0,4	-0,2	-0,5	1,2	-	-	0,2	1,2
Q4	0,3	0,6	0,2	0,6	1,3	.	.	.	-	-	0,2	0,9
ročná percentuálna zmena												
2013	-0,3	-0,7	-0,6	0,2	-2,6	-3,5	-2,4	-0,4	-	-	2,1	1,3
2014	0,9	0,9	0,8	0,8	1,3	-0,5	4,1	2,1	-	-	4,1	4,5
2015	1,6	1,8	1,7	1,3	2,7	.	.	.	-	-	5,0	5,7
2015 Q1	1,3	1,4	1,6	1,1	2,0	0,1	4,8	2,6	-	-	5,3	6,0
Q2	1,6	1,4	1,7	1,2	2,6	0,6	4,4	5,0	-	-	6,0	5,8
Q3	1,6	1,9	1,8	1,2	2,5	0,5	2,2	6,8	-	-	4,6	5,5
Q4	1,6	2,2	1,5	1,6	3,4	.	.	.	-	-	3,6	5,3
príspevky k medzištvrtročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch												
2015 Q1	0,6	0,8	0,3	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,2	-	-
Q2	0,4	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,4	-	-
Q3	0,3	0,7	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,4	-	-
Q4	0,3	0,6	0,1	0,1	0,3	.	.	.	0,1	-0,3	-	-
príspevky k ročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch												
2013	-0,3	-0,7	-0,4	0,0	-0,5	-0,4	-0,1	0,0	0,2	0,4	-	-
2014	0,9	0,9	0,4	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	-	-
2015	1,6	1,7	0,9	0,3	0,5	.	.	.	0,0	-0,1	-	-
2015 Q1	1,3	1,4	0,9	0,2	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,2	-0,1	-	-
Q2	1,6	1,3	1,0	0,3	0,5	0,1	0,3	0,2	-0,4	0,3	-	-
Q3	1,6	1,8	1,0	0,3	0,5	0,0	0,1	0,3	0,1	-0,2	-	-
Q4	1,6	2,2	0,8	0,3	0,7	.	.	.	0,3	-0,6	-	-

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

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

2) Vrátane 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	Poľnohos- podárstvo, lesníctvo a rybolov	Priemysel- ná výroba, energetika a sieťové odvetvia	Staveb- níctvo	Obchod, doprava, ubytovacie a stravova- cie služby	Informácie a komuni- kácia	Finančníctvo a poisťov- níctvo	Nehnuteľnosti	Odborné, obchodné a podpor- né služby	Verejná správa, vzdelávanie, zdravotníc- tvo a sociál- na práca	Umenie, zábava a ostatné služby	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bežné ceny (v mld. EUR)												
2013	8 927,3	152,3	1 737,0	458,1	1 680,2	412,6	442,3	1 030,6	945,2	1 751,4	317,6	1 004,5
2014	9 073,5	146,7	1 756,9	461,6	1 711,1	417,6	453,9	1 051,0	968,0	1 781,8	324,8	1 033,0
2015	9 329,3	146,4	1 815,9	469,8	1 771,3	431,1	456,4	1 075,8	1 008,2	1 821,1	333,4	1 070,9
2015 Q1	2 312,6	36,1	451,1	117,1	438,5	106,3	114,9	265,7	247,8	452,5	82,5	261,2
Q2	2 324,2	36,2	453,6	116,4	441,1	107,4	114,5	267,6	250,9	453,5	83,0	267,4
Q3	2 337,7	36,7	454,3	117,0	444,4	108,3	113,7	270,5	253,3	456,0	83,6	269,2
Q4	2 351,7	37,4	454,4	118,7	447,3	109,2	113,1	271,9	256,3	459,2	84,2	272,3
v % pridanej hodnoty												
2015	100,0	1,6	19,5	5,0	19,0	4,6	4,9	11,5	10,8	19,5	3,6	-
Reťazové indexy (ceny predchádzajúceho roka)												
medzištvrtročná percentuálna zmena												
2015 Q1	0,6	0,8	1,0	0,6	0,8	0,5	0,6	0,1	1,0	0,3	0,2	0,1
Q2	0,3	0,3	0,4	-0,5	0,4	0,9	0,1	0,1	0,9	0,1	0,3	1,0
Q3	0,3	0,6	0,2	-0,1	0,5	0,5	-0,6	0,7	0,6	0,1	0,4	0,3
Q4	0,2	0,5	-0,5	1,0	0,3	0,8	0,3	0,3	0,6	0,2	0,4	1,2
ročná percentuálna zmena												
2013	-0,2	3,2	-0,6	-3,3	-0,8	2,5	-2,5	1,1	0,3	0,4	-0,5	-1,1
2014	0,9	3,1	0,6	-0,9	1,4	2,0	-0,6	1,3	1,4	0,5	1,2	0,8
2015	1,5	0,8	1,8	0,3	2,0	2,7	0,8	1,1	2,7	0,8	1,1	2,6
2015 Q1	1,2	0,6	1,2	-1,0	1,7	2,5	1,1	1,0	2,2	0,6	0,8	2,2
Q2	1,5	0,6	1,8	0,1	2,1	3,1	1,3	0,7	2,7	0,8	1,0	2,6
Q3	1,5	0,2	1,9	0,2	2,0	2,4	0,2	1,1	2,8	0,7	0,9	2,9
Q4	1,5	2,2	1,1	0,9	1,9	2,7	0,4	1,2	3,1	0,7	1,3	2,7
príspevky k medzištvrtročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch												
2015 Q1	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Q2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
Q4	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
príspevky k ročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch												
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	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
2015	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
2015 Q1	1,2	0,0	0,2	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
Q2	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	-
Q3	1,5	0,0	0,4	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
Q4	1,5	0,0	0,2	0,0	0,4	0,1	0,0	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	7,0
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,2	6,0	24,8	2,7	2,7	1,0	13,0	24,1	7,1
<i>ročná percentuálna zmena</i>													
2012	-0,4	-0,5	0,0	-1,1	-0,7	-4,4	-0,6	1,1	-0,4	0,2	0,8	0,0	0,4
2013	-0,7	-0,6	-1,0	-1,6	-1,3	-4,2	-0,8	0,3	-1,0	-1,9	0,3	0,2	-0,2
2014	0,6	0,7	-0,3	0,6	-0,1	-1,8	0,7	0,8	-0,9	1,0	1,9	0,8	0,7
2014 Q4	0,8	1,0	-0,2	0,2	0,3	-1,4	0,9	0,6	-0,5	1,6	2,4	0,8	1,8
2015 Q1	0,9	1,1	-0,1	-0,3	0,3	-0,1	1,2	0,5	-0,3	1,5	2,7	0,6	0,7
Q2	1,0	1,1	0,2	0,3	0,2	0,9	1,0	1,0	0,4	2,5	2,8	0,6	1,0
Q3	1,1	1,3	-0,2	0,1	0,4	-0,3	1,2	1,5	0,0	2,4	3,0	0,8	1,0
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	12,4	21,6	6,3
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,8	2,9	2,8	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,7	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	12,7	21,9	6,3
<i>ročná percentuálna zmena</i>													
2012	-1,6	-1,6	-1,5	-2,3	-2,2	-6,8	-1,7	0,7	-1,0	-0,8	-0,3	-0,5	-0,8
2013	-1,4	-1,4	-1,8	-1,4	-1,5	-5,5	-1,6	-0,1	-1,6	-3,1	-0,8	-0,4	-1,4
2014	0,6	0,8	-0,4	0,1	0,4	-1,7	0,6	1,2	-1,0	0,7	2,0	1,0	0,0
2014 Q4	1,0	1,2	0,1	0,7	1,0	-1,1	0,8	1,4	-0,8	1,6	2,9	0,9	1,2
2015 Q1	0,8	1,0	-0,1	0,8	0,5	-0,3	0,7	0,6	-0,6	2,4	2,5	0,6	1,2
Q2	1,1	1,3	0,3	1,0	0,9	1,2	0,7	1,5	0,4	3,3	3,3	0,6	1,2
Q3	1,3	1,6	0,2	0,7	1,0	0,4	1,0	2,6	-0,2	3,7	3,7	0,9	1,2
Počet odpracovaných hodín na zamestnanú osobu													
<i>ročná percentuálna zmena</i>													
2012	-1,2	-1,1	-1,6	-1,2	-1,5	-2,5	-1,1	-0,4	-0,6	-1,0	-1,1	-0,5	-1,2
2013	-0,8	-0,7	-0,8	0,2	-0,2	-1,4	-0,8	-0,4	-0,6	-1,3	-1,0	-0,5	-1,2
2014	0,0	0,1	-0,1	-0,5	0,5	0,1	-0,1	0,3	0,0	-0,3	0,1	0,2	-0,6
2014 Q4	0,1	0,1	0,4	0,5	0,7	0,4	-0,1	0,8	-0,3	0,0	0,4	0,1	-0,6
2015 Q1	-0,1	0,0	0,0	1,1	0,2	-0,3	-0,5	0,2	-0,3	0,9	-0,2	0,0	0,4
Q2	0,1	0,2	0,1	0,7	0,6	0,3	-0,3	0,5	0,0	0,8	0,4	-0,1	0,2
Q3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,7	-0,1	1,0	-0,2	1,3	0,7	0,1	0,2

Zdroj: Eurostat, výpočty ECB.

1) Údaje o zamestnanosti sú založené na ESA 2010.

3 Hospodárska aktivita

3.4 Pracovná sila, nezamestnanosť a voľné pracovné miesta

(sezónne očistené, ak nie je uvedené inak)

	Pracovná sila, v miliónoch 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		
2013	159,334	4,6	19,212	12,0	5,9	15,621	10,7	3,592	24,3	10,299	11,9	8,913	12,1	1,5
2014	160,308	4,6	18,624	11,6	6,1	15,213	10,4	3,412	23,7	9,929	11,5	8,695	11,8	1,7
2015	.	.	17,430	10,9	.	14,275	9,7	3,155	22,4	9,254	10,7	8,176	11,0	.
2015 Q1	160,090	4,7	17,994	11,2	5,9	14,757	10,1	3,237	22,7	9,560	11,1	8,434	11,4	1,7
Q2	160,461	4,6	17,685	11,0	5,7	14,507	9,9	3,178	22,5	9,397	10,9	8,288	11,2	1,7
Q3	160,554	4,4	17,202	10,7	5,3	14,081	9,6	3,120	22,3	9,121	10,5	8,081	10,9	1,6
Q4	.	.	16,838	10,5	.	13,754	9,4	3,085	22,2	8,936	10,3	7,902	10,7	.
2015 Aug.	-	-	17,211	10,7	-	14,077	9,6	3,134	22,4	9,120	10,5	8,092	10,9	-
Sep.	-	-	17,058	10,6	-	13,940	9,5	3,118	22,3	9,041	10,4	8,017	10,8	-
Okt.	-	-	16,959	10,6	-	13,838	9,4	3,121	22,3	9,002	10,4	7,956	10,7	-
Nov.	-	-	16,803	10,5	-	13,733	9,4	3,070	22,1	8,902	10,3	7,901	10,7	-
Dec.	-	-	16,752	10,4	-	13,690	9,3	3,063	22,1	8,904	10,3	7,849	10,6	-
2016 Jan.	-	-	16,647	10,3	-	13,609	9,3	3,037	22,0	8,800	10,2	7,847	10,6	-

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													
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,3	-0,1	-0,8	-0,9	-0,6	-1,0	-4,4
2014	0,8	1,7	1,2	1,8	2,6	-5,5	1,7	3,3	1,2	0,3	2,2	0,0	3,8
2015	1,4	1,5	0,8	1,8	1,8	0,2	-0,9	2,5	2,5	1,4	3,4	2,4	8,9
2015 Q1	1,6	1,1	-0,1	1,1	2,4	4,6	-1,7	1,1	2,4	1,1	3,4	2,2	9,0
Q2	1,3	1,7	0,9	2,7	0,9	-1,1	-0,8	5,4	2,5	1,3	3,5	2,7	6,9
Q3	1,8	2,1	0,9	2,5	2,7	0,0	-1,2	2,2	3,2	2,2	3,9	3,1	9,4
Q4	0,8	1,3	1,4	0,9	1,3	-3,2	0,1	1,3	2,0	1,1	2,7	1,8	10,4
2015 Aug.	2,3	2,9	1,2	4,1	3,2	-2,3	-2,1	3,5	2,7	2,7	2,6	4,1	8,3
Sep.	1,4	1,9	1,4	2,0	1,9	-1,4	-0,5	0,0	3,3	1,6	4,8	2,1	9,8
Okt.	2,1	2,3	1,5	3,6	1,3	1,1	0,1	0,7	2,3	1,1	3,2	1,7	5,8
Nov.	1,4	1,8	2,2	1,7	1,5	-2,7	0,3	3,3	1,7	0,8	2,4	2,2	10,9
Dec.	-1,3	-0,4	0,4	-2,6	1,3	-7,3	-0,4	0,0	2,1	1,4	2,7	1,6	15,1
2016 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,0	1,4	3,0	0,3	10,8
medzimesačná percentuálna zmena (s. o.)													
2015 Aug.	-0,5	-0,1	0,4	-0,9	0,3	-3,6	0,5	-1,6	0,1	0,6	-0,2	1,6	-0,5
Sep.	-0,2	-0,4	0,0	-0,3	-1,4	1,7	-0,8	-2,0	-0,1	-0,5	0,1	-1,0	0,9
Okt.	0,9	0,6	0,1	1,4	0,7	1,8	0,5	1,6	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1	-1,1
Nov.	-0,5	-0,2	0,7	-1,5	0,0	-4,3	0,9	0,9	0,1	-0,1	-0,1	0,4	2,4
Dec.	-1,0	-0,8	-0,3	-1,9	-0,1	-2,4	-0,6	-0,2	0,6	0,6	0,5	0,8	5,0
2016 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,4	0,5	0,7	0,1	1,5

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	100,0	-6,1	80,8	-12,8	-13,6	-8,6	6,7	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2013	93,5	-9,0	78,6	-18,8	-27,9	-12,2	-5,4	87,1	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,5	-3,8	80,4	-10,2	-26,4	-3,1	4,9	87,6	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,3	-6,2	-22,5	1,6	9,1	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2015 Q1	102,6	-3,9	81,1	-6,2	-24,8	-1,5	5,7	88,2	51,4	52,6	53,6	53,3
Q2	103,7	-3,2	81,1	-5,2	-24,4	0,0	7,7	88,3	52,3	53,4	54,1	53,9
Q3	104,5	-2,9	81,3	-7,0	-22,5	3,0	10,4	88,4	52,3	53,6	54,0	53,9
Q4	106,3	-2,4	81,7	-6,4	-18,4	5,1	12,6	88,6	52,8	54,0	54,2	54,1
2015 Sep.	105,5	-2,3	-	-7,0	-22,2	4,3	12,4	-	52,0	53,4	53,7	53,6
Okt.	106,1	-1,9	81,5	-7,5	-20,1	6,5	12,3	88,7	52,3	53,6	54,1	53,9
Nov.	106,0	-3,3	-	-5,9	-17,5	5,8	12,7	-	52,8	54,0	54,2	54,2
Dec.	106,7	-2,0	-	-5,7	-17,6	2,9	12,8	-	53,2	54,5	54,2	54,3
2016 Jan.	105,1	-3,1	81,9	-6,3	-19,0	2,7	11,5	88,5	52,3	53,4	53,6	53,6
Feb.	103,8	-4,4	-	-8,8	-17,5	1,6	10,6	-	51,2	52,3	53,3	53,0

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	12,4	98,8	-1,8	1,7	-5,3	-0,1	-3,0	31,0	1,7	133,4	1,6	-6,6	1,1
2013	12,7	97,3	-0,4	1,2	-4,0	0,5	-1,8	31,9	3,1	131,2	2,3	-1,0	1,0
2014	12,7	96,6	0,7	1,8	0,8	2,7	1,1	31,7	3,3	131,9	1,6	3,2	1,0
2014 Q4	12,7	96,6	1,0	1,8	0,9	2,7	1,1	31,7	3,3	131,9	1,6	1,3	1,0
2015 Q1	12,7	96,0	2,0	1,8	-0,5	3,8	1,4	31,9	3,6	133,9	2,4	2,2	1,4
Q2	12,8	95,7	2,2	1,8	-0,5	2,6	1,5	32,6	4,1	133,2	2,9	3,1	1,6
Q3	12,7	95,6	1,7	1,8	1,0	2,4	2,0	33,0	4,8	132,6	3,4	2,8	1,8

Zdroj: ECB a Eurostat.

- 1) Založené na kumulovaných súčtoch za štyri štvrtroky 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
2015 Q1	876,7	796,8	79,9	512,8	437,5	184,3	169,4	154,1	130,4	25,5	59,5	8,7	7,5
Q2	896,6	817,1	79,5	525,4	444,8	188,0	171,8	156,8	141,6	26,4	58,9	9,6	37,3
Q3	886,8	810,3	76,5	516,2	434,1	189,6	174,0	156,0	144,0	25,0	58,2	9,6	3,9
Q4	882,1	804,1	78,0	514,2	432,1	192,1	176,2	150,0	136,4	25,9	59,3	14,0	7,1
2015 Júl	297,4	271,7	25,8	174,4	145,7	62,8	58,1	52,1	48,5	8,1	19,4	3,3	1,4
Aug.	293,6	270,5	23,1	170,2	144,9	63,4	58,0	51,2	48,2	8,8	19,4	3,4	1,0
Sep.	295,8	268,1	27,7	171,6	143,5	63,4	57,9	52,7	47,3	8,1	19,4	3,0	1,5
Okt.	297,6	271,9	25,7	172,5	144,5	64,0	58,8	52,2	48,7	8,8	20,0	4,5	2,0
Nov.	298,0	271,0	26,9	172,7	145,2	64,6	58,6	51,8	47,3	8,9	19,9	3,9	1,8
Dec.	286,6	261,1	25,5	169,0	142,4	63,4	58,8	46,0	40,4	8,2	19,5	5,6	3,3
12-mesačné kumulované transakcie													
2015 Dec.	3 542,3	3 228,3	314,0	2 068,5	1 748,4	754,0	691,5	616,9	552,5	102,8	235,9	41,9	55,7
12-mesačné kumulované transakcie v % HDP													
2015 Dec.	34,1	31,1	3,0	19,9	16,8	7,3	6,7	5,9	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:	
	Vývoz	Dovoz	Spolu			Informatívna položka: Priemyselná výroba		Spolu			Informatívna položka: Priemyselná výroba	Ropa		
				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)														
2015 Q1	5,6	1,9	509,1	241,6	105,3	149,4	422,0	447,9	260,2	70,2	109,7	315,2	55,4	
Q2	8,2	4,2	513,4	242,5	105,4	153,5	428,6	453,3	265,4	70,4	110,8	317,3	60,0	
Q3	4,4	0,8	507,0	234,8	104,7	153,8	422,3	445,5	254,6	69,8	113,1	316,5	51,0	
Q4	3,1	2,2	508,5	.	.	.	424,2	445,2	.	.	.	322,3	.	
2015 Júl	7,0	0,9	172,8	79,6	35,4	52,5	143,6	150,3	86,5	23,5	37,7	106,4	18,2	
Aug.	5,5	2,7	166,5	77,7	34,4	50,7	137,9	147,2	83,9	23,0	37,7	103,9	17,0	
Sep.	0,8	-0,8	167,8	77,5	34,8	50,6	140,8	148,0	84,2	23,3	37,7	106,2	15,8	
Okt.	0,4	-0,6	168,1	79,8	34,9	50,8	142,6	148,3	84,4	24,5	37,5	107,1	16,1	
Nov.	5,8	4,1	170,4	78,8	34,9	51,6	140,5	147,9	82,2	23,7	38,1	107,3	14,4	
Dec.	3,4	3,4	170,0	.	.	.	141,1	149,0	.	.	.	108,0	.	
Objemové indexy (2000 = 100; ročná percentuálna zmena pre stĺpce 1 a 2)														
2015 Q1	2,6	5,2	118,9	115,2	120,7	123,2	118,9	106,6	106,6	107,0	105,9	108,6	105,9	
Q2	2,9	2,7	117,1	113,6	118,9	121,6	118,0	104,2	104,2	103,6	104,8	107,1	99,5	
Q3	1,1	3,2	116,6	111,8	117,9	122,6	116,7	105,8	105,6	104,8	106,6	107,3	99,4	
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2015 Jún	7,9	6,7	117,7	113,8	120,5	122,4	118,6	105,6	105,4	103,9	107,3	109,1	97,3	
Júl	3,1	1,9	118,8	112,8	119,6	125,5	119,0	106,1	105,0	107,0	108,0	108,9	97,0	
Aug.	2,0	5,5	114,9	111,2	115,5	121,4	113,9	105,1	105,3	103,5	105,7	105,1	100,5	
Sep.	-1,7	2,4	116,2	111,3	118,7	121,1	117,2	106,2	106,6	103,8	106,1	108,0	100,9	
Okt.	-1,7	3,7	117,1	115,3	118,7	122,1	118,8	107,3	108,1	110,3	105,9	109,7	103,7	
Nov.	3,3	7,5	118,3	114,4	117,9	122,2	116,4	107,3	106,5	105,4	107,7	109,7	95,5	

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	56,6	43,5	100,0	12,2	7,5	26,3	10,6	43,5	87,1	12,9
2013	99,5	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9
2015 Q1	99,2	-0,3	0,7	-1,4	1,1	-0,2	0,2	0,7	0,1	-4,2	0,3	-0,5	1,2
Q2	100,5	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,5	0,2	0,7	0,2	2,4	0,3	0,1	0,9
Q3	100,0	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,4	0,1	-2,5	0,4	0,0	0,8
Q4	100,2	0,2	1,0	-0,6	1,2	-0,1	0,2	0,9	0,1	-3,0	0,2	0,1	0,6
2015 Sep.	100,2	-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.	100,3	0,1	1,1	-0,8	1,3	0,1	0,1	0,6	0,1	-0,5	0,1	0,0	0,7
Nov.	100,2	0,1	0,9	-0,6	1,2	0,0	0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,6
Dec.	100,2	0,2	0,9	-0,5	1,1	-0,2	0,1	-0,7	0,0	-1,8	0,0	0,2	0,6
2016 Jan.	98,7	0,3	1,0	-0,3	1,2	-0,2	0,1	-0,4	0,1	-2,7	0,0	0,4	0,3
Feb. ²⁾	98,8	-0,2	0,7	.	1,0	-0,1	0,3	-0,4	-0,1	-1,3	0,1	.	.

	Tovary						Služby					
	Potraviny (vrát. alkoholických nápojov a tabaku)			Priemyselné tovary			Bývanie	Doprava	Pošta a telekomunikácie	Rekreácia a osobné služby	Rôzne	
	Spolu	Spracované potraviny	Nespracované potraviny	Spolu	Priemyselné tovary bez energií	Energie	Nájomné					
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
V % z úhrnu za r. 2015	19,7	12,2	7,5	36,9	26,3	10,6	10,6	6,3	7,4	3,1	14,9	7,5
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,4	2,4	-4,2	2,3	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
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2
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	1,1	0,9	1,4	-0,4	1,7	1,0
Q4	1,4	0,7	2,6	-1,7	0,5	-7,2	1,2	1,0	1,1	-0,1	1,5	1,2
2015 Sep.	1,4	0,6	2,7	-2,4	0,3	-8,9	1,2	1,0	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.	1,5	0,7	2,7	-1,7	0,6	-7,3	1,2	1,0	1,2	-0,2	1,3	1,2
Dec.	1,2	0,7	2,0	-1,3	0,5	-5,8	1,2	1,0	0,7	-0,1	1,5	1,2
2016 Jan.	1,0	0,8	1,4	-1,0	0,7	-5,4	1,1	1,0	0,8	0,0	1,6	1,2
Feb. ²⁾	0,7	0,9	0,3	.	0,3	-8,0	.	.	.	.	.	.

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

2) Odhad na základe predbežných národných údajov, ktoré zvyčajne zahŕňajú približne 95% eurozóny, ako aj na základe prvých informácií 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			
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-1,9	-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
2015	104,0	-2,7	-2,3	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,1	0,2	.	.
2015 Q1	104,5	-2,9	-2,6	-0,6	-1,5	0,7	-0,7	-1,3	0,2	-8,5	0,2	1,1	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	1,1	3,6
Q3	104,0	-2,6	-2,6	-0,5	-1,1	0,6	-0,6	-1,1	0,1	-8,3	0,2	1,5	5,1
Q4	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-2,0	0,6	-0,2	-0,4	0,2	-9,4	0,0	.	.
2015 Aug.	103,8	-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	-1,6	0,6	-0,4	-0,7	0,2	-10,0	-	-	-
Okt.	103,1	-3,2	-2,8	-0,7	-1,9	0,6	-0,1	-0,3	0,2	-9,8	-	-	-
Nov.	102,9	-3,2	-2,5	-0,7	-2,1	0,6	-0,2	-0,4	0,2	-9,3	-	-	-
Dec.	102,1	-3,0	-2,1	-0,7	-1,9	0,6	-0,3	-0,4	0,2	-8,9	-	-	-
2016 Jan.	101,0	-2,9	-1,9	-0,6	-1,6	0,4	-0,1	-0,2	0,2	-8,6	-	-	-

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								Ceny ropy (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
2013	103,7	1,3	0,9	1,1	1,2	0,4	-0,4	-1,3	81,7	-9,0	-13,3	-6,9	-8,2	-9,9	-6,9
2014	104,5	0,9	0,5	0,5	0,8	0,5	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,8	-12,1	-4,7	0,4	-8,7
2015	105,8	1,2	0,3	0,2	0,6	0,7	0,1	-2,1	48,3	-4,1	5,2	-9,0	-0,8	4,8	-5,6
2015 Q1	105,4	1,1	0,1	-0,1	0,6	0,7	-0,2	-2,6	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7
Q2	105,7	1,3	0,4	0,3	0,6	0,9	0,9	-1,1	57,4	-0,6	2,0	-2,0	3,9	5,4	2,6
Q3	106,0	1,3	0,3	0,3	0,5	0,7	0,1	-2,3	46,1	-6,5	6,4	-13,1	-3,3	5,7	-10,6
Q4	106,4	1,3	0,4	0,3	0,6	0,7	-0,3	-2,4	40,7	-9,1	3,9	-16,2	-9,3	-3,0	-14,8
2015 Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,3	-7,9	3,8	-13,8	-6,0	2,3	-12,6
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,9	-8,3	3,7	-14,6	-6,9	0,8	-13,3
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,8	-8,0	6,2	-15,6	-8,5	-1,4	-14,7
Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	35,7	-11,1	1,8	-18,5	-12,5	-8,0	-16,5
2016 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	29,7	-14,9	-3,8	-21,2	-14,7	-9,7	-19,3
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	31,0	-14,3	-5,4	-19,5	-14,1	-9,4	-18,3

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 manažerov (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	4,7	-	-	-2,1	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2014	-0,9	-1,5	1,0	-17,2	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,8	1,4	2,5	-13,3	-1,1	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 Q1	-5,6	-0,7	1,2	-16,9	-2,5	45,8	52,5	48,8	47,6
Q2	-1,3	3,2	2,9	-15,0	-0,9	54,7	54,4	50,4	49,0
Q3	-2,0	1,1	2,2	-12,5	-0,2	49,5	53,6	49,9	49,9
Q4	-2,1	1,9	3,7	-8,6	-0,8	45,6	53,6	49,2	49,6
2015 Sep.	-3,5	-0,6	2,7	-11,9	-1,6	44,6	53,5	48,7	50,4
Okt.	-2,4	2,0	4,6	-10,1	-2,3	44,3	54,0	48,6	49,9
Nov.	-0,8	2,4	4,1	-8,7	-0,5	45,6	53,3	49,3	49,6
Dec.	-3,2	1,3	2,3	-7,1	0,3	47,0	53,5	49,8	49,4
2016 Jan.	-4,1	0,3	3,2	-8,0	-0,9	42,1	52,7	48,3	49,1
Feb.	-5,5	1,7	3,2	-10,5	-1,4	40,8	52,4	47,6	48,9

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

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

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

4 Ceny a náklady

4.6 Jednotkové náklady práce, kompenzácie na jednotku spotreby práce a produktivita práce

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

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

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		3	M2-M1		7	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		4	5	6		8	9	10	11	
Stav												
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	4 952,3	5 920,8	1 598,5	2 148,8	3 747,2	9 668,1	123,9	427,7	104,7	656,3	10 324,3
2015	1 034,5	5 569,8	6 604,3	1 447,5	2 160,6	3 608,1	10 212,4	77,1	479,2	71,0	627,4	10 839,8
2015 Q1	993,5	5 154,9	6 148,4	1 529,1	2 149,9	3 679,1	9 827,5	125,8	437,5	96,6	659,9	10 487,4
Q2	1 014,0	5 298,7	6 312,6	1 480,1	2 160,5	3 640,7	9 953,3	90,3	441,1	98,6	629,9	10 583,2
Q3	1 028,2	5 425,1	6 453,3	1 449,3	2 164,4	3 613,7	10 067,0	98,4	457,6	73,3	629,2	10 696,2
Q4	1 034,5	5 569,8	6 604,3	1 447,5	2 160,6	3 608,1	10 212,4	77,1	479,2	71,0	627,4	10 839,8
2015 Aug.	1 025,0	5 383,6	6 408,6	1 460,5	2 163,9	3 624,3	10 032,9	102,4	446,2	80,4	629,0	10 661,9
Sep.	1 028,2	5 425,1	6 453,3	1 449,3	2 164,4	3 613,7	10 067,0	98,4	457,6	73,3	629,2	10 696,2
Okt.	1 029,9	5 487,7	6 517,6	1 438,5	2 164,3	3 602,8	10 120,4	106,8	473,5	76,9	657,1	10 777,5
Nov.	1 037,4	5 544,3	6 581,8	1 448,3	2 162,6	3 610,8	10 192,6	91,5	485,2	82,0	658,7	10 851,3
Dec.	1 034,5	5 569,8	6 604,3	1 447,5	2 160,6	3 608,1	10 212,4	77,1	479,2	71,0	627,4	10 839,8
2016 Jan. ^(p)	1 044,5	5 622,7	6 667,2	1 448,6	2 156,8	3 605,4	10 272,6	87,6	471,1	78,2	636,8	10 909,4
Transakcie												
2013	45,6	250,4	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014	58,2	379,3	437,5	-90,9	3,2	-87,7	349,8	1,0	10,8	12,7	24,6	374,4
2015	64,8	576,6	641,4	-143,3	12,0	-131,3	510,1	-47,8	49,6	-26,4	-24,7	485,4
2015 Q1	23,8	166,6	190,4	-56,9	2,0	-54,8	135,6	0,6	5,6	-9,3	-3,0	132,6
Q2	20,5	151,9	172,3	-47,6	10,9	-36,7	135,6	-35,2	3,6	3,9	-27,6	108,0
Q3	14,3	129,0	143,3	-35,3	3,1	-32,3	111,0	8,2	18,7	-18,4	8,4	119,4
Q4	6,3	129,1	135,4	-3,5	-4,0	-7,5	127,9	-21,5	21,7	-2,6	-2,4	125,5
2015 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	-3,9	-6,6	26,7
Okt.	1,7	49,4	51,1	-12,1	-0,2	-12,3	38,7	8,2	16,0	4,4	28,6	67,4
Nov.	7,6	48,3	55,8	7,4	-1,9	5,5	61,3	-15,7	11,8	5,2	1,3	62,6
Dec.	-3,0	31,4	28,5	1,2	-1,9	-0,6	27,8	-14,0	-6,1	-12,2	-32,3	-4,5
2016 Jan. ^(p)	10,1	54,9	65,0	1,4	-3,7	-2,3	62,7	10,5	-2,8	4,6	12,4	75,1
Miera rastu												
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	8,4	8,1	-5,4	0,1	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,7	4,0	3,8
2015	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-26,2	-3,8	4,7
2015 Q1	7,3	10,6	10,1	-7,6	0,1	-3,3	4,6	5,1	5,3	11,7	5,6	4,7
Q2	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	23,7	0,6	4,9
Q3	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,5	0,7	4,9
Q4	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-26,2	-3,8	4,7
2015 Aug.	8,6	12,1	11,5	-11,2	0,6	-4,6	5,1	-21,1	9,5	8,2	2,4	4,9
Sep.	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,5	0,7	4,9
Okt.	8,1	12,3	11,6	-10,9	0,6	-4,3	5,4	-18,8	10,1	6,6	3,2	5,2
Nov.	8,0	11,7	11,1	-9,9	0,3	-4,0	5,2	-29,6	12,3	7,3	2,7	5,0
Dec.	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-26,2	-3,8	4,7
2016 Jan. ^(p)	6,1	11,3	10,5	-7,5	0,7	-2,7	5,4	-28,0	9,4	-16,2	-1,3	5,0

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													
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	1 815,2	1 318,7	365,8	111,6	19,2	5 556,6	2 751,2	809,6	1 992,8	3,0	895,8	222,7	333,1
2015	1 927,6	1 480,9	322,0	116,5	8,2	5 751,1	3 061,0	694,3	1 993,1	2,6	989,2	224,6	362,5
2015 Q1	1 848,5	1 381,7	340,2	111,8	14,9	5 597,8	2 839,3	762,8	1 991,9	3,8	947,6	225,7	340,2
Q2	1 858,2	1 410,7	322,6	112,8	12,2	5 646,7	2 910,7	735,1	1 998,1	2,8	955,7	228,1	340,9
Q3	1 901,0	1 451,1	324,0	115,8	10,1	5 695,4	2 987,9	707,4	1 997,0	3,0	966,6	218,0	356,2
Q4	1 927,6	1 480,9	322,0	116,5	8,2	5 751,1	3 061,0	694,3	1 993,1	2,6	989,2	224,6	362,5
2015 Aug.	1 889,4	1 441,7	325,0	114,5	8,2	5 674,0	2 960,0	714,8	1 996,2	3,1	968,1	224,7	354,2
Sep.	1 901,0	1 451,1	324,0	115,8	10,1	5 695,4	2 987,9	707,4	1 997,0	3,0	966,6	218,0	356,2
Okt.	1 937,3	1 493,6	316,7	116,9	10,1	5 706,8	3 003,6	705,6	1 994,2	3,5	964,5	222,4	366,1
Nov.	1 934,2	1 486,9	321,4	116,8	9,1	5 728,0	3 033,3	698,5	1 992,2	3,9	990,4	222,4	371,7
Dec.	1 927,6	1 480,9	322,0	116,5	8,2	5 751,1	3 061,0	694,3	1 993,1	2,6	989,2	224,6	362,5
2016 Jan. ^(p)	1 966,4	1 520,9	320,1	115,6	9,8	5 763,9	3 077,2	693,9	1 989,2	3,6	983,3	224,2	378,1
Transakcie													
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	69,5	91,2	-25,5	1,5	2,4	140,5	209,8	-65,7	-1,8	-1,7	53,4	7,5	21,7
2015	100,0	140,2	-33,9	4,9	-11,2	194,8	302,8	-108,2	0,7	-0,4	76,5	-1,7	27,9
2015 Q1	29,5	48,9	-14,9	0,1	-4,6	39,0	79,1	-41,1	0,2	0,8	35,0	1,5	7,5
Q2	13,3	31,7	-16,8	1,0	-2,6	50,7	73,3	-28,0	6,4	-1,0	12,3	2,8	0,9
Q3	42,5	41,0	0,4	3,1	-2,1	48,9	78,3	-27,7	-1,9	0,2	10,3	-10,2	13,4
Q4	14,7	18,6	-2,6	0,7	-2,0	56,2	72,1	-11,4	-4,0	-0,5	18,9	4,2	6,1
2015 Aug.	2,8	5,8	0,7	0,7	-4,4	11,0	18,3	-7,4	0,1	-0,1	2,3	-7,2	6,2
Sep.	12,4	9,5	-0,4	1,4	2,0	21,3	28,9	-7,3	-0,2	-0,1	-3,0	-6,6	1,9
Okt.	25,2	31,9	-7,8	1,1	0,0	10,6	15,0	-2,0	-2,9	0,5	-4,5	4,5	9,5
Nov.	-7,6	-10,0	3,8	-0,1	-1,2	21,4	28,6	-5,5	-2,1	0,4	21,1	-2,4	5,5
Dec.	-2,9	-3,3	1,5	-0,3	-0,8	24,1	28,4	-3,9	1,0	-1,3	2,3	2,1	-8,8
2016 Jan. ^(p)	40,3	41,1	-1,5	-0,9	1,6	13,1	16,3	-0,1	-4,0	1,0	-5,3	-0,5	15,4
Miera rastu													
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	1,3	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2015	5,5	10,6	-9,5	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2015 Q1	4,7	9,9	-9,8	0,8	-5,4	2,8	9,7	-11,2	0,0	-31,2	14,6	-0,5	5,2
Q2	4,3	10,6	-13,9	1,3	-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	2,3	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,0	-37,7	14,2	-4,9	5,8
Q4	5,5	10,6	-9,5	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2015 Aug.	4,8	11,2	-13,3	1,6	-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	2,3	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,0	-37,7	14,2	-4,9	5,8
Okt.	6,6	12,2	-11,5	2,4	-26,4	3,1	11,0	-14,8	0,0	-25,6	10,8	-3,7	9,8
Nov.	5,0	10,0	-11,0	1,9	-31,7	3,3	10,9	-14,5	0,1	-18,1	9,7	-4,7	10,9
Dec.	5,5	10,6	-9,5	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2016 Jan. ^(p)	6,5	10,8	-9,0	4,4	-17,4	3,7	10,5	-11,4	0,2	-12,4	9,2	-3,2	9,9

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

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

3) 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⁾	poistovacím korporáciám a penzijným fondom (PKPF)				
										očistené od predaja úverov a sekuritizácie ²⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Stav													
2013	3 404,9	1 096,7	2 308,2	12 709,1	10 544,4	10 929,5	4 353,6	5 222,8	869,2	98,7	1 364,7	800,0	
2014	3 605,5	1 131,8	2 473,7	12 562,3	10 510,7	10 920,7	4 271,7	5 200,4	909,8	128,9	1 276,9	774,7	
2015	3 893,3	1 109,5	2 783,9	12 679,6	10 591,7	10 989,3	4 273,4	5 307,5	887,3	123,6	1 301,1	786,8	
2015 Q1	3 671,7	1 148,5	2 523,2	12 674,1	10 611,8	11 008,5	4 301,5	5 234,0	941,6	134,7	1 274,1	788,2	
Q2	3 680,4	1 137,4	2 543,0	12 636,4	10 592,2	10 986,5	4 291,3	5 258,5	906,8	135,5	1 254,8	789,4	
Q3	3 815,9	1 127,1	2 688,8	12 652,5	10 564,8	10 963,1	4 274,9	5 277,6	891,1	121,2	1 310,4	777,3	
Q4	3 893,3	1 109,5	2 783,9	12 679,6	10 591,7	10 989,3	4 273,4	5 307,5	887,3	123,6	1 301,1	786,8	
2015 Aug.	3 766,9	1 132,3	2 634,6	12 697,1	10 599,3	11 000,9	4 291,1	5 268,8	910,8	128,6	1 306,1	791,7	
Sep.	3 815,9	1 127,1	2 688,8	12 652,5	10 564,8	10 963,1	4 274,9	5 277,6	891,1	121,2	1 310,4	777,3	
Okt.	3 835,6	1 119,8	2 715,8	12 695,5	10 607,1	11 003,3	4 290,2	5 301,9	890,6	124,3	1 296,6	791,8	
Nov.	3 877,8	1 118,4	2 759,4	12 736,0	10 650,2	11 046,6	4 307,5	5 310,0	908,3	124,4	1 287,6	798,2	
Dec.	3 893,3	1 109,5	2 783,9	12 679,6	10 591,7	10 989,3	4 273,4	5 307,5	887,3	123,6	1 301,1	786,8	
2016 Jan. ^(p)	3 963,7	1 117,3	2 846,4	12 687,9	10 617,1	11 013,2	4 289,1	5 311,7	890,6	125,6	1 306,0	764,9	
Transakcie													
2013	-25,0	-73,5	48,5	-305,7	-248,1	-268,7	-132,9	-4,0	-120,9	9,7	-72,7	15,1	
2014	72,0	16,0	56,1	-104,0	-50,3	-32,1	-60,9	-15,4	14,3	11,7	-90,0	36,2	
2015	283,8	-20,7	304,6	97,6	68,8	49,0	0,6	98,0	-24,3	-5,5	24,2	4,5	
2015 Q1	40,3	16,5	23,8	34,1	45,2	31,7	8,3	19,2	12,4	5,3	-3,5	-7,5	
Q2	58,0	-10,7	68,6	0,2	7,6	1,6	-0,3	30,7	-23,8	1,0	-14,1	6,7	
Q3	112,2	-10,2	122,3	54,8	-7,9	-2,8	-6,0	24,7	-12,3	-14,4	64,3	-1,6	
Q4	73,4	-16,4	89,8	8,4	23,9	18,5	-1,4	23,4	-0,7	2,6	-22,4	7,0	
2015 Aug.	47,1	-0,1	47,1	15,2	3,8	4,5	-0,8	9,1	-1,5	-3,0	12,1	-0,7	
Sep.	35,0	-6,1	41,1	-29,7	-26,0	-27,4	-10,4	11,4	-19,6	-7,4	5,6	-9,3	
Okt.	10,1	-7,7	17,8	16,6	27,7	25,7	7,0	15,0	2,6	3,1	-19,1	8,0	
Nov.	36,6	-1,5	38,1	18,7	35,4	31,3	12,4	8,3	14,6	0,0	-20,4	3,7	
Dec.	26,7	-7,1	33,9	-26,8	-39,1	-38,5	-20,9	0,1	-17,9	-0,5	17,1	-4,7	
2016 Jan. ^(p)	60,3	5,2	55,0	24,0	34,1	31,4	21,0	6,4	4,6	2,1	6,9	-17,0	
Miera rastu													
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	-1,4	-0,3	1,5	11,9	-6,6	4,5	
2015	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,4	0,0	1,9	-2,6	-4,2	1,9	0,6	
2015 Q1	2,8	1,9	3,1	-0,2	0,1	0,2	-0,6	0,0	2,4	14,1	-4,9	3,2	
Q2	5,1	1,6	6,7	0,2	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,0	17,8	-5,2	3,0	
Q3	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,0	-1,4	1,0	1,9	
Q4	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,4	0,0	1,9	-2,6	-4,2	1,9	0,6	
2015 Aug.	6,3	1,0	8,8	1,0	1,0	0,7	0,2	1,4	0,5	12,4	-0,3	3,2	
Sep.	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,0	-1,4	1,0	1,9	
Okt.	6,9	0,2	9,9	0,9	0,9	0,7	0,3	1,8	-1,5	2,0	0,0	2,5	
Nov.	7,8	-0,7	11,7	1,1	1,2	0,9	0,7	1,9	-0,1	-1,4	-0,7	3,4	
Dec.	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,4	0,0	1,9	-2,6	-4,2	1,9	0,6	
2016 Jan. ^(p)	8,6	-2,4	13,7	0,9	0,8	0,6	0,4	1,9	-2,5	-9,5	2,3	-0,4	

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										
2013	4 353,6	4 407,7	1 065,7	740,9	2 547,0	5 222,8	5 546,6	573,6	3 853,7	795,5
2014	4 271,7	4 329,7	1 080,7	720,5	2 470,4	5 200,4	5 545,3	563,4	3 861,0	776,0
2015	4 273,4	4 333,7	1 038,2	758,5	2 476,7	5 307,5	5 638,7	595,6	3 948,3	763,6
2015 Q1	4 301,5	4 357,4	1 089,2	734,6	2 477,8	5 234,0	5 570,3	567,8	3 890,9	775,3
Q2	4 291,3	4 347,6	1 080,8	743,1	2 467,3	5 258,5	5 589,2	578,7	3 908,9	771,0
Q3	4 274,9	4 333,8	1 058,3	745,9	2 470,6	5 277,6	5 611,4	582,4	3 926,5	768,7
Q4	4 273,4	4 333,7	1 038,2	758,5	2 476,7	5 307,5	5 638,7	595,6	3 948,3	763,6
2015 Aug.	4 291,1	4 350,1	1 083,9	743,0	2 464,2	5 268,8	5 605,3	581,6	3 917,2	770,0
Sep.	4 274,9	4 333,8	1 058,3	745,9	2 470,6	5 277,6	5 611,4	582,4	3 926,5	768,7
Okt.	4 290,2	4 350,6	1 062,6	755,6	2 472,1	5 301,9	5 630,1	594,9	3 940,6	766,5
Nov.	4 307,5	4 365,8	1 076,6	755,5	2 475,3	5 310,0	5 638,7	596,8	3 944,8	768,3
Dec.	4 273,4	4 333,7	1 038,2	758,5	2 476,7	5 307,5	5 638,7	595,6	3 948,3	763,6
2016 Jan. ^(p)	4 289,1	4 352,3	1 048,5	765,3	2 475,2	5 311,7	5 642,9	596,3	3 952,0	763,4
Transakcie										
2013	-132,9	-145,1	-44,3	-44,6	-44,0	-4,0	-15,0	-18,2	27,4	-13,2
2014	-60,9	-64,0	-14,2	2,3	-48,9	-15,4	5,9	-2,9	-3,4	-9,1
2015	0,6	6,3	-45,8	32,3	14,1	98,0	77,1	21,6	80,1	-3,6
2015 Q1	8,3	5,7	-1,0	7,5	1,8	19,2	11,1	2,0	17,4	-0,2
Q2	-0,3	0,9	-3,0	7,3	-4,5	30,7	20,8	9,4	22,5	-1,2
Q3	-6,0	-0,7	-19,1	4,0	9,2	24,7	26,5	5,2	19,8	-0,3
Q4	-1,4	0,4	-22,6	13,5	7,6	23,4	18,6	5,0	20,3	-1,9
2015 Aug.	-0,8	0,3	4,1	-0,1	-4,9	9,1	8,0	2,4	6,4	0,3
Sep.	-10,4	-9,8	-24,0	3,6	10,0	11,4	9,7	1,3	10,2	-0,1
Okt.	7,0	10,2	-5,6	10,1	2,5	15,0	7,5	3,0	12,5	-0,6
Nov.	12,4	9,4	15,5	-2,4	-0,7	8,3	8,7	2,6	3,6	2,1
Dec.	-20,9	-19,1	-32,5	5,9	5,7	0,1	2,4	-0,6	4,2	-3,4
2016 Jan. ^(p)	21,0	22,9	13,2	5,4	2,4	6,4	6,0	1,1	4,8	0,4
Miera rastu										
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,4	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	0,0	0,1	-4,2	4,4	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015 Q1	-0,6	-0,7	-0,8	2,0	-1,3	0,0	0,3	-0,1	0,1	-0,8
Q2	-0,2	-0,4	-1,1	2,2	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,9
Q3	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,5
Q4	0,0	0,1	-4,2	4,4	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015 Aug.	0,2	0,2	0,1	2,6	-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.	0,3	0,4	-3,1	5,0	0,4	1,8	1,2	2,9	2,0	-0,4
Nov.	0,7	0,7	-0,9	3,5	0,5	1,9	1,4	3,6	2,1	-0,2
Dec.	0,0	0,1	-4,2	4,4	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 Jan. ^(p)	0,4	0,6	-3,1	4,6	0,7	1,9	1,4	4,0	2,0	-0,3

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		Spolu	Repo obchody s centrálnymi protistranami ³⁾	Reverzné repo obchody s centrálnymi protistranami ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Stav										
2013	261,7	7 311,0	2 371,2	91,5	2 507,2	2 341,1	1 146,5	150,2	183,8	121,9
2014	264,6	7 188,6	2 248,9	92,2	2 381,7	2 465,8	1 383,3	226,5	184,5	139,7
2015	278,3	7 069,6	2 184,2	79,8	2 254,1	2 551,5	1 331,3	283,4	205,9	135,6
2015 Q1	283,2	7 320,9	2 258,5	90,6	2 395,7	2 576,1	1 505,6	240,1	236,3	160,6
Q2	265,2	7 169,4	2 223,1	86,7	2 330,6	2 529,0	1 459,0	242,1	224,6	147,1
Q3	287,6	7 101,6	2 223,8	83,7	2 264,4	2 529,7	1 361,8	255,2	213,6	140,0
Q4	278,3	7 069,6	2 184,2	79,8	2 254,1	2 551,5	1 331,3	283,4	205,9	135,6
2015 Aug.	274,5	7 127,1	2 225,0	84,3	2 289,8	2 528,0	1 355,3	244,1	207,0	128,4
Sep.	287,6	7 101,6	2 223,8	83,7	2 264,4	2 529,7	1 361,8	255,2	213,6	140,0
Okt.	347,8	7 107,3	2 207,4	82,2	2 257,1	2 560,5	1 396,2	305,3	196,4	144,9
Nov.	296,0	7 123,8	2 189,4	80,3	2 284,3	2 569,9	1 385,8	271,5	217,7	146,0
Dec.	278,3	7 069,6	2 184,2	79,8	2 254,1	2 551,5	1 331,3	283,4	205,9	135,6
2016 Jan. ^(p)	306,0	7 054,7	2 174,5	78,6	2 224,5	2 577,1	1 309,8	308,8	213,8	141,7
Transakcie										
2013	-44,9	-89,7	-19,0	-14,3	-137,3	80,9	362,0	-62,5	32,2	43,7
2014	-5,7	-162,5	-122,3	2,0	-151,4	109,1	238,4	-0,2	0,7	17,8
2015	7,5	-219,2	-104,0	-13,5	-203,8	102,0	-97,4	-10,2	21,4	-4,0
2015 Q1	15,5	-36,8	-27,8	-2,6	-52,3	45,9	3,4	33,3	51,7	21,0
Q2	-18,0	-87,4	-34,7	-3,9	-50,5	1,8	-0,3	-55,3	-11,8	-13,6
Q3	22,0	-37,6	6,1	-3,1	-58,5	17,9	-64,1	0,9	-11,0	-7,1
Q4	-11,9	-57,4	-47,5	-3,9	-42,4	36,4	-36,5	10,8	-7,7	-4,3
2015 Aug.	20,8	-14,4	-2,7	-1,4	-13,3	3,0	-19,5	-17,0	-0,3	-13,9
Sep.	12,8	-19,9	-1,1	-0,6	-25,1	6,9	7,4	6,9	6,6	11,6
Okt.	58,0	-33,9	-23,4	-1,5	-17,5	8,6	10,5	54,3	-17,2	5,0
Nov.	-51,8	-11,2	-21,1	-1,9	-6,2	18,0	-15,3	-40,3	21,3	1,1
Dec.	-18,1	-12,3	-3,0	-0,5	-18,6	9,8	-31,7	-3,2	-11,7	-10,4
2016 Jan. ^(p)	27,7	-31,3	-9,1	-1,2	-24,6	3,5	-28,2	15,4	7,9	6,9
Miera rastu										
2013	-14,7	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,4	-	-	10,3	23,3
2014	-2,2	-2,2	-5,2	2,2	-6,0	4,6	-	-	0,4	14,6
2015	3,1	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9
2015 Q1	5,5	-2,7	-5,9	-0,1	-6,8	4,6	-	-	33,4	37,6
Q2	-6,0	-3,0	-5,3	-3,4	-8,1	4,3	-	-	31,0	23,5
Q3	11,8	-3,4	-3,7	-9,1	-9,3	3,0	-	-	30,5	15,0
Q4	3,1	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9
2015 Aug.	-1,4	-3,2	-4,3	-7,9	-8,7	3,6	-	-	20,3	9,8
Sep.	11,8	-3,4	-3,7	-9,1	-9,3	3,0	-	-	30,5	15,0
Okt.	29,6	-3,5	-4,2	-10,1	-9,0	3,0	-	-	7,2	19,6
Nov.	10,3	-3,4	-4,9	-11,4	-8,8	3,6	-	-	18,0	11,7
Dec.	3,1	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9
2016 Jan. ^(p)	3,4	-3,3	-4,4	-15,4	-8,9	3,5	-	-	5,1	7,0

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

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

3) Neočistené od sezónnych vplyvov.

6 Fiškálny vývoj

6.1 Deficit/prebytok

(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 Q4	-2,6	.	.	.	.	0,1
2015 Q1	-2,5	.	.	.	.	0,1
Q2	-2,4	.	.	.	.	0,1
Q3	-2,1	.	.	.	.	0,3

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

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

6.3 Pomer štátneho dlhu k HDP

(v % HDP; stav ku koncu obdobia)

	Spolu	Finančný nástroj			Držiteľ			Pôvodná splatnosť		Zostávajúca splatnosť			Mena	
		Obeživo a vklady	Úvery	Dlhové cenné papiere	Tuzemskí veritelia	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 Q4	92,1	2,7	17,0	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 Q1	92,9	2,7	16,8	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	92,3	2,8	16,2	73,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	91,6	2,7	16,1	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 Q4	1,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,2	1,1	2,7
2015 Q1	0,8	-0,1	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,9	2,6
Q2	-0,6	-0,1	-0,9	-0,9	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,5	1,5
Q3	-0,6	-0,3	-0,5	-0,3	0,2	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,1	1,7

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

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

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

6.5 Štátne dlhové cenné 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	4	splatnosť do 3 mesiacov	5		6	Spolu	Pohyblivá sadzba	Nulový kupón	Fixná sadzba	Emisia	Odkúpenie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	1,8
2014	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015	15,3	13,3	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2014 Q4	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015 Q1	15,5	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
Q3	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
2015 Aug.	15,3	13,4	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	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
Nov.	16,0	14,0	4,7	2,0	0,5	6,5	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
Dec.	15,3	13,3	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016 Jan.	15,4	13,4	5,4	2,0	0,5	6,6	2,8	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2

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	Taliansko 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 Q4	-3,1	0,3	0,7	-3,9	-3,6	-5,9	-3,9	-3,0	-8,9
2015 Q1	-3,3	0,4	0,5	-3,6	-4,7	-5,9	-3,9	-3,0	-0,2
Q2	-3,1	0,4	0,6	-3,0	-5,3	-5,5	-3,9	-2,9	-0,4
Q3	-3,0	0,8	0,7	-2,5	-5,4	-5,3	-3,7	-2,8	-0,9
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 Q4	106,7	74,9	10,4	107,5	178,6	99,3	95,6	132,3	108,2
2015 Q1	110,9	74,3	10,0	104,7	169,9	99,7	97,5	135,3	107,5
Q2	109,3	72,5	9,9	102,1	168,9	99,3	97,7	136,0	110,4
Q3	108,7	71,9	9,8	99,4	171,0	99,3	97,0	134,6	109,6

	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 Q4	-1,6	-0,7	1,4	-2,1	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,8	-3,3
2015 Q1	-1,9	-0,8	0,7	-2,5	-2,0	-2,2	-7,2	-4,7	-2,8	-3,3
Q2	-2,0	0,3	0,5	-2,2	-1,9	-2,2	-6,4	-4,6	-2,8	-2,8
Q3	-2,0	0,0	0,2	-1,7	-1,7	-2,4	-3,2	-4,1	-2,6	-2,9
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 Q4	40,8	40,7	22,9	66,9	68,2	84,2	130,2	80,8	53,5	59,3
2015 Q1	35,6	38,0	22,2	68,5	69,2	84,9	130,3	81,8	53,9	60,6
Q2	35,3	37,6	21,6	67,4	67,1	86,3	128,6	80,8	54,3	62,4
Q3	36,4	38,1	21,3	66,3	66,3	85,3	130,5	84,1	53,5	61,2

Zdroj: Eurostat.

© Európska centrálna banka

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

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

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

Redakčná uzávierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 9. marca 2016.

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