



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 2/2017



Obsah

Hospodársky a menový vývoj	2
Stručný prehľad	2
1 Vonkajšie prostredie	5
2 Finančný vývoj	11
3 Hospodárska aktivita	15
4 Ceny a náklady	20
5 Peňažné a úverové agregáty	25
6 Fiškálny vývoj	32
Boxy	36
1 Porovnanie vývoja na finančných trhoch ekonomík rozvíjajúcich sa trhov po amerických prezidentských voľbách v roku 2016 a po úvahách o utlmení programu kvantitatívneho uvoľňovania v roku 2013	36
2 Analýza čistého odlevu portfóliových investícií v eurozóne	40
3 Vplyv neštandardných opatrení ECB na podmienky financovania: vyhodnotenie najnovších zistení	46
4 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období period od 26. októbra 2016 do 24. januára 2017	52
5 Nová štatistika poisťovacích korporácií eurozóny	57
6 Koncepčné otázky týkajúce sa merania fiškálneho priestoru	59
7 Postup pri makroekonomickej nerovnováhe v roku 2017 a plnenie odporúčaní pre jednotlivé krajiny na rok 2016	63
Štatistika	68

Hospodársky a menový vývoj

Stručný prehľad

Na svojom menovopolitickom zasadnutí 9. marca 2017 Rada guvernérov skonštatovala, že na zintenzívnenie základných inflačných tlakov a podporu celkovej inflácie v strednodobom horizonte je naďalej potrebná veľmi výrazná miera menovej akomodácie. Opatrenia ECB v oblasti menovej politiky naďalej udržiavali veľmi priaznivé podmienky financovania, ktoré sú potrebné na zaručenie udržateľnej konvergenencie miery inflácie smerom k úrovni nižšej, ale blízkej 2 % v strednodobom horizonte. Pokračujúci prenos týchto opatrení do úverových podmienok pre podniky a domácnosti podporuje tvorbu úverov a postupné zrýchľovanie hospodárskeho oživenia v eurozóne. Celková inflácia sa opäť zvýšila, najmä v dôsledku rastúcich cien energií a potravín. Základné inflačné tlaky však zostávajú tlmené. Rada guvernérov naďalej nebude reagovať na zmeny inflácie HICP, ktoré budú podľa nej len prechodného charakteru a nijakým spôsobom neovplyvnia strednodobý výhľad cenovej stability.

Hospodárske a menové hodnotenie v čase zasadnutia Rady guvernérov dňa 9. marca 2017

Globálna hospodárska aktivita pokračovala v oživení. Tempo globálneho rastu sa v druhej polovici minulého roka zvýšilo a podobný vývoj sa očakáva aj na začiatku roka 2017, aj keď z historického hľadiska ide o nevýrazné hodnoty. Globálna celková inflácia sa v posledných mesiacoch zvýšila, k čomu prispel opätovný nárast cien ropy. Pozvoľný pokles miery nevyužitých kapacít by mal do určitej miery podporovať rast základnej inflácie v strednodobom horizonte.

Od menovopolitického zasadnutia Rady guvernérov v decembri 2016 bol v prípade štátnych dlhopisov v eurozóne zaznamenaný mierny rast výnosov a určitá miera volatility. Spready podnikových dlhopisov klesli a zostávajú pod úrovňou zo začiatku marca 2016, keď bol oznámený program nákupu aktív podnikového sektora. Ceny akcií v eurozóne sa podobne ako v Spojených štátoch zvýšili. Hodnota eura vážená zahraničným obchodom sa mierne oslabila.

Hospodárske oživenie v eurozóne sa naďalej stabilizuje. Reálny HDP eurozóny v poslednom štvrtroku 2016 medzištvrtročne stúpol o 0,4 %, podobne ako v treťom štvrtroku. Nové údaje, najmä výsledky prieskumov Radu guvernérov utvrdzujú, že pokračujúca hospodárska expanzia sa bude naďalej posilňovať a rozširovať.

Prenos opatrení menovej politiky ECB bude do budúcnosti podporovať domáci dopyt a uľahčovať pokračujúci proces oddlžovania. Oživenie investícií naďalej podporujú veľmi priaznivé podmienky financovania a rast ziskovosti firiem. Rastúca zamestnanosť, ktorá ťaží z minulých štrukturálnych reforiem, má priaznivý vplyv na reálny disponibilný príjem domácností, čo sa odráža aj vo zvýšenej súkromnej

spotrebe. Okrem toho existujú aj náznaky o niečo výraznejšieho globálneho oživenia a rastúceho svetového obchodu. Hospodársky rast v eurozóne by však malo tmiť pomalé tempo realizácie štrukturálnych reforiem a pretrvávajúce potreby úprav bilancií vo viacerých sektoroch.

Podľa projekcií odborníkov ECB z marca 2017 sa v eurozóne predpokladá ročný rast reálneho HDP o 1,8 % v roku 2017, o 1,7 % v roku 2018 a o 1,6 % v roku 2019. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov

Eurosystému z decembra 2016 bol výhľad rastu reálneho HDP na roky 2017 a 2018 mierne upravený smerom nahor. Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu v eurozóne sú o niečo menej výrazné, no zostávajú na strane pomalšieho rastu a súvisia najmä s globálnym prostredím.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu sa ročná miera inflácie HICP v eurozóne vo februári opäť zvýšila na 2,0 % oproti januáru 2017, keď dosahovala 1,8 %, a decembru 2016, keď predstavovala 1,1 %.

Pod tento vývoj sa podpísal predovšetkým rýchly rast ročných cien energií a nespracovaných potravín, pričom zatiaľ neexistujú presvedčivé známky o vzostupnom trende základnej inflácie. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, celková inflácia by sa mala aj v najbližších mesiacoch držať blízko úrovne 2 %, čo do značnej miery odráža pohyby v medziročnom tempe rastu cien energií.

Miery základnej inflácie boli naďalej nízke. Očakáva sa, že v strednodobom horizonte budú zaznamenávať len postupný rast, ktorý bude ťažiť z menovopolitických opatrení ECB, očakávaného pokračovania hospodárskeho oživenia a zodpovedajúceho postupného znižovania miery nevyužitých kapacít.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2017 dosiahne ročná miera inflácie HICP 1,7 % v roku 2017, 1,6 % v roku 2018 a 1,7 % v roku 2019. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z decembra 2016 bol výhľad celkovej inflácie HICP upravený výrazne smerom nahor na rok 2017 a mierne smerom nahor na rok 2018, zatiaľ čo na rok 2019 zostal nezmenený. Projekcie sú podmienené plným zavedením všetkých opatrení ECB v oblasti menovej politiky.

Menovopolitické opatrenia ECB zavedené od júna 2014 významne podporujú úverové podmienky pre podniky a domácnosti, a tým aj úverové toky v eurozóne. Rast peňažnej zásoby bol aj v januári 2017 celkovo stabilný. Objem úverov poskytnutých súkromnému sektoru pokračoval v poslednom štvrťroku 2016 a v januári 2017 v postupnom raste. Nízke úrokové sadzby a vplyv neštandardných opatrení menovej politiky ECB naďalej podporujú podmienky financovania v reálnej ekonomike. Očakáva sa, že ročný objem financovania nefinančných spoločností z vonkajších zdrojov sa v poslednom štvrťroku 2016 opäť zvýšil.

Rozpočtový deficit verejných financií a miera zadlženosti v eurozóne by sa mali podľa prognózy v najbližších rokoch naďalej znižovať. Fiškálna pozícia eurozóny, ktorá bola v roku 2016 mierne expanzívna, by mala byť v rokoch 2017 až 2019 prevažne neutrálna. Reakcia krajín eurozóny na preskúmanie ich návrhov rozpočtových plánov na rok 2017 Európskou komisiou však bola neuspokojivá,

keďže ani jedna z krajín, pri ktorých sa zistilo riziko nedodržania pravidiel Paktu stability a rastu, neprijala významné opatrenia.

Rozhodnutia menovej politiky

Na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy Rada guvernérov potvrdila, že na zabezpečenie bezodkladného a trvalého návratu miery inflácie na úroveň nižšiu, ale blízku 2 % je naďalej potrebná veľmi výrazná miera menovej akomodácie. Rada guvernérov rozhodla o ponechaní základných úrokových sadzieb ECB na nezmenenej úrovni a naďalej očakáva, že sadzby zostanú na súčasnej alebo nižšej úrovni počas dlhšieho obdobia, ktoré výrazne presiahne horizont čistých nákupov aktív. Pokiaľ ide o neštandardné opatrenia menovej politiky, Rada guvernérov potvrdila, že bude pokračovať v nákupoch v rámci programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP) v súčasnom objeme 80 mld. € za mesiac až do konca marca 2017. Od apríla 2017 by mal čistý nákup aktív pokračovať tempom 60 mld. € za mesiac až do konca decembra 2017, v prípade potreby aj dlhšie, minimálne však dovtedy, kým sa podľa Rady guvernérov neprejaví trvalá zmena vývoja inflácie zodpovedajúca jej inflačnému cieľu. Popri čistom nákupe sa zároveň budú reinvestovať splátky istiny zo splatných cenných papierov nakúpených v rámci programu APP. Rada guvernérov tiež potvrdila, že v prípade zhoršenia výhľadu vývoja, alebo ak finančné podmienky prestanú zodpovedať ďalšiemu napredovaniu k trvalej zmene vývoja inflácie, je pripravená program rozšíriť a/alebo predĺžiť jeho trvanie.

Globálna hospodárska aktivita sa v druhom polroku 2016 zlepšila, pričom vývoj rastu by mal zostať stabilný aj v prvom štvrtroku 2017, hoci jeho tempo bude z historického hľadiska len pozvoľné. Globálna celková inflácia sa v posledných mesiacoch zvýšila následkom rastúcich cien ropy. Pomaly klesajúce voľné kapacity by mali v strednodobom horizonte čiastočne prispieť aj k nárastu základnej inflácie.

Globálna hospodárska aktivita a obchod

Globálny hospodársky rast by mal zostať stabilný, hoci z historického hľadiska je jeho tempo len pozvoľné. Aktuálne zverejnené údaje potvrdzujú zlepšenie globálnej hospodárskej aktivity v druhom polroku 2016 a naznačujú tiež stabilný rast na začiatku roka 2017. Očakáva sa, že rast podporia vyspelé krajiny aj ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov. Aktivitu v Spojených štátoch by konkrétne mali posilniť fiškálne stimuly, kým zmierňovanie recesie v niektorých krajinách väčších vývozcov komodít prispeje k rastu ekonomík rozvíjajúcich sa trhov. Pretrváva však zvýšená neistota, ktorá súvisí s viacerými faktormi vrátane nastavenia politik novvej administratívy Spojených štátov a ich vplyvu na americkú ekonomiku a na globálnu aktivitu, ako aj vrátane miery oživenia vývozcov komodít, postupnej reštrukturalizácie čínskej ekonomiky a budúcich vzťahov medzi Spojeným kráľovstvom a Európskou úniou.

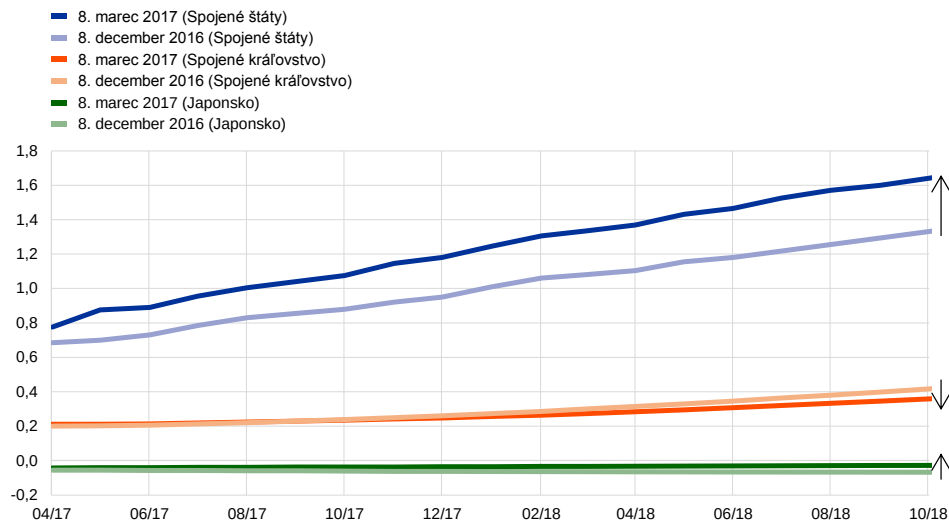
Podmienky financovania zostali vo všeobecnosti priaznivé, no v niektorých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov sa sprísnil. Volatilita na finančných trhoch zostala v posledných týždňoch nízka a akciové trhy vo vyspelých ekonomikách zaznamenali ďalší rast. Výnosy z dlhodobých amerických dlhopisov sa mierne zvýšili, kým v ostatných vyspelých ekonomikách zostali nízke. V niektorých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov sa finančné podmienky naopak zhoršili, keď sa spready štátnych dlhopisov zväčšili a meny oslabili (najmä turecká líra a mexické peso). Kapitálový odlev z týchto ekonomík bol všeobecne miernejší ako v predchádzajúcich obdobiach neistoty, pričom výrazný odlev z Číny zaznamenaný v decembri zastavili len prísne kontrolné opatrenia štátnych orgánov. Vývoj na finančných trhoch ekonomík rozvíjajúcich sa trhov po nedávnych amerických prezidentských voľbách sa analyzuje v boxe 1 a porovnáva sa so situáciou po oznámení zámeru utlmiť program kvantitatívneho uvoľňovania v roku 2013.

Menové politiky zostali akomodačné, vo vyspelých ekonomikách sa však zväčšuje rozdiel v ich nastavení. Krivka futures federálnych fondov sa v nadväznosti na decembrové rozhodnutie Federálneho výboru pre operácie na voľnom trhu (FOMC) posunula v posledných mesiacoch nahor. Bank of England a Bank of Japan naopak zachovali akomodačné nastavenie svojej politiky (graf 1). Tieto rozdiely, ktoré odrážajú heterogénny hospodársky vývoj vo vyspelých ekonomikách, sa preniesli aj do vývoja výmenných kurzov.

Graf 1

Očakávané úrokové sadzby menovej politiky

(v %)



Zdroj: Bloomberg a Bank of England.

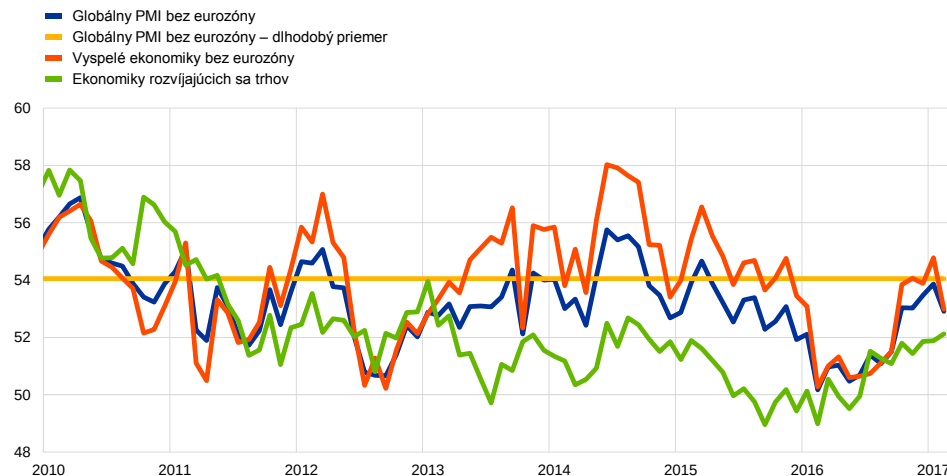
Aktuálne zverejnené údaje potvrdzujú stabilné tempo globálneho rastu v poslednom štvrtroku 2016.

Globálny kompozitný index nákupných manažérov (PMI) pre výrobu bez eurozóny v poslednom štvrtroku 2016 stúpol na 53,3, oproti úrovni 51,5 v predchádzajúcom štvrtroku. Naznačuje to oživenie globálneho rastu v druhom polroku 2016. Globálny kompozitný PMI pre výrobu na začiatku roka 2017 tento trend potvrdil (graf 2). Pokiaľ ide o štvrťročný vývoj tohto indexu v jednotlivých krajinách, všetky významné vyspelé ekonomiky zaznamenali v poslednom štvrtroku 2016 jeho nárast. Spomedzi ekonomík rozvíjajúcich sa trhov sa štvrťročný index zvýšil v Číne a Rusku, naopak klesol v Indii (v dôsledku aktuálnej politiky demonetizácie) a v Brazílii, v oboch krajinách pod hranicu 50 bodov. Kompozitné predstihové indikátory zostavované Organizáciou pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) poukazujú na pokračujúce zrýchľovanie rastu v niekoľkých vyspelých ekonomikách a obnovenie rastu v popredných ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov.

Graf 2

Globálny kompozitný index PMI pre výrobu

(difúzný index)



Zdroj: Haver Analytics a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z februára 2017. „Ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov“ zahŕňajú agregované údaje za Čínu, Rusko, Brazíliu, Indiu a Turecko. „Vyspelé ekonomiky“ reprezentujú Spojené štáty, Spojené kráľovstvo a Japonsko. „Dlhodobý priemer“ pokrýva obdobie od januára 1999 do februára 2017.

Hospodárska aktivita Spojených štátov bola na konci roka priaznivejšia.

Prispeli k nej spotrebiteľské výdavky a oživenie investícií v nadväznosti na ukončenie zmien v energetickom sektore a zmiernenie záporného účinku silného dolára na ziskovosť firiem. Stabilné spotrebiteľské výdavky a oživenie súkromných investícií by mali prispieť k miernej expanzii aj v roku 2017. Následne sa očakáva rýchlejšia expanzia hospodárskej aktivity, ktorá by mala prameniť z predpokladanej expanzívnejšej fiškálnej politiky novej vlády.

Hospodárska aktivita Spojeného kráľovstva bola po referende o zotrvaní krajiny v EÚ prekvapivo silná.

Hoci investície v poslednom štvrtroku 2016 vzhľadom na neistotu súvisiacu s brexitom stagnovali, k rastu HDP výraznou mierou prispela súkromná spotreba, a to aj napriek jej oslabeniu v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom. Očakáva sa, že v priebehu roka 2017 sa hospodárska aktivita spomalí. Rast spotrebiteľských cien vyvolaný vývojom výmenného kurzu by mal spomaliť súkromnú spotrebu, zatiaľ čo investičné rozhodnutia firiem budú zrejme ovplyvnené neistotou v súvislosti s brexitom.

Rast reálneho HDP Japonska sa v poslednom štvrtroku 2016 spomalil v dôsledku poklesu domáceho dopytu.

K rastu reálneho HDP prispel skôr čistý export podporovaný slabším jenom a oživujúcou sa zahraničnou hospodárskou aktivitou ako domáci dopyt. V krátkodobom horizonte by rast mali posilniť významné fiškálne a menovopolitické stimuly, ako aj zahraničný dopyt. Po postupnom odznení účinkov minuloročných fiškálnych opatrení by sa hospodárska aktivita krajiny mala v budúcnosti pozvoľna spomaliť na úroveň rastu potenciálneho produktu.

Rast Číny sa v poslednom štvrtroku 2016 zrýchlil vďaka silnej spotrebe a oživeniu súkromných investícií.

Krátkodobý výhľad sa spája hlavne s významnými politickými stimulmi, očakáva sa však, že hospodársky rast bude

v strednodobom horizonte pomaly klesať. Konkrétne rast investícií sa bude so znižovaním nadmerných kapacít postupne spomaľovať.

Rast reálneho HDP krajín strednej a východnej Európy sa počas roka 2016 spomaľoval následkom nižšieho čerpania európskych fondov na začiatku nového rozpočtového obdobia. K tomuto spomaleniu prispel aj slabší zahraničný dopyt. V strednodobom horizonte sa však očakáva relatívne priaznivá hospodárska aktivita, ktorú podporia aj stabilné spotrebiteľské výdavky, zlepšujúca sa situácia na trhu práce a vyššia miera využitia európskych fondov.

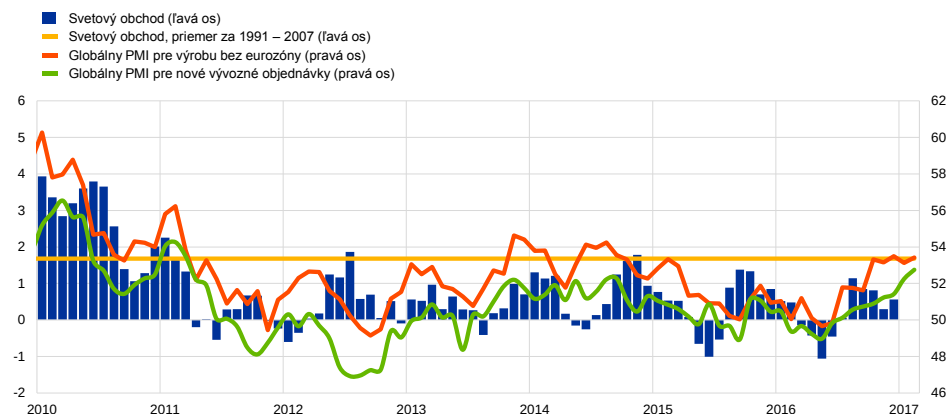
Signály ukončenia hlbkej recesie veľkých vývozcov komodít sú nejednoznačné. Rusko zaznamenalo kladný štvrťročný rast reálneho HDP v treťom štvrťroku 2016. Prispel k nemu najmä čistý vývoz. Kým centrálna banka svoju kľúčovú úrokovú sadzbu nezmenila, rubel sa posilnil a akciové trhy zaznamenali rast v dôsledku zvýšenia cien ropy. V budúcnosti sa však očakáva, že fiškálna situácia bude nepriaznivo vplývať na podnikateľské prostredie, pričom potenciál rastu môžu oslabovať nedostatočné fixné investície a štrukturálne reformy. Reálny HDP Brazílie sa v druhom polroku 2016 znížil viac, ako sa očakávalo. V blízkej budúcnosti by hospodárska aktivita mala stavať na postupne sa obnovujúcej podnikateľskej dôvere a zlepšujúcich sa obchodných podmienkach a podmienkach financovania. Strednodobý výhľad však oslabuje pretrvávajúca politická neistota a potreba fiškálnej konsolidácie.

Celosvetový obchod sa v druhom polroku 2016 zlepšil a očakáva sa, že si toto tempo udrží aj v prvom štvrťroku 2017. Globálny dovoz bez eurozóny sa v treťom štvrťroku 2016 čiastočne zvýšil, a potvrdil tak zlepšenie zaznamenané v prvom polroku, pričom dostupné ukazovatele naznačujú jeho priaznivý krátkodobý výhľad. Podľa údajov holandského úradu pre ekonomicko-politické analýzy CPB (CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis) sa objem svetového dovozu tovarov v decembri medzištvrťročne zvýšil o 0,6 %. Mierne síce zaostal za úrovňou z tretieho štvrťroka, naďalej však poukazuje na stabilný rast (graf 3). Globálny index nákupných manažérov pre nové vývozné objednávky v posledných mesiacoch nepretržite stúpal, čím potvrdil rastúce tempo globálneho obchodu na začiatku tohto roka. Hoci výhľad sa spája s miernou neistotou v súvislosti s budúcou obchodnou politikou Spojených štátov, svetový obchod by mal výrazne expandovať v súlade s oživovaním globálnej hospodárskej aktivity.

Graf 3

Svetový obchod s tovarom

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



Zdroj: Markit, CPB a výpočty ECB.

Poznámka: Najnovšie údaje o PMI sú z februára 2017 a o obchode z decembra 2016.

V rokoch 2016 až 2019 sa celkovo predpokladá postupné zvyšovanie

globálneho rastu. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2017 sa rast reálneho HDP sveta (bez eurozóny) bude postupne zrýchľovať z 3,1 % v roku 2016 na 3,5 % v roku 2017 a 3,8 % v rokoch 2018 a 2019. Zahraničný dopyt eurozóny by sa mal zvýšiť z 1,6 % v roku 2016 na 2,8 % v roku 2017, 3,4 % v roku 2018 a 3,5 % v roku 2019. V porovnaní s projekciami z decembra 2016 sa svetový rast revidoval mierne nahor. Táto zmena zohľadňuje úpravy niektorých údajov a zahrnutie očakávaní určitých fiškálnych stimulov do základných projekcií Spojených štátov. Smerom nahor sa revidoval tiež zahraničný dopyt eurozóny v rokoch 2016 až 2017, pričom sa zohľadnili priaznivejšie dovozné údaje z druhého polroka 2016. Očakávania na rok 2019 boli naopak upravené mierne nadol, najmä z dôvodu predpokladaného slabšieho rastu dovozu v Latinskej Amerike a Číne.

Neistota spojená s projekciami globálnej hospodárskej aktivity v základnom scenári zostáva zvýšená, pričom prevládajú riziká poklesu aktivity.

Kľúčové riziká poklesu aktivity súvisia s nárastom obchodného protekcionizmu vo vyspelých ekonomikách, s nejednotným sprísňovaním podmienok globálneho financovania, ktoré môžu nepriaznivo zasiahnuť najmä zraniteľné ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov, s potenciálnym poklesom v dôsledku reformného a liberalizačného procesu v Číne a s možnými výpadkami spôsobenými politickou a geopolitickou neistotou, ako je napríklad budúci vzťah medzi Spojeným kráľovstvom a Európskou úniou.

Vývoj globálnych cien

Globálna celková inflácia sa v posledných mesiacoch zvýšila v dôsledku rastúcich cien ropy.

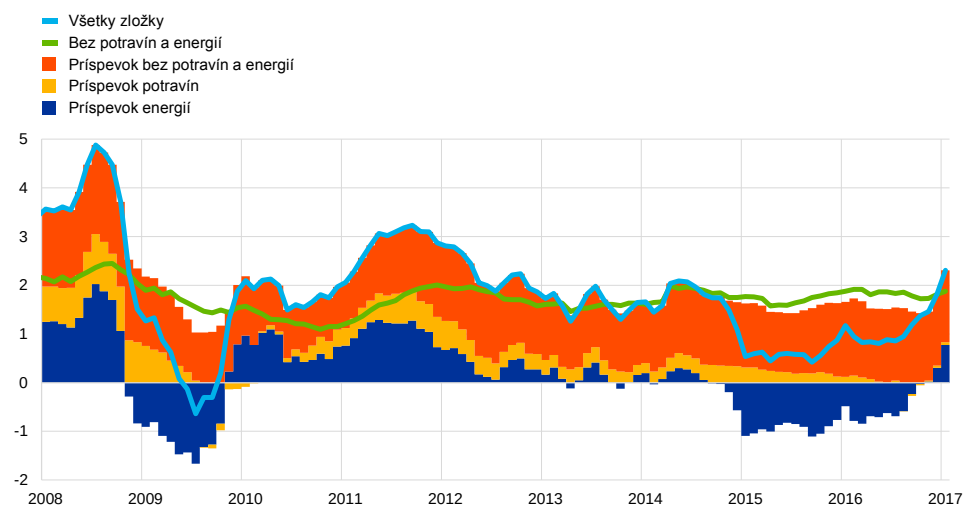
Ročná miera inflácie spotrebiteľských cien (CPI) v krajinách OECD sa v januári zvýšila na 2,3 %, pričom dosiahla úrovne takmer spred piatich rokov. Tento vývoj vyplýval najmä z rastu cien energií, ktoré sa medziročne zvýšili o 8,5 %. Ročná miera inflácie OECD bez cien potravín a energií v januári stúpila na 1,9 % z decembrových 1,8 % (graf 4). Inflácia spotrebiteľských cien sa v januári

opäť zvýšila vo všetkých významných vyspelých ekonomikách. Naopak vo väčšine významných ekonomík nepatriacich do OECD inflácia ďalej klesala, s výnimkou Číny, kde spotrebiteľské ceny rástli.

Graf 4

Inflácia spotrebiteľských cien OECD

(medziročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: OECD.

Poznámka: Posledné údaje sú z januára 2017.

Od novembrovej dohody Organizácie krajín vyvážajúcich ropu (OPEC) o znížení produkcie sa ceny ropy Brent pohybovali v rozmedzí od 52 do 56 USD za barel.

Globálna produkcia ropy sa v januári znížila, pričom odrážala klesajúci vývoj v krajinách OPEC aj štátoch nepatriacich do tohto združenia. Kým krajiny OPEC zaznamenali jedno z najväčších obmedzení produkcie vo svojej histórii, k tomuto najväčšiemu medzimesačnému prepadu globálnej dodávky ropy od septembra 2008 prispeli aj producenti nepatriaci do OPEC, ktorí pristúpili k spomínanej dohode. V roku 2017 sa však očakáva nárast produkcie mimo OPEC, najmä v dôsledku vyšších dodávok z krajín, ktoré nepristúpili k dohode (Spojené štáty, Kanada a Brazília), pričom produkcia americkej bridlicovej ropy stúpala už v decembri 2016. Ceny neropných komodít sa za posledné týždne zvýšili približne o 1 % (v USD). Tento vývoj odrážal hlavne rast cien železnej rudy, ktoré dosiahli takmer trojročné maximum, ako aj pokles cien potravín.

V budúcnosti sa očakáva pomalé zvyšovanie inflácie. Nedávny nárast cien ropy a iných komodít by mal v krátkodobom horizonte zvyšovať celkovú infláciu. Zároveň by pomaly klesajúce nevyužitie globálne kapacity mali v strednodobom horizonte čiastočne zvyšovať aj základnú infláciu. Vzhľadom na to, že krivka ropných futures v súčasnosti naznačuje stabilné ceny ropy v horizonte projekcie, príspevok cien energií k inflácii by mal byť v budúcnosti len minimálny.

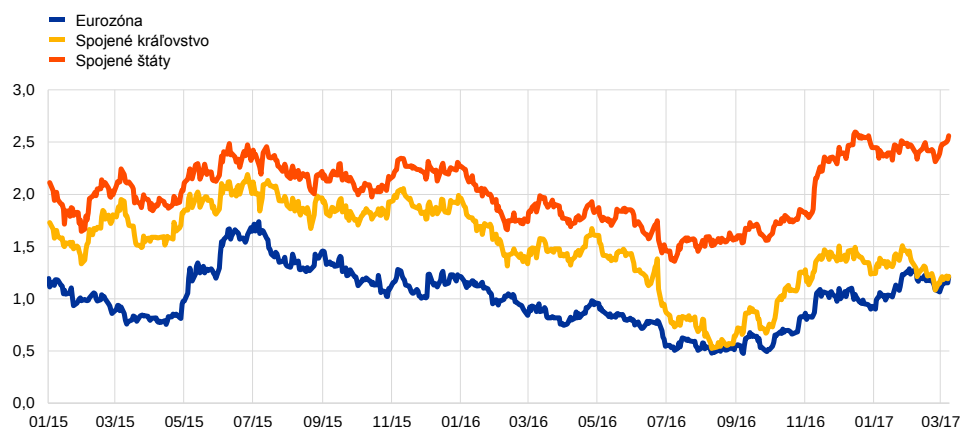
Od zasadnutia Rady guvernérov k menovopolitickým otázkam v decembri výnosy štátnych dlhopisov eurozóny mierne vzrástli a vykazovali určitú volatilitu. Spready podnikových dlhopisov poklesli a zostali na nižšej úrovni ako začiatkom marca 2016, keď bol vyhlásený program nákupu cenných papierov podnikového sektora. Široký index akciových cien v eurozóne sa zvýšil, pričom podobné zvýšenie sa zaznamenalo aj v Spojených štátoch. Hodnota eura váženého zahraničným obchodom mierne poklesla.

Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov eurozóny od začiatku decembra celkovo vzrástli. Počas sledovaného obdobia (od 8. decembra 2016 do 8. marca 2017) sa výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP zvýšili o približne 15 bázických bodov na úroveň okolo 1,2 % (graf 5).

Graf 5

Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne, Spojených štátoch a Spojenom kráľovstve

(v % p. a.)



Zdroje: Bloomberg a výpočty ECB.

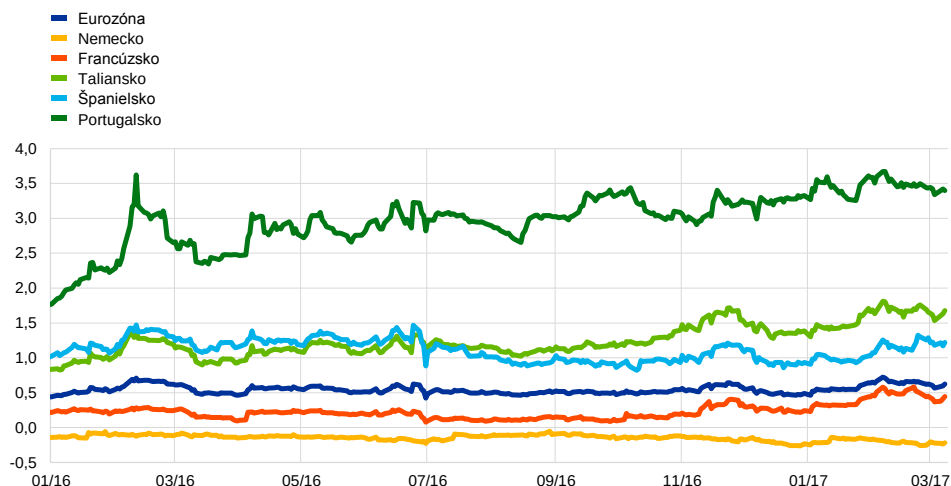
Poznámky: Za eurozónu sa vykazuje priemer výnosov desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážený HDP. Posledné údaje sú z 8. marca 2017.

V eurozóne sa spready štátnych dlhopisov zväčšili v dôsledku politickej neistoty. Celkovo stabilný vývoj priemeru desaťročných štátnych dlhopisov vážený HDP maskoval určitú heterogenitu vývoja v rámci eurozóny. Spready štátnych dlhopisov sa rozšírili v niekoľkých krajinách (graf 6). Bolo to evidentné najmä vo Francúzsku, kde zvýšená politická neistota spojená s blížiacimi sa prezidentskými voľbami viedla k určitej volatilité týchto spreadov. Spready medzi výnosmi desaťročných francúzskych štátnych dlhopisov a sadzbami bezrizikových jednodňových úrokových swapov boli na konci sledovaného obdobia o približne 20 bázických bodov širšie, keď predtým v sledovanom období boli až na úrovni 40 bázických bodov. V ostatných krajinách s nižším ratingom sa zaznamenalo podobné rozšírenie spreadov.

Graf 6

Spready medzi výnosmi štátnych dlhopisov eurozóny a sadzbou jednoduchých indexových swapov v eurozóne.

(v % p. a.)



Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

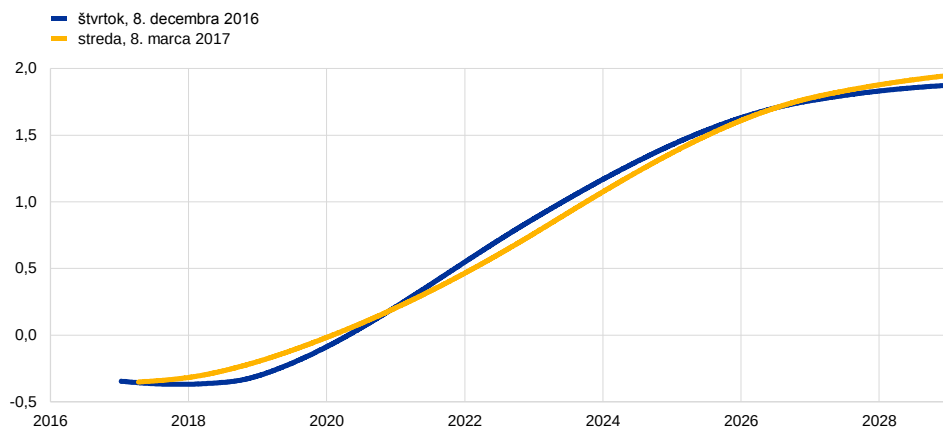
Poznámky: Spread sa zistí odpočítaním sadzby jednoduchých indexových swapov od výnosov štátnych dlhopisov. Za eurozónu sa vykazujú priemer výnosov desaťročných štátnych dlhopisov vážený HDP. Posledné údaje sú z 8. marca 2017.

Krivka forwardových sadzieb EONIA (euro overnight index average) zostala od decembra prakticky nezmenená, čo naznačuje, že trh neočakáva ďalšie znižovanie úrokovej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií. Postupné zväčšovanie sa sklonu krivky forwardových sadzieb EONIA naznačuje, že účastníci trhu naďalej očakávajú, že EONIA bude po dlhšie obdobie v zápornom pásme a úroková sadzba jednoduchých sterilizačných operácií sa nezníži (graf 7). Je to v ostrom kontraste k situácii na začiatku októbra 2016, keď mal krátkodobý segment krivky klesajúci trend, čo indikovalo očakávanie ďalšieho znižovania úrokovej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií.

Graf 7

Forwardové sadzby EONIA

(v % p. a.)



Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Sadzba EONIA zostala v sledovanom období stabilná na úrovni okolo

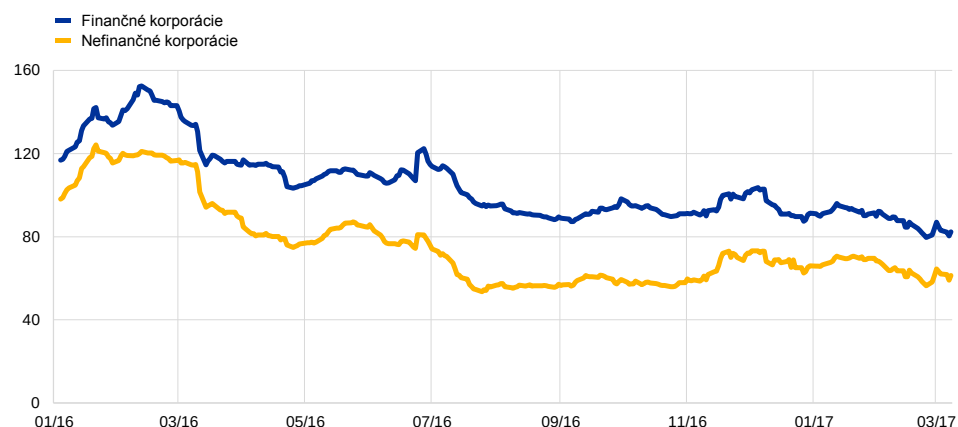
-35 bazických bodov, s výnimkou malého zvýšenia na konci roka. Nadbytočná likvidita sa zvýšila o približne 165 mld. € na približne 1,356 mld. € v dôsledku nákupu aktív Eurosystemom v rámci programu nákupu aktív. Nárast nadbytočnej likvidity odzrkadlil účasť v tretej cielenej dlhodobejšej refinančnej operácii uskutočnenej v decembri 2016. Box 4 obsahuje podrobnejšie informácie o situácii v oblasti likvidity.

Od začiatku decembra sa zúžili spready dlhopisov vydaných nefinančnými korporáciami všetkých ratingových tried (graf 8). K zúženiu spreadov (voči krivke zodpovedajúcich dlhopisov eurozóny s ratingom AAA) prispelo zlepšenie vyhladok hospodárskeho rastu eurozóny. Užšie spready podnikových dlhopisov indikujú, že vnímanie podnikových rizík účastníkmi trhu sa znížilo. Spready dlhopisov nefinančných korporácií s ratingom investičného stupňa sú približne 60 bazických bodov pod zodpovedajúcimi úrovňami zo začiatku marca 2016, keď Rada guvernérov oznámila spustenie programu nákupu podnikových cenných papierov. Vo finančnom sektore sa spready dlhopisov počas sledovaného obdobia taktiež zúžili pri všetkých ratingových triedach, od 5 do 20 bazických bodov.

Graf 8

Spready podnikových dlhopisov eurozóny

(v bazických bodoch)



Zdroje: Indexy iBoxx a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 8. marca 2017.

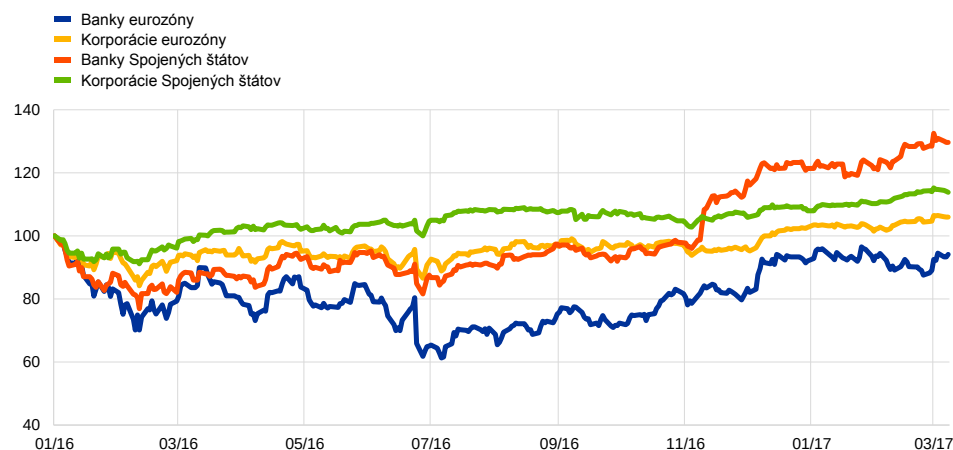
Široký akciový index eurozóny sa od začiatku decembra výrazne zvýšil. Ceny akcií nefinančných korporácií sa počas sledovaného obdobia zvýšili o 7 %, čím prekonal rast cien akcií bánk, ktoré vzrástli len o 2 % (graf 8). Ceny akcií nefinančných korporácií rástli rýchlejšie v eurozóne ako v Spojených štátoch a ceny akcií bánk v eurozóne rástli pomalšie ako v Spojených štátoch. Na tomto zvyšovaní sa podieľali lepšie vyhladky makroekonomického rastu a inflácie. Z dlhodobejšieho hľadiska a v porovnaní s minimami zaznamenanými po vyhlásení výsledku referenda v Spojenom kráľovstve o členstve v EÚ koncom júna 2016 sa širší akciový index eurozóny zvýšil o približne 25 %: v prípade nefinančných korporácií to bolo 23 % a v prípade bánk približne 50 %. Neistota na trhu – meraná očakávanou volatilitou cien akcií – sa počas sledovaného obdobia nemenila. Začiatkom marca bola anualizovaná implikovaná volatilita akciových trhov eurozóne na úrovni 15 %, zatiaľ čo v Spojených štátoch dosahovala 12 %. Implikovaná volatilita bola v oboch

ekonomikách výrazne pod svojim historickým priemerom a čiastočne odrážala nízku zaznamenanú volatilitu pohybov cien akcií.

Graf 9

Akciové indexy v eurozóne a Spojených štátoch

(1. januára 2016 = 100)



Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z 8. marca 2017.

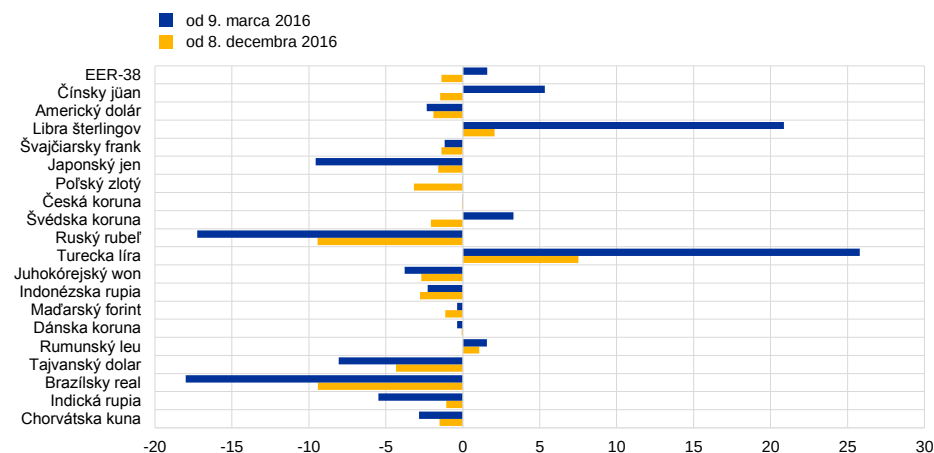
Euro vážené zahraničným obchodom na devízových trhoch mierne oslabilo (graf 10).

Nominálny efektívny výmenný kurz eura sa od 8. decembra oslabil o 1,4 %. Euro voči americkému doláru sa v tom istom období oslabilo o 1,9 %. Euro sa oslabilo aj voči ďalším významným menám vrátane japonského jenu (1,6 %) a švajčiarskeho franku (1,4 %), zatiaľ čo voči britskej libe sa ďalej zhodnotilo (o 2,1 %). V tom istom čase sa výmenný kurz eura oslabil voči menám väčšiny ostatných členských štátov EÚ mimo eurozóny a menám hlavných rozvíjajúcich sa ekonomík (vrátane čínskeho jüanu), s výnimkou tureckej líry.

Graf 10

Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám

(v %)



Zdroj: ECB.
Poznámky: EER-38 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 38 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny.

3 Hospodárska aktivita

Súčasná hospodárska expanzia podporovaná v prvom rade domácim dopytom eurozóny sa ďalej posilňuje. Objavili sa aj náznaky o niečo výraznejšieho globálneho oživenia. Podľa projekcií odborníkov ECB z marca 2017 sa v eurozóne predpokladá v roku 2017 rast reálneho HDP o 1,8 %, v roku 2018 o 1,7 % a v roku 2019 o 1,6 %. Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu v eurozóne sú o niečo menej výrazné, no zostávajú na strane pomalšieho rastu a súvisia najmä s globálnym prostredím.

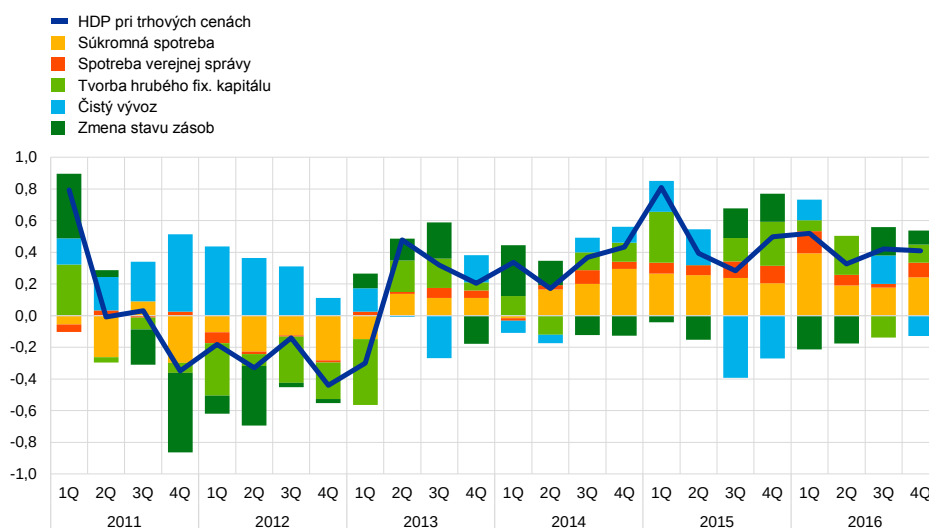
Hospodárska expanzia pokračuje a je podporovaná domácim dopytom

eurozóny. Vo štvrtom štvrťroku stúpol reálny HDP medzištvrťročne o 0,4 % (graf 11). K rastu reálneho HDP prispeli kladne domáci dopyt a zmena stavu zásob. Záporný príspevok zaznamenal čistý obchod. Rast produkcie vo štvrtom štvrťroku viedol v roku 2016 k ročnému rastu HDP o 1,7 %. Tendencia posilňovania hospodárskej aktivity vo všetkých sektoroch a krajinách pokračovala aj v poslednom štvrťroku 2016.

Graf 11

Rast reálneho HDP eurozóny a jeho zložky

(medzištvrťročná percentuálna zmena a medzištvrťročný percentuálny príspevok)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Posledné údaje sú v prípade HDP a jeho zložiek za štvrtý štvrťrok 2016.

Rozhodujúcou zložkou súčasnej hospodárskej expanzie stále zostáva

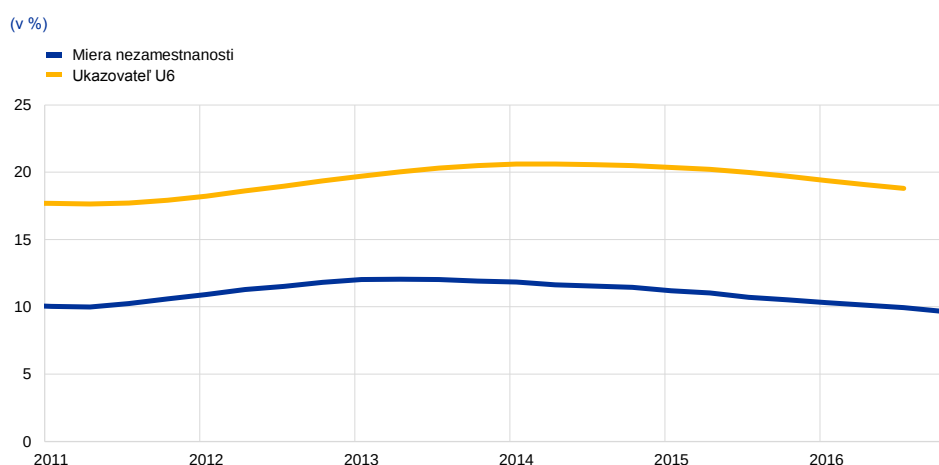
súkromná spotreba. V poslednom štvrťroku stúpili reálne spotrebiteľské výdavky medzištvrťročne o 0,4 %. Tento nárast v porovnaní s tretím štvrťrokom sa zaznamenal aj napriek zvýšeniu cien ropy. Spotrebiteľská dôvera zostávala v januári a februári nezmenená a výrazne nad dlhodobým priemerom, čo signalizuje výraznú základnú dynamiku spotrebiteľských výdavkov v blízkej budúcnosti. Rast súkromnej spotreby bol spôsobený stabilnou dynamikou rastu príjmov domácností, ktorú podporovalo posilňovanie trhu práce v eurozóne.

Nezamestnanosť v eurozóne klesá v súčasnosti už 14 po sebe nasledujúcich štvrťrokov.

Nezamestnanosť v eurozóne klesala aj vo štvrtom štvrťroku 2016, pričom najvyššie hodnoty dosahovala začiatkom roku 2013. V januári dosiahla 9,6 %, čo je najnižšia miera od druhého štvrťroka 2009. Rast zamestnanosti v eurozóne pokračoval v treťom štvrťroku 2016 najmä vďaka tvorbe pracovných miest v sektore služieb. Aktuálne prieskumy naznačujú ďalšie zlepšenie podmienok na trhu práce, pričom všetky hlavné ukazovatele vyjadrujú pozitívny trend do februára 2017. Jedinou výnimkou je stavebný sektor, pri ktorom zostávajú ukazovatele v podstate nezmenené.

Graf 12

Miera nezamestnanosti a širší ukazovateľ nevyužitých pracovných síl v eurozóne



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za štvrtý štvrťrok 2016 v prípade miery nezamestnanosti a za tretí štvrťrok 2016 v prípade ukazovateľa U6. U6 je širší ukazovateľ nevyužitých pracovných síl, ktorý zohľadňuje aj odhady počtu demotivovaných pracovníkov, jednotlivcov „okrajovo spojených“ s trhom práce a podzamestnaných pracovníkov na kratší úväzok.

Hoci je celková tendencia v nezamestnanosti zreteľne pozitívna, ak sa vezmú do úvahy širšie ukazovatele nevyužitých pracovných síl, je na trhu práce značný objem nevyužitých kapacít. Aj keď je na trhu práce menej

nezamestnaných, existuje veľa ľudí, ktorí sa síce nepočítajú medzi nezamestnaných, ale mohli by sa uchádzať o prácu, a tým obmedziť tlaky na mzdy. Širšie ukazovatele nevyužitých pracovných síl (známe ako ukazovateľ U6, ktorý zahŕňa odhady počtu demotivovaných pracovníkov, jednotlivcov „okrajovo spojených“ s trhom práce a podzamestnaných pracovníkov na kratší úväzok, ktorí v súčasnosti prácu majú, ale nie s týždenným počtom hodín, aký by si želali) zostávajú vysoké a ich pokles bol menší ako pokles miery nezamestnanosti (graf 12). Naznačuje to pretrvávajúci veľký objem nevyužitých kapacít na širšom trhu práce eurozóny.

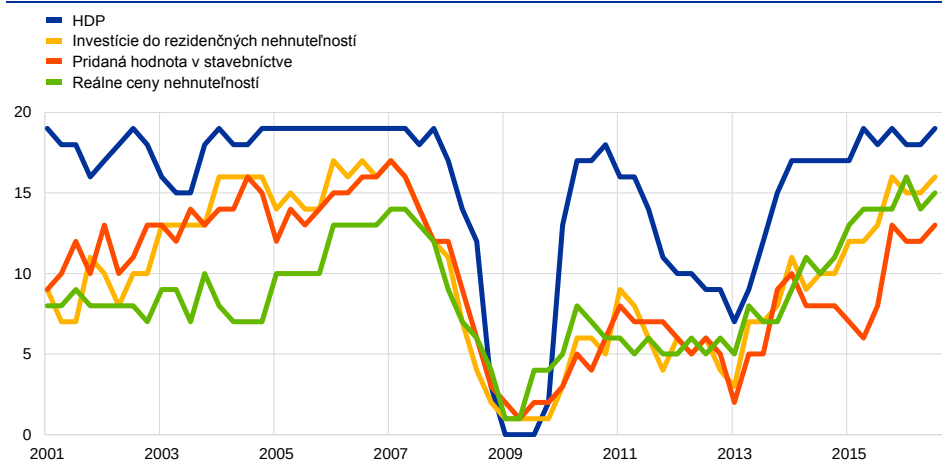
Trhy nehnuteľností na bývanie v eurozóne stále viac podporujú dynamiku rastu.

Oživenie trhov s nehnuteľnosťami na bývanie v eurozóne prišlo neskôr a bolo oveľa slabšie v porovnaní s celkovou hospodárskou aktivitou eurozóny. V poslednom čase však stále viac krajín vykazuje kladnú medziročnú mieru rastu hlavných ukazovateľov trhu s nehnuteľnosťami na bývanie (graf 13). Zdá sa teda, že veľa trhov s nehnuteľnosťami na bývanie v eurozóne sa dostáva do fázy expanzie. Sila tohto oživenia je však celkovo pomerne tlmená a v jednotlivých krajinách je

rozdielna. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, na ďalší rast stavebných investícií v roku 2017 poukazujú aj lepšie podmienky financovania, vyššia dôvera v sektore stavebníctva a rastúci počet vydaných stavebných povolení.

Graf 13

Počet krajín eurozóny s kladnou ročnou mierou rastu ukazovateľov trhu s nehnuteľnosťami na bývanie



Zdroj: Eurostat a ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za tretí štvrťrok 2016. Údaje, ktoré nie sú vážené, môžu byť v rozpätí od 0 do 19.

Vo štvrtom štvrťroku sa pravdepodobne zvýšili aj podnikateľské investície, ich tempo však bolo zrejme pomalšie ako v treťom štvrťroku, keďže produkcia investičného tovaru stúpila len mierne. Podľa prieskumu Európskej komisie v prvom štvrťroku 2017 dopyt vnímaný ako prekážka produkcie investičného tovaru klesal a zostal na najnižšej úrovni od nástupu veľkej recesie. V prvom štvrťroku 2017 sa nad priemernú predkrízovú úroveň dostalo aj využívanie kapacít.

Celkové investície by malo naďalej podporovať veľmi akomodačné nastavenie menovej politiky ECB. Podmienky financovania sú naďalej veľmi priaznivé a v sektore nefinančných spoločností by mali v súvislosti s dostatkom hotovosti zvýšiť rast ziskovosti. Oživenie cien akcií a mierny rast dlhového financovania, ktoré sa zaznamenali, spôsobili zníženie pomeru dlhového financovania (pomer dlhu k celkovým aktívam). Rast zisku nefinančných spoločností by mal podnietiť investície najmä v súvislosti s potrebou nahradiť kapitál po rokoch nízkej tvorby fixného kapitálu. Oživenie investícií však bude spomaľovať nepružnosť trhu tovarov, očakávania slabšieho dlhodobého rastu ako v minulosti a pretrvávajúca potreba znižovať zadlženosť v niektorých krajinách eurozóny. V mnohých krajinách sprostredkovateľskú schopnosť bánk, a následne aj investičné financovanie firiem v blízkej budúcnosti, sťažujú prebiehajúce zmeny regulačného prostredia, nízka ziskovosť bánk a ešte stále vysoká úroveň nesplácaných úverov v súvahách bánk.

Rast vývozu eurozóny pokračoval v dôsledku postupného zvyšovania svetového obchodu. Celkový vývoz eurozóny stúpol v poslednom štvrťroku medzištvrťročne o 1,5 % vďaka službám a obchodu s tovarmi. Mesačné údaje do decembra 2016 poukazujú na stabilný rast (medzištvrťročná percentuálna zmena) vývozu tovarov do Číny a ostatných ázijských krajín. Kladný príspevok zaznamenala

aj Latinská Amerika spolu so Spojenými štátmi. Vývoz do Spojeného kráľovstva sa do novembra znížil a vývoz do ostatných európskych krajín stúpil. Existujú náznaky, že vývoz tovarov eurozóny predbehol vo štvrtom štvrťroku 2016 ich globálny dovoz, čo signalizuje možné zvýšenie vývozných trhových podielov eurozóny v súvislosti s oslabením efektívneho výmenného kurzu eura. Prieskumy a nové vývozné objednávky s dopadom na prvý štvrťrok 2017 poukazujú na zlepšovanie dynamiky vývozu v blízkej budúcnosti. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, vývoz mimo eurozónu by sa mal zvyšovať v dôsledku postupného oživenia globálneho obchodu. Výhľad v oblasti obchodu je však spojený s možnými nepriaznivými účinkami rastúcej celkovej neistoty súvisiacej s obchodnou politikou.

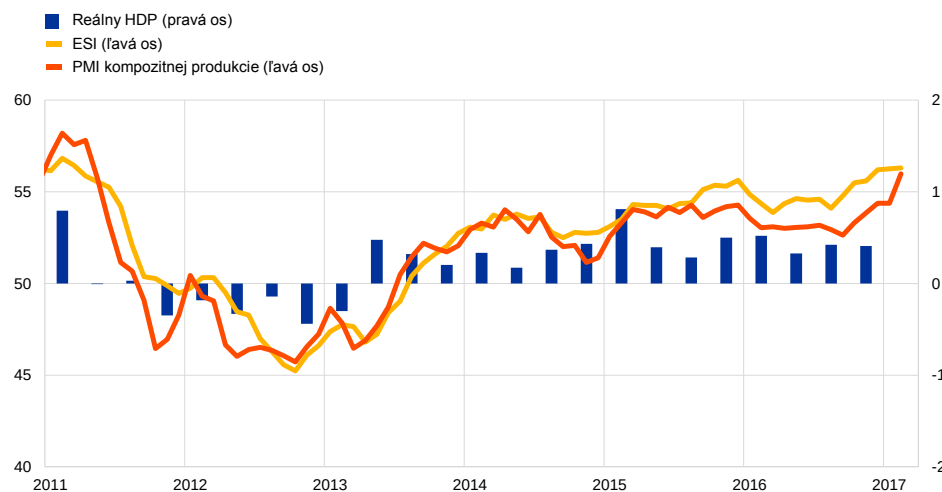
Prieskumy celkovo poukazujú na mohutnú dynamiku rastu v prvom štvrťroku

2017. Ukazovateľ ekonomického sentimentu Európskej komisie (ESI) poukazoval v januári na celkové zlepšenie a vo februári zostal nezmenený na vysokej úrovni. Naopak kompozitný index nákupných manažérov pre výrobu (PMI) bol stabilný v januári a vo februári poukazoval na celkové zlepšenie. V raste v prvých dvoch mesiacoch roku 2017 v porovnaní s posledným štvrťrokom 2016 sa odrážalo lepšie hodnotenie súčasnej situácie a výrazné zvýšenie úrovne nevybavených objednávok v priemysle a stavebníctve. Oba prieskumy sú v súčasnosti nad svojou dlhodobou úrovňou (graf 14).

Graf 14

Reálny HDP eurozóny, kompozitný index PMI pre výrobu a ukazovateľ ESI

(štvrtročná miera rastu a normalizovaná percentuálna odchýlka a difúzný index)



Zdroj: Markit, Európska komisia a Eurostat.

Poznámka: Posledné údaje sú za štvrtý štvrťrok 2016 v prípade reálneho HDP a za február 2017 v prípade ESI a indexu PMI.

Hospodárska expanzia eurozóny by mala pokračovať s podporou menovopolitických opatrení, ktoré sa naďalej prenášajú do reálnej ekonomiky.

Rast ziskovosti firiem a veľmi priaznivé podmienky financovania naďalej podporujú oživenie investícií. Ďalšiu podporu pre reálny disponibilný príjem, a teda aj pre súkromnú spotrebu domácností, poskytuje trvalý rast zamestnanosti, ktorý stále podporujú minulé štrukturálne reformy. Objavili sa aj náznaky o niečo výraznejšiemu globálnemu oživeniu a rastu globálneho obchodu. Hospodársky rast v eurozóne by

však malo tmiť pomalé tempo realizácie štrukturálnych reforiem a zostávajúce úpravy bilancií vo viacerých sektoroch.

Podľa projekcií odborníkov ECB z marca 2017 sa v eurozóne predpokladá v roku 2017 ročný rast reálneho HDP o 1,8 %, v roku 2018 o 1,7 % a v roku 2019 o 1,6 % (graf 15). V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z decembra 2016 bol výhľad na rast reálneho HDP v rokoch 2017 a 2018 upravený mierne nahor o 0,1 percentuálneho bodu v dôsledku o niečo vyššieho zahraničného dopytu v blízkej budúcnosti, slabšieho výmenného kurzu eura a priaznivejšieho ekonomického sentimentu. Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu v eurozóne sú o niečo menej výrazné, no zostávajú na strane pomalšieho rastu a súvisia najmä s globálnym prostredím.

Graf 15

Reálny HDP eurozóny (vrátane projekcií)

(medzištvrtročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok *Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu - marec 2017* uverejnený 9. marca 2017 na internetovej stránke ECB.

Poznámka: Intervaly okolo stredu projekcií sa určujú na základe rozdielu medzi skutočnými výsledkami a predchádzajúcimi projekciami za niekoľko rokov. Šírka intervalov je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty týchto rozdielov. Tento postup výpočtu intervalov, ktorý zahŕňa tiež úpravy v prípade výnimočných udalostí, je bližšie opísaný v dokumente *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, ECB, december 2009, ktorý je dostupný na internetovej stránke ECB.

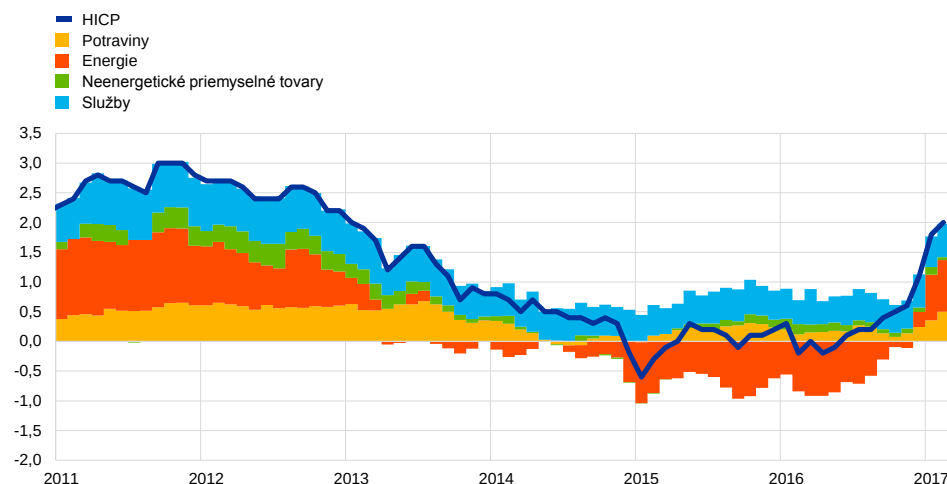
Podľa rýchleho odhadu Eurostatu dosiahla ročná miera inflácie HICP eurozóny vo februári 2017 úroveň 2,0 % oproti 1,8 % v januári. Pokiaľ ide o budúci vývoj, celková inflácia by v nadchádzajúcich mesiacoch mala na základe súčasných cien ropných futures zostať na úrovni blízkej 2 %. Ukazovatele základnej inflácie sú však naďalej nízke a očakáva sa, že v strednodobom horizonte budú rásť len postupne. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2017 ročná miera inflácie HICP dosiahne 1,7 % v roku 2017, 1,6 % v roku 2018 a 1,7 % v roku 2019.

Celková inflácia sa vo februári ďalej zvyšovala. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu sa miera inflácie HICP vo februári zvýšila na 2,0 %, oproti úrovni 1,8 % v januári a 1,1 % v decembri 2016 (graf 16). Nárast za posledné mesiace bol spôsobený najmä infláciou cien energií a v menšom rozsahu infláciou cien potravín, pričom vo februári tohto roka vytiahol celkovú infláciu na najvyššiu úroveň zaznamenanú od januára 2013.

Graf 16

Príspevok jednotlivých zložiek k celkovej inflácii HICP v eurozóne

(ročná percentuálna zmena; príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

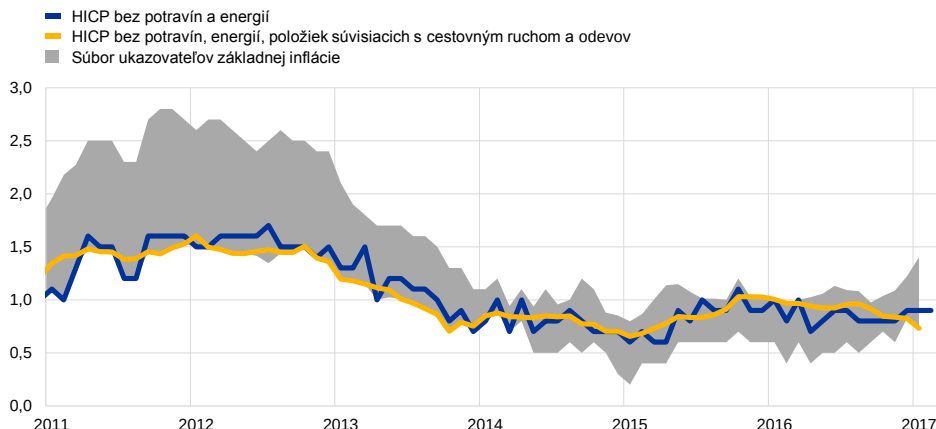
Poznámka: Posledné údaje sú z februára 2017.

Základná inflácia však zostala utlmená. Inflácia HICP bez potravín a energií bola vo februári 2017 na úrovni 0,9 %, výrazne pod svojím dlhodobým priemerom. Jej miera bola od decembra 2016 nezmenená a len o niečo vyššia ako úroveň 0,8 % zaznamenaná od augusta do novembra 2016. Ani väčšina ďalších ukazovateľov základnej inflácie nevykázala žiadne signály dynamickejšieho rastu (graf 17). Nízka úroveň základnej inflácie môže čiastočne odrážať oneskorené nepriame tlmiace účinky nízkych cien ropy z uplynulého obdobia, čo je však podstatnejšie, aj nevyužité kapacity v hospodárstve a pretrvávajúce slabé domáce cenové tlaky.

Graf 17

Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

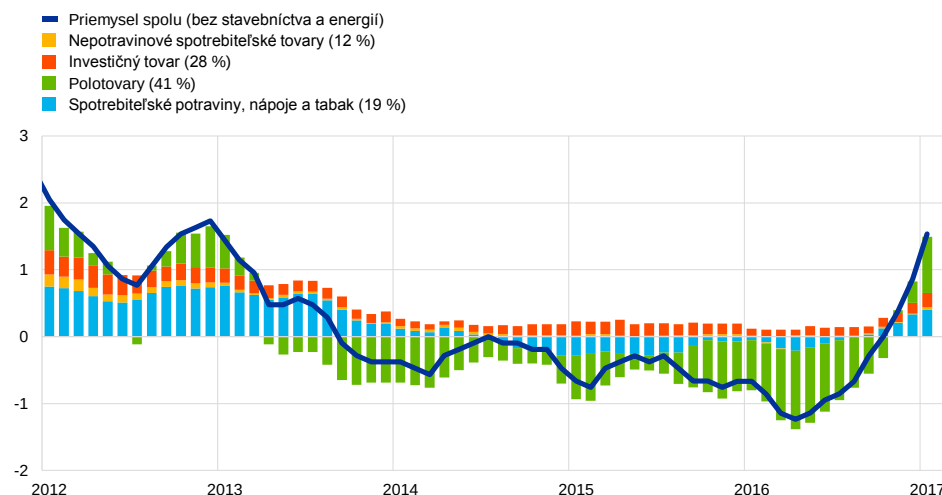
Poznámka: Súbor základných ukazovateľov zahŕňa: HICP bez energií, HICP bez nespracovaných potravín a energií, HICP bez potravín a energií, HICP bez potravín, energií, položiek súvisiacich s cestovným ruchom a odevov, upravený priemer (10 %), upravený priemer (30 %), medián HICP a ukazovateľ odvodený pomocou dynamického faktorového modelu. V prípade HICP bez potravín a energií sú posledné údaje z februára 2017 a v prípade všetkých ostatných ukazovateľov z januára 2016.

Náznaky tlakov na rast cien sú len slabé. Za prudkým nárastom inflácie cien výrobcov za celý priemysel (bez stavebníctva a energií) od jari 2016 stojí najmä výrazný rast cien výrobcov v sektore polotovarov (graf 18). Časť tohto nárastu sa s istým oneskorením môže v rámci výrobného a cenového reťazca premietnuť do cien nepotravinových spotrebiteľských tovarov. Inflácia dovozných cien nepotravinových spotrebiteľských tovarov okrem toho v januári zaznamenala značný nárast a dosiahla úroveň 0 % (z decembrových -0,1 % a novembrových -1,0 %). Jasný vzostupný trend však miera inflácie domácich výrobných cien nepotravinových spotrebiteľských tovarov vykázala až na začiatku roku 2017: zvýšila sa len v januári na 0,3 % po tom, ako sa v priebehu roka 2016 pohybovala okolo úrovne 0,1 %. Možným vysvetlením je, že vyššie náklady a ceny vznikajúce na úrovni polotovarov absorbovali marže v rôznych fázach výrobného procesu a že silná globálna konkurencia naďalej obmedzovala vplyv podnikov na tvorbu cien.

Graf 18

Príspevok k cenám výrobcov

(ročná percentuálna zmena, príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z januára 2017.

Rast miezd bol podľa historických úrovní naďalej nízky. Medziročný rast dojednaných miezd v eurozóne bol vo štvrtom štvrťroku 2016 na úrovni 1,4 %, čo je oproti úrovni 1,5 % v druhom a treťom štvrťroku 2016 mierny pokles. Medzi faktory, ktoré môžu brzdiť rast miezd, patrí stále výrazná miera nevyužitých kapacít na trhu práce, slabý rast produktivity a pretrvávajúci vplyv reforiem na trhu práce zavedených v niektorých krajinách počas krízy¹. K pomalšiemu rastu miezd môže prostredníctvom formálnych i neformálnych mechanizmov indexácie miezd naďalej prispievať aj prostredie nízkej inflácie v posledných rokoch.

Trhové ukazovatele dlhodobých inflačných očakávaní sú od začiatku decembra 2016 stabilné, do istej miery však zostávajú pod úrovňou ukazovateľov odvodených z výsledkov prieskumov. Krivka vzostupného trendu trhových ukazovateľov inflačných očakávaní zaznamenaná od konca septembra sa začiatkom decembra vyrovnala. Dlhodobé trhové inflačné očakávania boli celkovo stabilné, pričom na krátkom konci bol zaznamenaný nárast. Konkrétne päťročná forwardová miera o päť rokov je v súčasnosti na úrovni okolo 1,71 % alebo takmer 50 bázických bodov vyššie ako nízke úrovne zaznamenané na jeseň v roku 2016 (graf 19). Bez ohľadu na významné nárasty splatností od septembra 2016, trhové ukazovatele inflačných očakávaní stále len naznačujú postupný návrat k úrovni inflácie okolo 2 %, pričom napríklad jednoročná forwardová miera o štyri roky sa stále pohybuje na úrovni okolo 1,35 %. Vyššie dlhodobé trhové inflačné očakávania sa pri porovnaní s obdobím na jeseň minulého roka čiastočne priblížili ukazovateľom

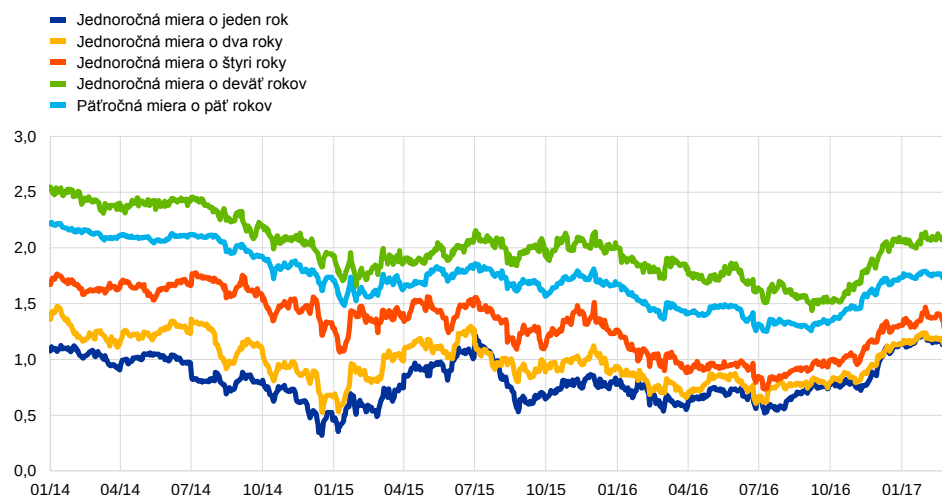
¹ Viac informácií je v boxe s názvom Recent wage trends in the euro area, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2016.

odvodeným z prieskumov, ktoré podľa ECB Survey of Professional Forecasters zostali v prvom štvrtroku 2017 stabilné na úrovni 1,8 %.²

Graf 19

Trhové ukazovatele inflačných očakávaní

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 3. marca 2017.

V budúcom období by miera inflácie HICP v eurozóne mala podľa projekcií odborníkov ECB výrazne narásť z úrovne 0,2 % v roku 2016 na 1,7 % v roku 2017. Výhľad celkovej inflácie na rok 2017 bol v nadväznosti na nedávne zvýšenie cien ropy značne upravený. Pre infláciu cien energií a infláciu cien neenergetických komodít však existujú protikladné modely. Očakáva sa, že ceny energií spôsobia v objemovom vyjadrení posilnenie inflácie HICP v rokoch 2016 a 2017. Čiastočne je to spôsobené kladnými bazickými efektmi spolu s nedávnym významným poklesom cien ropy. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2017 (na základe informácií dostupných v polovici februára) by mala inflácia HICP dosiahnuť 1,7 % v roku 2017, pričom v roku 2018 by mala byť na úrovni 1,6 % a v roku 2019 na úrovni 1,7 % (graf 20).³ V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Euro systému z decembra 2016 bol výhľad vývoja inflácie HICP upravený na rok 2017 výrazne nahor a na rok 2018 mierne, pričom na rok 2019 zostal nezmenený.

² Na rozdiel od ukazovateľov inflačných očakávaní získaných z prieskumov zahŕňajú trhové ukazovatele rizikovú prémie.

³ Ďalšie informácie sú v článku Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – marec 2017, uverejnenom na internetovej stránke ECB 9. marca 2017.

Graf 20

Inflácia HICP eurozóny (vrátane projekcií)

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – marec 2017, uverejnené na internetovej stránke ECB 9. marca 2017.

Poznámka: Posledné údaje sú za štvrtý štvrťrok 2016 (skutočné údaje) a štvrtý štvrťrok 2019 (projekcia).

Na rozdiel od inflácie cien energií by mal byť očakávaný nárast inflácie HICP bez energií a potravín v horizonte sledovaného obdobia oveľa pozvoľnejší.

Inflácia HICP bez energií a potravín by sa mala zvýšiť z úrovne 0,9 % v roku 2016 na 1,1 % v 2017 a vzrásť na úroveň 1,6 % v 2018 a 1,8 % v roku 2019. Hlavným faktorom tohto postupného nárastu je predpokladaný rast miezd a jednotkových mzdových nákladov, ktorý ide ruka v ruku s rastom a posilňovaním oživenia. Klesajúca miera nevyužitých kapacít na trhu práce a postupné odznievanie faktorov súvisiacich s krízou, ktoré v posledných niekoľkých rokoch spomaľovali rast miezd, by mali viesť k oživeniu rastu kompenzácií na zamestnanca a vzhľadom na miernejšie predpokladané oživenie produktivity aj k rastu jednotkových nákladov práce. Postupné zvyšovanie základnej inflácie by tak malo v priebehu rokov 2017 až 2019 podporovať celkovú infláciu.

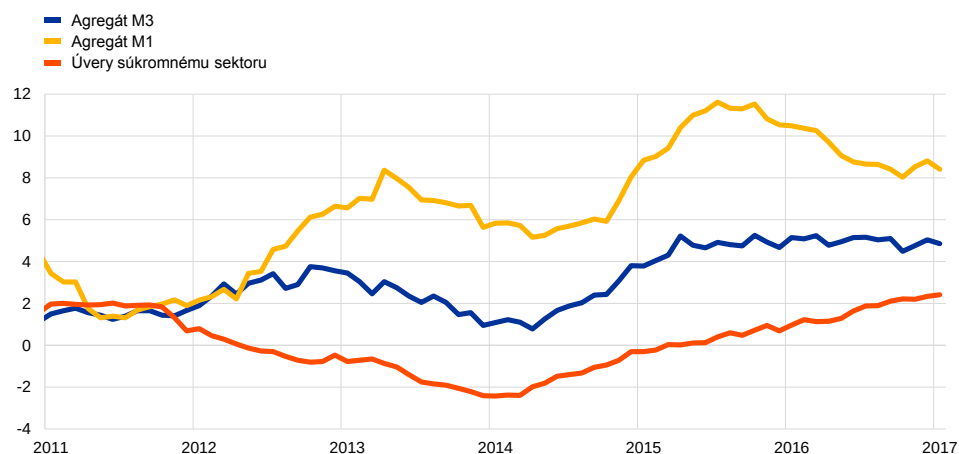
Rast peňažnej zásoby zostal v januári 2017 zhruba nezmenený. Poskytovanie úverov súkromnému sektoru sa v štvrtom štvrťroku 2016 a januári naďalej postupne zotavovalo. Odhaduje sa, že ročný tok celkového financovania nefinančných korporácií z vonkajších zdrojov sa v štvrtom štvrťroku 2016 naďalej zvyšoval.

Rast peňažnej zásoby zostal v januári stabilný, pričom si udržiaval vysoké tempo, ktoré sa do značnej miery pozoruje od polovice roka 2015. Ročná miera rastu agregátu M3 dosahovala v januári úroveň 4,9 % (graf 21). K rastu peňažnej zásoby naďalej prispievali nízke oportunitné náklady na držbu najlikvidnejších nástrojov v prostredí veľmi nízkych úrokových sadzieb, ako aj vplyv menovopolitických opatrení ECB. Potom, ako sa prerušil klesajúci trend ročného rastu agregátu M1 zaznamenaný od polovice roka 2015, sa jeho rast v štvrtom štvrťroku 2016 zhruba nemenil, a následne v januári opäť mierne poklesol (na 8,4 %, z decembrových 8,8 %).

Graf 21

Agregáty M3 a M1 a úvery súkromnému sektoru

(ročná percentuálna zmena očistená od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



Zdroj: ECB.

Poznámky: Úvery sú upravené o predaj úverov, sekuritizáciu a účelové vytváranie spoločných peňažných fondov. Posledné údaje sú za január 2017.

K rastu agregátu M3 naďalej hlavnou mierou prispievali jednoduchové vklady.

Konkrétnejšie, ročná miera rastu jednoduchových vkladov v držbe domácností a nefinančných korporácií sa v štvrtom štvrťroku 2016 zvýšila na 11,4 % a v januári 2017 na 10,5 %, po poklese v predchádzajúcom štvrťroku. Na rozdiel od toho volatilná ročná miera rastu jednoduchových vkladov v držbe finančných sprostredkovateľov (okrem PFI) v januári poklesla. Ročná miera rastu objemu peňazí v obehu zostala na nízkej úrovni, čo nepoukazuje na to, že by sektor držby peňazí v prostredí veľmi nízkych alebo záporných úrokových mier nahrádzal vklady hotovosťou. Objem krátkodobých vkladov iných ako jednoduchových (t. j. M2 mínus M1) mal v štvrtom štvrťroku a januári naďalej záporný vplyv na agregát M3. Miera rastu obchodovateľných nástrojov (t. j. M3 mínus M2), ktoré tvoria malú zložku

agregátu M3, sa koncom štvrtého štvrťroka a v januári zvýšila, k čomu prispel najmä výrazný rast akcií/podielov fondov peňažného trhu.

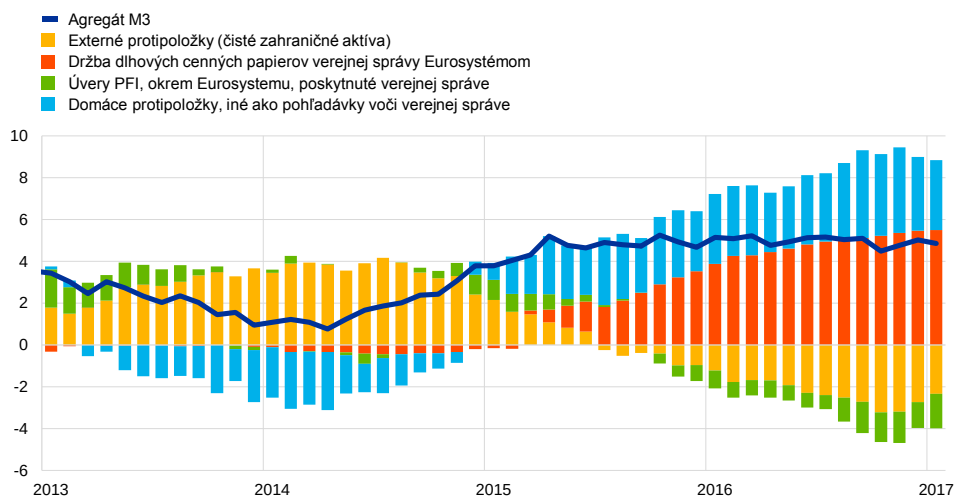
K rastu peňažnej zásoby naďalej hlavnou mierou prispievali domáce zdroje

(graf 22). Medzi ďalšie protipoložky agregátu M3, ktoré pozitívne prispeli k rastu agregátu M3, patrili nákupy dlhových cenných papierov verejného sektora Eurosystému (červená časť grafu 22), najmä v rámci programu nákupu cenných papierov verejného sektora ECB. Okrem toho k rastu agregátu M3 naďalej prispievali domáce protipoložky iné ako úvery sektoru verejnej správy (modrá časť grafu 22). Prispelo k tomu prebiehajúce oživovanie úverov súkromnému sektoru spolu s pretrvávajúcim znižovaním dlhodobějších finančných pasív PFI. Tieto dlhodobější finančné pasíva (okrem kapitálu a rezerv), ktorých ročná miera zmeny je od druhého štvrťroka 2012 záporná, v štvrtom štvrťroku 2016 a v januári naďalej klesali. Záporná ročná miera rastu bola čiastočne spôsobená vplyvom cielených dlhodobějších refinančných operácií ECB (TLTRO–II), ktoré pôsobia ako náhrada dlhodobějšího financovania bánk prostredníctvom trhu a znižujú atraktivnosť držby dlhodobých vkladov a bankových dlhopisov pre investorov.

Graf 22

Agregát M3 a jeho protipoložky

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



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za január 2017.

Čistá pozícia zahraničných aktív PFI naďalej vyvíjala tlak na znižovanie ročného rastu agregátu M3.

V decembri a januári však zahraničné aktíva zaznamenali malý mesačný prílev. To zmiernilo ich tlak na znižovanie ročného rastu agregátu M3 (žltá časť grafu 22), čo by mohlo naznačovať, že podiel predaja dlhopisov nerezidentmi eurozóny v rámci programu nákupu cenných programov verejného sektora sa zmenšuje. K ročnému poklesu čistých zahraničných aktív PFI prispel predaj štátnych dlhopisov eurozóny nerezidentmi v rámci programu nákupu cenných papierov za predpokladu, že výnosy z nich sa investovali hlavne do nástrojov mimo eurozóny. Na rozdiel od toho sa podiel predaja štátnych dlhopisov PFI eurozóny (bez Eurosystému) v rámci programu nákupu cenných papierov zvýšil. Predaj štátnych dlhopisov PFI eurozóny (bez Eurosystému) prispel k zápornej ročnej

miere rastu úverov PFI (bez Eurosystemu) verejnej správy, čo spomalilo rast agregátu M3 (zelená časť grafu 22).

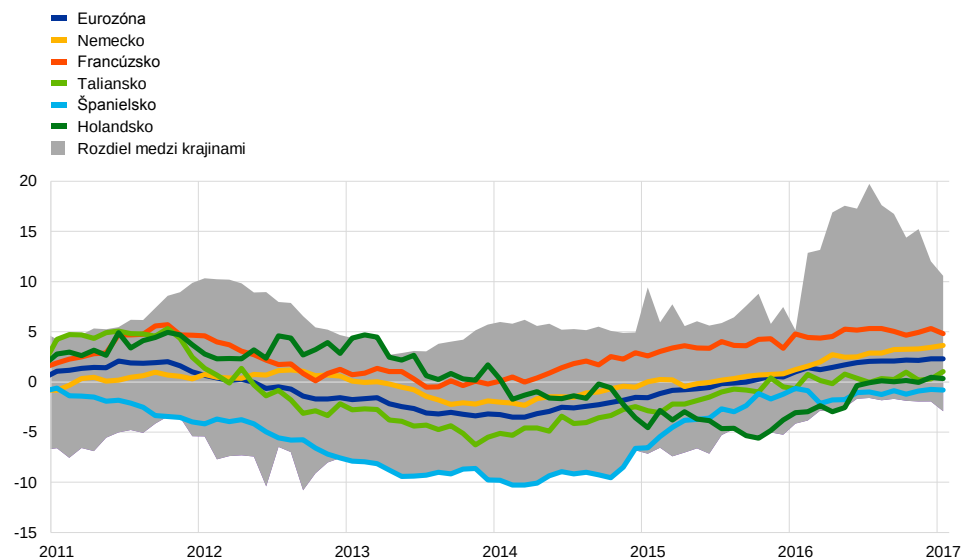
Rast objemu úverov súkromnému sektoru sa naďalej postupne zotavoval.

Ročná miera rastu úverov PFI súkromnému sektoru (upravená o predaj úverov, sekuritizáciu a účelové vytváranie spoločných peňažných fondov) v štvrtom štvrťroku 2016 a januári 2017 vzrástla (graf 21). Pokiaľ ide o jednotlivé sektory, ročný rast objemu úverov nefinančných korporáciám sa počas štvrtého štvrťroka ďalej zvýšil a v januári dosiahol 2,3 % (graf 23). Celkovo sa rast úverov nefinančným korporáciám od prvého štvrťroka 2014 z minimálnej hodnoty výrazne zotavil. Na tomto vývoji sa rovnakou mierou podieľali najväčšie krajiny, hoci miery rastu úverov zostali v niektorých jurisdikciách stále negatívne. Ročná miera rastu úverov domácnostiam sa v štvrtom štvrťroku 2016 zvýšila a v januári sa ďalej mierne zotavila na 2,2 %, z 2,0 % v decembri (graf 24). Na tomto vývojovom trende sa podieľal výrazný pokles úrokových sadzieb bankových úverov, ktorý sa v eurozóne pozoruje od leta 2014 (najmä v dôsledku neštandardných opatrení menovej politiky ECB), a celkového zlepšenia na strane ponuky a dopytu po bankových úveroch. Okrem toho banky dosiahli pokrok pri konsolidácii svojich bilancií, aj keď úroveň nesplácaných úverov zostáva v niektorých krajinách stále vysoká a môže obmedzovať ďalšie úverovanie.

Graf 23

Úvery PFI nefinančným korporáciám vo vybraných krajinách eurozóny

(ročná percentuálna zmena)

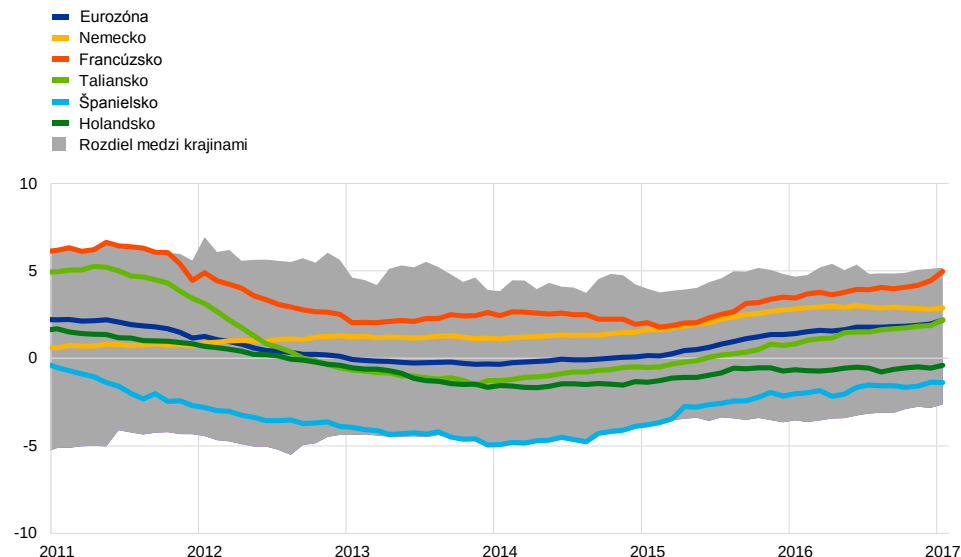


Zdroj: ECB.

Poznámky: Úvery upravené o predaj úverov, sekuritizáciu a účelové vytváranie spoločných peňažných fondov. Rozdiel medzi krajinami je vypočítaný ako minimum a maximum z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú za január 2017.

Graf 24**Úvery PFI domácnostiam vo vybraných krajinách eurozóny**

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: ECB.

Poznámky: Úvery upravené o predaj úverov, sekuritizáciu a účelové vytváranie spoločných peňažných fondov. Rozdiel medzi krajinami je vypočítaný ako minimum a maximum z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú za január 2017.

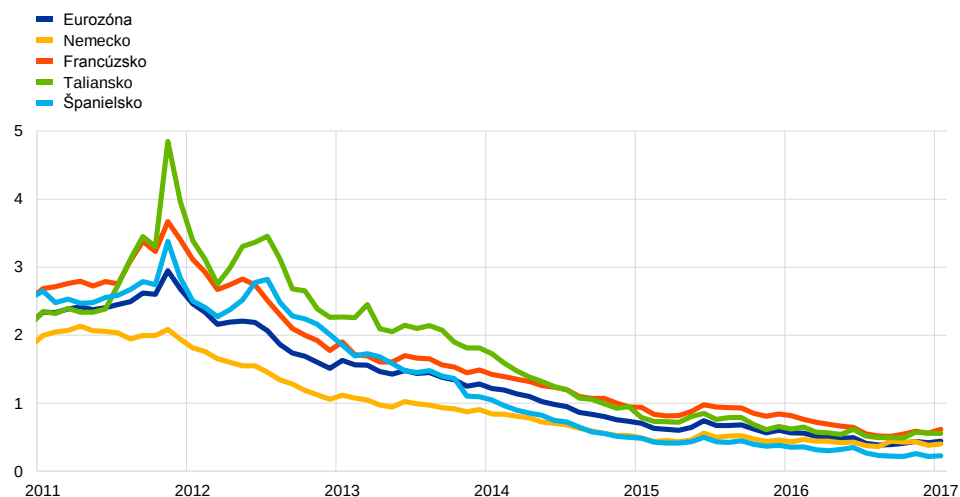
V štvrtom štvrtroku 2016 k rastu úverov naďalej prispieval nárast dopytu po úveroch všetkých kategórií, pričom sa podmienky pre poskytovanie úverov podnikom a domácnostiam na bývanie celkovo nezmenili. Podľa prieskumu úverovej aktivity bánk v eurozóne z januára 2017 konkurenčný tlak naďalej vplýval na uvoľňovanie podmienok poskytovanie úverov podnikom a domácnostiam, pričom ochota bánk tolerovať riziko mala opačný vplyv. Podiel zamietnutých žiadostí poklesol pri všetkých kategóriách úverov. Celkovo nízka úroveň úrokových sadzieb bola naďalej kľúčovým faktorom čistého zvýšenia dopytu po úveroch podnikom a domácnostiam. Okrem toho, k dopytu po úveroch pozitívne prispela potreba financovania fúzií a akvizícií, ako aj stále priaznivé vyhliadky na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie a dôvera spotrebiteľov ([prieskum](#)). Prieskum ďalej v tomto kontexte naznačil, že hlavným motívom účasti na tretej cieľenej dlhodobejšej refinančnej operácii druhej série bola ziskovosť. Podľa bánk, hlavným dôsledkom predchádzajúcich cieľených dlhodobejších refinančných operácií na ponuku dopytov bolo uvoľňovanie podmienok poskytovania úverov, pričom sa tlak na uvoľňovanie úverových štandardov zvýšil.

Podmienky financovania bánk zostali priaznivé. V štvrtom štvrtroku 2016 a v januári 2017 sa mierne zvýšili zložené náklady bánk na dlhové financovanie (graf 25). Toto mierne zvýšenie bolo spôsobené najmä zvýšením výnosov dlhopisov bánk, zatiaľ čo náklady na vklady zostali stabilné. Aj napriek nedávnemu nárastu zostali zložené náklady bánk na dlhové financovanie naďalej na historicky nízkych úrovniach. K tomuto vývoju prispelo akomodačné nastavenie menovej politiky ECB, čisté splácanie dlhodobejších finančných pasív PFI, zlepšovanie bilancí bánk a zmenšujúce sa rozdiely medzi finančnými trhmi.

Graf 25

Zložené náklady bánk na dlhové financovanie

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



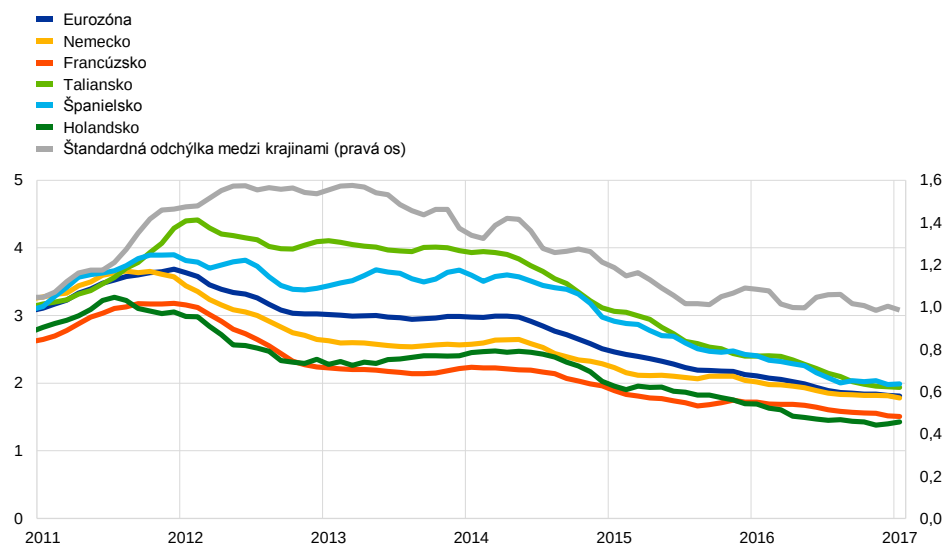
Zdroje: ECB, Merrill Lynch Global Index a výpočty ECB.

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 zodpovedajúcimi nesplatenými objemami. Posledné údaje sú za január 2017.

V štvrtom štvrtroku 2016 a januári 2017 zostali úrokové miery bankových úverov nefinančným korporáciám a domácnostiam na veľmi nízkych úrovniach (graf 26 a graf 27). Zložená úroková miera úverov nefinančným korporáciám v štvrtom štvrtroku 2016 mierne poklesla, a potom sa januári v podstate nemenila, dosahujúc nové historické minimum. V rovnakom období zložená úroková miera úverov domácnostiam na nákup nehnuteľností na bývanie v štvrtom štvrtroku 2016 ďalej mierne poklesla, pričom v decembri dosiahla nové historické minimum a v januári sa opäť mierne zvýšila. Od vyhlásenia opatrení ECB na uľahčenie prístupu k úverom v júni 2014 poklesli zložené úrokové miery úverov nefinančným korporáciám a domácnostiam omnoho viac ako referenčné miery peňažného trhu, čo signalizuje zlepšenie prenosu opatrení menovej politiky do sadzieb bankových úverov. Pokles zložených nákladov na financovanie bánk prispel k poklesu zložených úrokových mier úverov. Od mája 2014 do januára 2017 poklesli zložené úrokové miery úverov tak nefinančným korporáciám, ako aj domácnostiam o približne 110 bázických bodov. Tento pokles úrokových sadzieb bankových úverov nefinančným korporáciám bol obzvlášť výrazný v rizikových krajinách, čo prispelo k zmierneniu predchádzajúcich asymetrií transmisného mechanizmu menovej politiky v jednotlivých krajinách. Počas rovnakého obdobia sa v eurozóne výrazne zúžil spread medzi úrokovými sadzbami veľmi malých úverov (do 0,25 mil. €) a veľkých úverov (nad 1 mil. €), pričom sa pohyboval v okolí nízkych úrovní, ktoré sa dosiahli v štvrtom štvrtroku 2016 a v januári 2017. To znamená, že z poklesu úrokových sadzieb úverov majú vo všeobecnosti väčší prospech malé a stredné podniky ako veľké korporácie.

Graf 26**Zložené úrokové sadzby úverov pre nefinančné korporácie**

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

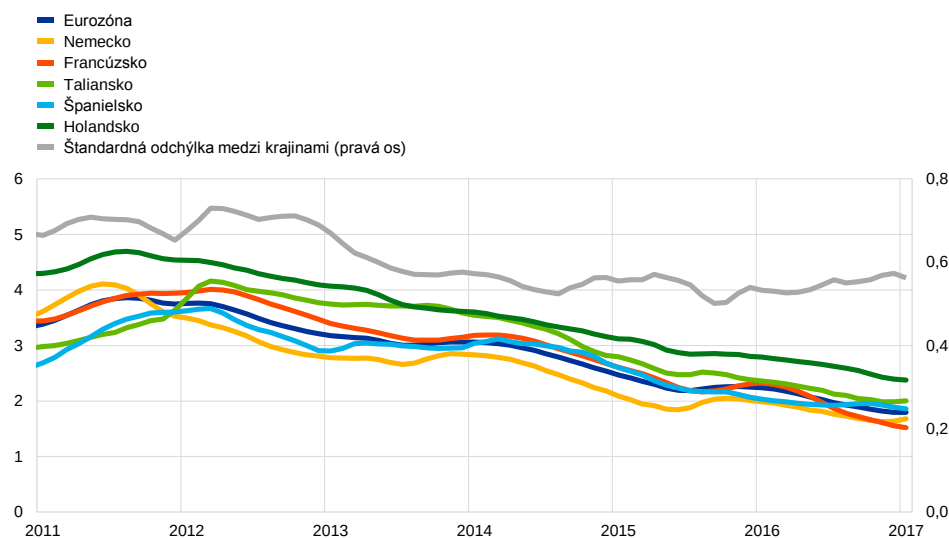


Zdroj: ECB.

Poznámky: Ukazovateľ celkových nákladov na bankové úvery sa počíta agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb použitím 24 mesačných kľzavých priemerov objemov nových obchodov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú za január 2017.

Graf 27**Zložené úrokové miery úverov na bývanie**

(v % 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 objemov nových obchodov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú za január 2017.

Odhaduje sa, že celkový ročný tok financovania nefinančných korporácií eurozóny z vonkajších zdrojov sa v štvrtom štvrťroku 2016 zvýšil, po dočasnom spomalení v predchádzajúcom štvrťroku. Financovanie nefinančných korporácií z vonkajších zdrojov je teraz na úrovniach, ktoré sa

zaznamenali začiatkom roka 2005 (tesne pred obdobím, keď sa začal nadmerný rast úverov). K oživeniu, ktoré sa pozoruje pri financovaní nefinančných korporácií z vonkajších zdrojov od začiatku roka 2014, prispelo zlepšovanie ekonomickej aktivity, ďalší pokles nákladov na poskytovanie bankových úverov, uvoľňovanie podmienok poskytovania bankových úverov, veľmi nízke náklady na financovanie dlhu prostredníctvom trhu a veľký počet fúzií a akvizícií. Objem hotovosti v držbe nefinančných korporácií zároveň znížil potrebu financovať sa z vonkajších zdrojov.

Čisté vydávanie dlhových cenných papierov nefinančnými korporáciami sa začiatkom roka 2017 opäť zvýšilo, po miernom poklese koncom roka 2016.

Najnovšie údaje ECB naznačujú, že aktivita v oblasti vydávania cenných papierov v decembri poklesla najmä v dôsledku sezónnych faktorov. Predbežné údaje ukazujú, že aktivita v oblasti vydávania cenných papierov sa v januári a februári opäť zvýšila. K tomuto vývoju naďalej okrem iných faktorov prispievali aj nákupy podnikových dlhopisov Európskou centrálnou bankou. Čisté vydávanie kótovaných akcií nefinančnými korporáciami sa v štvrtom štvrtroku 2016 znížilo v dôsledku výrazného skupovania vlastných akcií, ktoré v novembri i decembri dosiahlo sumu okolo 7,5 mld. €.

Náklady na financovanie nefinančných korporácií zostávajú veľmi priaznivé.

Celkové nominálne náklady na financovanie nefinančných korporácií eurozóny z vonkajších zdrojov sa v januári a februári v priemere mierne zvýšili, po dosiahnutí historických miním v júli 2016. Tento nárast celkových nákladov na financovanie sa vysvetľuje miernym zvýšením nákladov na financovanie prostredníctvom akcií, ktoré je možné zdôvodniť miernym zvýšením bezrizikovej sadzby, zatiaľ čo rizikové prémie akcií zostali v podstate nezmenené.

Rozpočtový deficit verejných financií a pomery dlhu v eurozóne by sa podľa prognózy mali v rokoch 2017 až 2019 naďalej znižovať. Fiškálna pozícia eurozóny, ktorá bola v roku 2016 mierne expanzívna, by sa v rokoch 2017 až 2019 mala vrátiť do prevažne neutrálneho pásma. Nadväznú kroky krajín eurozóny na preskúmanie ich návrhov rozpočtových plánov na rok 2017 Európskou komisiou však boli neuspokojivé, keďže ani jedna z krajín, v ktorých hrozilo riziko neplnenia požiadaviek Paktu stability a rastu (SGP), nezrealizovala žiadne významné opatrenia.

Rozpočtový deficit verejných financií eurozóny by sa mal v horizonte prognózy znižovať. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2017⁴ by sa mal rozpočtový deficit znížiť z 1,6 % HDP v roku 2016 na 0,9 % HDP v roku 2019 (tabuľka). Na predpokladané znižovanie deficitu bude mať vplyv ďalší pokles úrokových platieb a vyšší primárny fiškálny prebytok, odrážajúci priaznivé cyklické podmienky. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z decembra 2016 je fiškálny výhľad priaznivejší. Neočakávané príjmy v niekoľkých krajinách mali v roku 2016 za následok lepší výsledok, než sa očakávalo. Priaznivo to ovplyvní aj výsledok v roku 2017, ktorý spolu s nižšími primárnymi výdavkami vysvetľuje priaznivejší rozpočtový výhľad na roky 2017 až 2019.

Tabuľka

Fiškálny vývoj v eurozóne

(v % HDP)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
a. Príjmy spolu	46,8	46,5	46,3	46,0	45,9	45,8
b. Výdavky spolu	49,4	48,5	47,9	47,4	47,1	46,7
z toho:						
c. Úrokové náklady	2,7	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8
d. Primárne výdavky (b – c)	46,7	46,1	45,8	45,4	45,2	45,0
Saldo rozpočtu (a – b)	-2,6	-2,1	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9
Primárne saldo rozpočtu (a – d)	0,1	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8
Cyklicky upravené saldo rozpočtu	-1,9	-1,7	-1,6	-1,5	-1,4	-1,1
Štrukturálne primárne saldo	1,0	0,8	0,5	0,4	0,5	0,6
Hrubý dlh	92,0	90,4	89,3	88,0	86,4	84,5
Informatívna položka: reálny HDP (percentuálna zmena)	1,2	1,9	1,7	1,8	1,7	1,6

Zdroj: Eurostat, ECB a makroekonomické projekcie odborníkov ECB z marca 2017.

Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy za eurozónu. Z dôvodu zaokrúhľovania súčty nemusia súhlasiť. Keďže v projekciách sa zvyčajne zohľadňujú najnovšie údaje, oproti najnovším overeným údajom Eurostatu môžu existovať rozdiely.

⁴ Viac informácií v [Makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu – marec 2017](#).

Fiškálna pozícia bola v roku 2016 mierne expanzívna a predpokladá sa, že v rokoch 2017 až 2019 sa vráti do prevažne neutrálneho pásma.⁵ Medzi hlavné stimulačné opatrenia v roku 2016 patrilo zníženie priamych daní v mnohých krajinách. V období rokov 2017 až 2019 budú zvyšujúce opatrenia na strane príjmov pravdepodobne vykompenzované menej dynamicky rastúcimi zložkami vládnych výdavkov. Najmä kompenzácie zamestnancov a medzispotreba by mali podľa projekcií rásť pod úrovňou rastu nominálneho trendového HDP, pričom ostatné položky, ako napríklad verejné investície, by naopak mali rásť nad úrovňou potenciálu. Zmeny oproti projekciám z decembra 2016 sú len obmedzené. Vzhľadom na potrebu nájsť rovnováhu medzi hospodárskou stabilizáciou a fiškálnou udržateľnosťou v mnohých krajinách eurozóny možno neutrálnu fiškálnu pozíciu považovať za prijateľnú.

Vysoká miera celkového dlhu verejných financií eurozóny by sa mala naďalej postupne znižovať. Pomer dlhu k HDP eurozóny, ktorý v roku 2014 dosiahol svoju najvyššiu úroveň, by mal podľa očakávaní postupne klesať z úrovne 89,3 % v roku 2016 na 84,5 % do konca roka 2019. Zníženie dlhu v značnej miere vyplýva z priaznivého diferenciálu úrokových sadzieb a rastu, ktorý odráža lepšie cyklické podmienky a nízke úrokové sadzby. Očakáva sa, že na predpokladaný vývoj dlhu budú mať priaznivý vplyv tiež malé primárne prebytky. V porovnaní s projekciami z decembra 2016 bol pomer dlhu k HDP eurozóny na celý horizont prognózy upravený smerom nadol. Prispeli k tomu lepší rozpočtový výhľad a väčší príspevok diferenciálu úrokových sadzieb a rastu k zníženiu dlhu. Pomer dlhu viac ako polovice krajín eurozóny však v horizonte prognózy zrejme prekročí referenčnú hodnotu 60 % HDP a v prípade niekoľkých krajín sa očakáva, že sa ich pomer dlhu v danom horizonte prognózy v skutočnosti zvýši.

Ďalšie konsolidačné úsilie je nevyhnutné predovšetkým v krajinách s vysokým pomerom dlhu. V týchto krajinách je nutné pevne nastaviť politiku tak, aby sa pomer verejného dlhu začal stabilne znižovať, keďže tieto štáty sú v prípade vzniku novej nestability na finančných trhoch alebo nárastu úrokových sadzieb obzvlášť zraniteľné. Dôsledné dodržiavanie Paktu stability a rastu by zaisťovalo nápravu rozpočtových nerovnováh a dosiahnutie trajektórie udržateľného dlhu. Naproti tomu krajiny eurozóny s voľným fiškálnym priestorom môžu využiť dostupný manévrovací priestor napríklad na zvýšenie verejných investícií. Úsilie o prorastovejšiu skladbu štátneho rozpočtu by prospelo všetkým krajinám. Konceptcia fiškálneho priestoru sa rozoberá v boxe 6.

Nadväzné kroky krajín eurozóny na preskúmanie ich návrhov rozpočtových plánov na rok 2017 boli neuspokojivé.⁶ Dňa 16. novembra Európska komisia na základe svojej prognózy z jesene 2016 skonštatovala, že návrhom rozpočtových plánov ôsmich z 18 členských štátov, ktoré boli predmetom preskúmania, hrozí riziko

⁵ Fiškálna pozícia odráža okrem automatickej reakcie verejných financií na hospodársky cyklus aj nasmerovanie a rozsah stimulu z fiškálnej politiky do hospodárstva. Meria sa ako zmena štruktúrneho primárneho salda, t. j. cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od dočasných opatrení, ako je štátna pomoc finančnému sektoru. Konceptcia fiškálnej pozície eurozóny sa podrobne rozoberá v článku s názvom The euro area fiscal stance, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

⁶ Box s názvom Prehľad návrhov rozpočtových plánov na rok 2017 a celková rozpočtová situácia eurozóny, *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, 2016.

nesplnenia požiadaviek Paktu stability a rastu. Týmto krajinami sú Belgicko, Taliansko, Cyprus, Litva, Slovinsko a Fínsko v rámci preventívnej časti paktu a Španielsko a Portugalsko v rámci nápravnej časti.⁷ V polovici januára 2017 Komisia preskúmala svoje hodnotenie pre Španielsko a zohľadnila skutočnosť, že španielska vláda návrh rozpočtového plánu v decembri aktualizovala a tento návrh bol v plnom súlade s Paktom stability a rastu. Na následných stretnutiach Euroskupiny sa vlády krajín, ktorým hrozilo riziko nesúladu s paktom, zaviazali prijať opatrenia potrebné na zabezpečenie dodržiavania fiškálnych pravidiel EÚ. Podľa prognózy Komisie zo zimy 2017 však ani jedna z týchto krajín nezrealizovala žiadne významné opatrenia na riešenie zistených konsolidačných nedostatkov.

Dňa 22. februára 2017 Komisia uverejnila správu o súlade Talianska s dlhovým kritériom, v ktorej skonštatovala, že toto kritérium v súčasnosti nie je splnené.⁸

V súlade s predchádzajúcou praxou by sa súlad s preventívnou časťou Paktu stability a rastu mohol považovať za poľahčujúcu okolnosť pri posudzovaní dodržiavania referenčnej hodnoty pre zníženie dlhu. Podľa hodnotenia Komisie v rámci jej prognózy zo zimy 2017 hrozí verejným financiám Talianska riziko významnej odchýlky od požiadaviek preventívnej časti Paktu stability a rastu. Komisia vo svojej správe uviedla, že pre Taliansko bude mať zásadný význam dodatočné fiškálne úsilie na úrovni 0,2 % HDP v roku 2017, aby mohlo pokračovať v adaptačnom postupe na dosiahnutie strednodobého cieľa v roku 2017. Ak však vezmeme do úvahy všetky relevantné ustanovenia paktu o flexibilitě, táto úprava bude postačovať len na zabezpečenie všeobecného súladu s požiadavkami preventívnej časti v roku 2017. Komisia okrem toho predpokladá, že verejné investície v Taliansku v roku 2016 mierne poklesli, pričom miera investícií by mala byť aspoň zachovaná, aby si krajina mohla uplatňovať nárok na doložku o investíciách. Komisia prijme konečné rozhodnutie o tom, či v prípade Talianska odporučí začatie postupu pri nadmernom deficite na jar na základe konečných údajov z roku 2016 a prognózy Komisie z jari 2017, ako aj na uskutočnenie fiškálnych záväzkov prijatých talianskymi orgánmi vo februári 2017.

Je dôležité, aby sa nástroje posilneného rámca riadenia účinne uplatňovali časovo konzistentným spôsobom a vo všetkých krajinách. Je nevyhnutné, aby sa tieto nástroje použili s cieľom zabezpečiť udržateľné fiškálne pozície v krajinách eurozóny. Existuje najmä riziko, že dlhové pravidlo bude odsunuté na vedľajšiu koľaj, ak je de facto podriadené preventívnej časti paktu, v rámci ktorej sa môže prikladať nedostatočná váha obavám o udržateľnosť dlhu. Úplná a dôsledná implementácia Paktu stability a rastu je napokon kľúčová pre upevnenie dôvery v európsky fiškálny rámec.

⁷ Rozpočtové plány Litvy a Fínska budú v plnom súlade s Paktom stability a rastu v prípade, že sa vyhovie žiadosti o zníženie požadovaného tempa štrukturálnej úpravy k strednodobému cieľu, ktorú tieto krajiny predložili v rámci doložiek k štrukturálnym reformám a investíciám. Komisia na jar opätovne posúdi, či Litva a Fínsko na základe ich programov stability majú nárok uplatňovať si tieto doložky.

⁸ https://ec.europa.eu/info/publications/italy-report-prepared-accordance-article-126-3-treaty_en.

Komisia okrem toho 22. februára 2017 uverejnila svoje hodnotenie transpozície fiškálnej dohody do vnútroštátnych právnych predpisov.⁹ Zmluva

o stabilite, koordinácii a správe v hospodárskej a menovej únii (TSCG) obsahuje ako najdôležitejšie ustanovenie požiadavku zavedenia pravidla o vyrovnanom rozpočte do vnútroštátnych právnych predpisov – tzv. fiškálnu dohodu.¹⁰ Zmluva TSCG nadobudla platnosť 1. januára 2013 s lehotou jedného roka na transpozíciu do vnútroštátnej legislatívy (t. j. do 1. januára 2014). V súlade s článkom 8 ods. 1 zmluvy TSCG by Komisia mala v náležitom čase predložiť správu o transpozícii fiškálnej dohody do vnútroštátnych právnych predpisov. Hodnotenie Komisie, ktoré bolo uverejnené 22. februára 2017, berie do úvahy iba transpozíciu fiškálnej dohody do právnych predpisov a nie jej praktické uplatňovanie. Komisia skonštatovala, že „v dôsledku požiadaviek rozpočtovej dohody všetky zmluvné strany podstatne prispôbili svoje vnútroštátne fiškálne rámce“, bez ohľadu na národné rozdiely. Predovšetkým, v prípade všetkých krajín sa zistilo, že zaviedli záväzné pravidlo o vyrovnanom rozpočte spolu s mechanizmom nápravy, ktorý sa automaticky spustí v prípade významnej odchýlky od strednodobého cieľa alebo od adaptačného postupu na jeho dosiahnutie. Komisia okrem toho potvrdila, že dodržiavanie tohto pravidla monitoruje nezávislá národná fiškálna inštitúcia. V prípade významného počtu krajín je však hodnotenie Komisie o dodržiavaní pravidla podmienené formálnymi záväzkami zo strany vnútroštátnych orgánov implementovať zvyšnú časť fiškálnej dohody. Tieto výhrady sa týkajú najmä podstaty pravidla o vyváženom rozpočte, uplatňovania zásady „dodržiavaj alebo vysvetli“, ak vlády nedodržiavajú odporúčania nezávislých monitorovacích inštitúcií a postupov, ktorými sa riadi aktivácia mechanizmu nápravy. Keďže toto sú hlavné prvky fiškálnej dohody, ešte sa uvidí, či spôsob, akým sa fiškálna dohoda zaviedla, bude uspokojivý a postačujúci na to, aby boli národné fiškálne rámce účinné.

⁹ Zmluvu o stabilite, koordinácii a správe v hospodárskej a menovej únii (TSCG), ktorá je medzivládnu zmluvou, podpísalo 25 krajín, z toho 22 krajín (t. j. 19 krajín eurozóny spolu s Bulharskom, Dánskom a Rumunskom) sú formálne viazané fiškálnou dohodou.

¹⁰ Pozri aj článok s názvom A fiscal compact for a stronger economic and monetary union, *Monthly Bulletin*, ECB, máj 2012 a box s názvom Hlavné prvky fiškálnej dohody, *Mesačný bulletin*, ECB, marec 2012.

Boxy

1 Porovnanie vývoja na finančných trhoch ekonomík rozvíjajúcich sa trhov po amerických prezidentských voľbách v roku 2016 a po úvahách o utlmení programu kvantitatívneho uvoľňovania v roku 2013

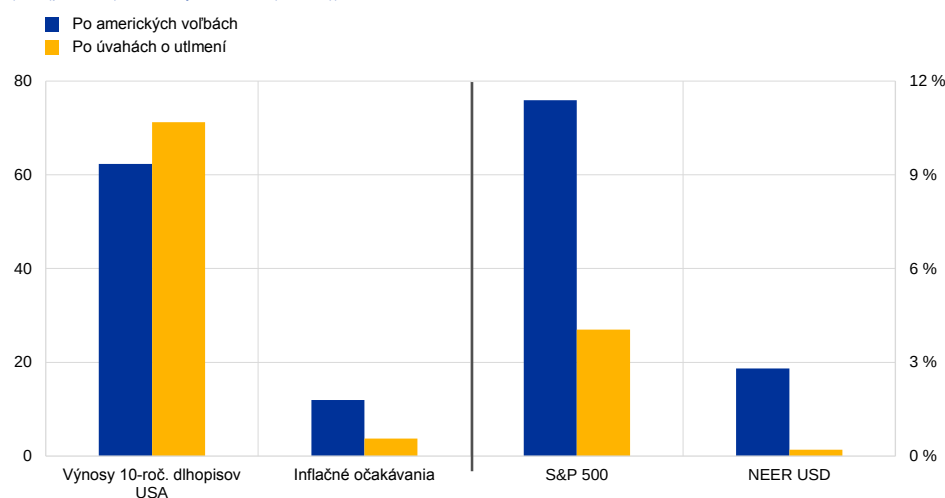
V tomto boxe sa porovnáva reakcia finančných trhov v Spojených štátoch a v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov na voľby amerického prezidenta v roku 2016 s vývojom počas obdobia úvah o utlmení programu kvantitatívneho uvoľňovania v roku 2013. Zároveň sa zdôrazňujú riziká výhľadu ekonomík rozvíjajúcich sa trhov, ktoré súvisia s politikou Spojených štátov.

V oboch obdobiach sa očakávajú rýchlejšie normalizácie menovej politiky Spojených štátov spájajú s výraznými pohybmi na amerických finančných trhoch (graf A). Oznámenie predsedu Rady guvernérov Federálneho rezervného systému Bernankeho v máji 2013, že FED začne utlmať nákupy aktív v rámci programu kvantitatívneho uvoľňovania QE3, viedlo k značnému rastu výnosov z amerických dlhopisov. Po voľbách amerického prezidenta v roku 2016 bolo zvýšenie výnosov z týchto dlhopisov porovnateľné. Na rozdiel od situácie v roku 2013 však došlo k zlepšeniu na amerických akciových trhoch, inflačné očakávania založené na trhových údajoch sa zvýšili a americký dolár sa posilnil. V oboch obdobiach sa výnosová krivka zvýšila vo všetkých splatnostiach.

Graf A

Zmeny hodnoty amerických akcií, výnosov dlhopisov, inflačných očakávaní a výmenného kurzu USD po voľbách v roku 2016 a po úvahách o utlmení

(v % (pravá os); v základných bodoch (ľavá os))



Zdroj: Bloomberg, Federal Reserve Board a výpočty ECB.

Poznámka: „Inflačné očakávania“ sa vzťahujú na „americké inflačné kompenzácie: ekvivalentnú kupónovú forwardovú sadzbu: 5 – 10 ročné splatnosti“; „NEER USD“ je nominálny efektívny výmenný kurz amerického dolára; „po amerických voľbách“ predstavuje zmeny v období medzi 8. novembrom 2016 (zasadnutie Federálneho výboru pre operácie na voľnom trhu (FOMC)) a 3. marcom 2017; „po úvahách o utlmení“ sa vzťahuje na zmeny od 22. mája do 19. septembra 2013.

Dôvody zvýšenia výnosov z amerických dlhopisov sa však v týchto dvoch obdobiach zdajú byť rozdielne.

V terajšom období prepojenie medzi cenami amerických akcií, výnosmi z dlhopisov a výmenným kurzom dolára naznačuje, že vývoj na amerických trhoch aktív je priaznivo ovplyvňovaný pozitívnym dopytovým šokom. Zdá sa, že rastúce ceny akcií a klesajúce ceny dlhopisov odrážajú trhové očakávania týkajúce sa fiškálnych stimulov. V súvislosti s obdobím úvah o utlmení kvantitatívneho uvoľňovania v roku 2013 sa však javí, že k zvýšeniu výnosov z amerických dlhopisov viedol menovopolitický šok, teda posun v očakávaniach trhu, pokiaľ ide o ďalšie nastavenie menovej politiky.

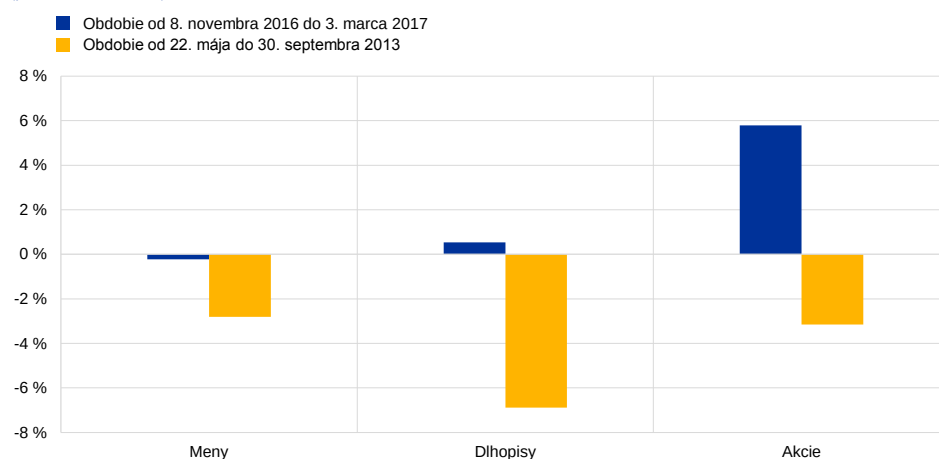
Z tohto dôvodu bola reakcia finančných trhov rozvíjajúcich sa ekonomík v posledných mesiacoch celkovo vlažnejšia ako v období úvah o utlmení kvantitatívneho uvoľňovania.

Niekoľko týždňov po amerických prezidentských voľbách sa meny ekonomík rozvíjajúcich sa trhov oslabili, ceny dlhopisov klesli (teda výnosy stúpili) a ceny akcií sa výrazne znížili. Medzičasom sa však vývoj cien dlhopisov a akcií v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov opäť zlepšil, pričom ceny akcií stúpili dokonca vyššie ako pred voľbami, a výmenný kurz mien týchto ekonomík sa stabilizoval. Naproti tomu v čase úvah o utlmení kvantitatívneho uvoľňovania pokles výmenných kurzov a cien dlhopisov a akcií v týchto krajinách pretrvával výrazne dlhšie obdobie (graf B). Hromadný odpredaj aktív v máji 2013 predstavoval začiatok dlhodobého klesajúceho trendu v cenách aktív v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov, ktorý pretrval až do začiatku roka 2016.

Graf B

Zmeny v cenách finančných aktív v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov po amerických voľbách v roku 2016 a po úvahách o utlmení

(percentuálna zmena)



Zdroj: Bloomberg a výpočty ECB.

Poznámka: Meny predstavujú tržovo vážený index mien ekonomík rozvíjajúcich sa trhov spoločnosti JP Morgan (EMCI). Dlhopisy vyjadrujú index cien štátnych dlhopisov denominovaných v USD spoločnosti JP Morgan (EMBI). Akcie sú globálny index ekonomík rozvíjajúcich sa trhov spoločnosti MSCI.

Nedávny pokles na akciových a dlhopisových trhoch ekonomík rozvíjajúcich sa trhov bol nižší ako počas obdobia úvah o utlmení kvantitatívneho uvoľňovania.

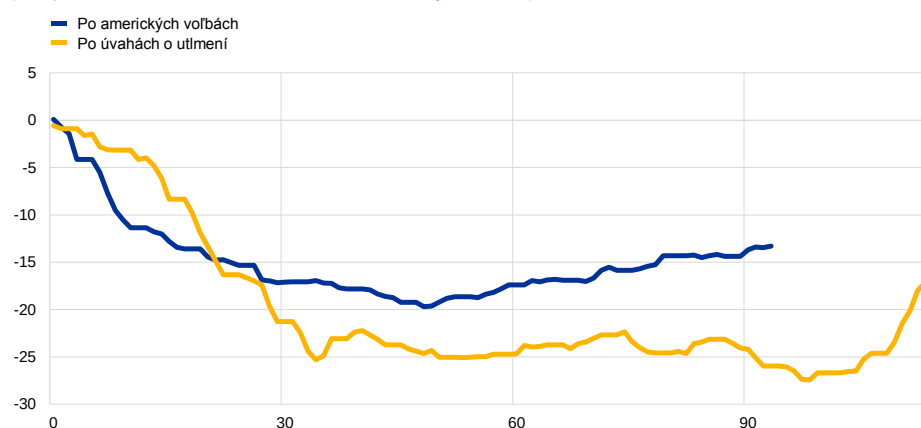
Kumulatívny portfóliový odlev v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov mesiac po amerických voľbách predstavoval 17 mld. USD (podľa údajov Institute of International Finance), len o niečo menej ako mesiac po oznámení úvah o utlmení,

keď dosiahol 21 mld. USD (graf C). Nedávny vývoj bol vo veľkej miere spôsobený odlevom zahraničných investícií z dlhopisových trhov ekonomík rozvíjajúcich sa trhov, ktorý odrážal výrazný nárast výnosov v Spojených štátoch. Začiatkom tohto roka sa však uvedený odlev zastavil, čo prispelo k stabilizácii na trhoch aktív v rozvíjajúcich sa ekonomikách. V oboch obdobiach došlo k rýchlemu vykompenzovaniu zahraničných portfóliových odlevov, takže nedošlo k žiadnemu náhlemu zastaveniu.

Graf C

Odlev zo zahraničných portfólií v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov po amerických voľbách v roku 2016 a po období úvah o utlmení

(os x: počet dní od začiatku obdobia; denné kumulatívne toky v mld. USD)



Zdroj: Institute of International Finance a výpočty ECB.

Poznámka: Ukazovateľ „po amerických voľbách“ predstavuje kumulatívne zmeny od 8. novembra 2016 do 9. februára 2017; „po úvahách o utlmení“ sa vzťahuje na kumulatívne zmeny od 23. mája do 13. septembra 2013. Agregované toky zahŕňajú osem ekonomík rozvíjajúcich sa trhov, ktoré denne publikujú údaje o portfóliových pasívach: Indonézia, India, Kórea, Thajsko, Južná Afrika, Brazília, Filipíny a Turecko.

Napriek celkovo neškodnému vývoju na finančných trhoch však pretrváva riziko poklesu hospodárskej aktivity ekonomík rozvíjajúcich sa trhov, ktoré súvisí najmä s potenciálnym nárastom protekcionizmu vo vzťahu ku kľúčovým rozvíjajúcim sa ekonomikám, čo by mohlo nepriaznivo ovplyvniť celosvetový obchod. Ak by došlo k uplatneniu protekcionárskych opatrení, mohlo by to výrazne oslabiť potenciálne prínosy vyplývajúce z vyššej hospodárskej aktivity Spojených štátov a celkovo by to brzdilo hospodársky rast ekonomík rozvíjajúcich sa trhov. Napríklad možnosť narastajúceho protekcionizmu už prispela k zvýšenej neistote v súvislosti s budúcim výhľadom obchodu Mexika so Spojenými štátmi, čo nepriaznivo vplyva na budúci rast krajiny. Vývoz ekonomík rozvíjajúcich sa trhov sa okrem toho typicky spája s veľkou dovoznou náročnosťou. Tieto úzke dodávateľské väzby teda naznačujú, že akékoľvek zväčšenie obchodných bariér by mohlo mať silnú odozvu a mohlo by viesť ku globálnemu vzájomnému spätnému vplyvu.

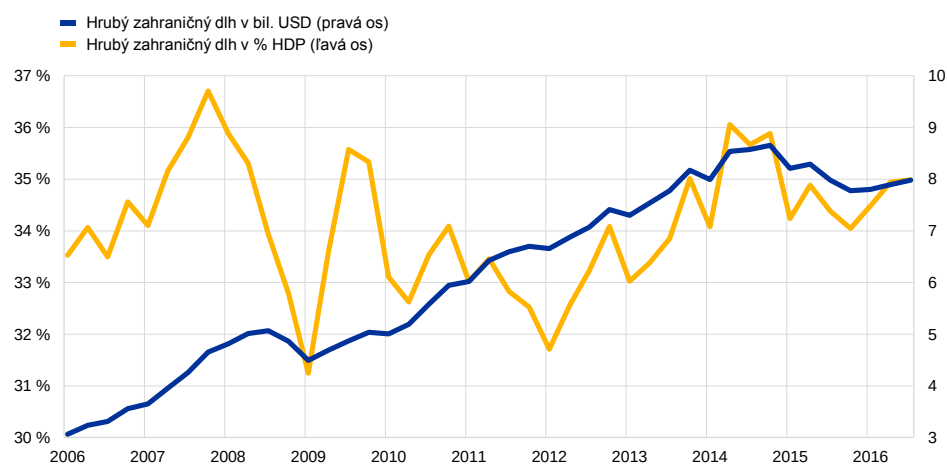
Okrem toho, rast zahraničného dlhu ekonomík rozvíjajúcich sa trhov v spojení s preferovaním domácich firiem a bánk pri financovaní v USD môže dostať niektoré z týchto ekonomík do citlivej situácie. Zahraničný dlh mnohých ekonomík rozvíjajúcich sa trhov sa po globálnej finančnej kríze zvýšil a ďalej narastal aj po úvahách o utlmení kvantitatívneho uvoľňovania. Bolo to spôsobené najmä značne uvoľnenými podmienkami globálneho financovania (graf D). S posilňovaním

amerického dolára a globálnym rastom úrokových sadzieb sa dlhová služba stáva čoraz väčšou záťažou. Navyše v krajinách s rastúcimi inflačnými tlakmi v dôsledku veľkého oslabenia ich mien môže vznikať aj potreba ďalšieho sprísňovania menovej politiky centrálnych bánk, čo ešte viac zaťažuje dlhovú službu v súvislosti s úvermi v domácej mene. Takže vyššia miera dlhovej služby by mohla brzdiť hospodársku aktivitu, čo by mohlo mať nepriaznivý dosah na spotrebu a investície v dotknutých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov.

Graf D

Hrubý zahraničný dlh ekonomík rozvíjajúcich sa trhov

(v % HDP; v bil. USD)



Zdroj: Svetová banka a národné údaje o HDP.

Poznámka: Tento rad zahŕňa agregované údaje 14 krajín (Argentíny, Brazílie, Číny, Indie, Indonézie, Mexika, Ruska, Južnej Afriky, Kórey, Turecka, Hongkongu, Malajzie, Singapuru a Thajska).

V tomto boxe sa analyzuje najnovší vývoj v oblasti tokov portfóliových investícií na finančnom účte eurozóny.

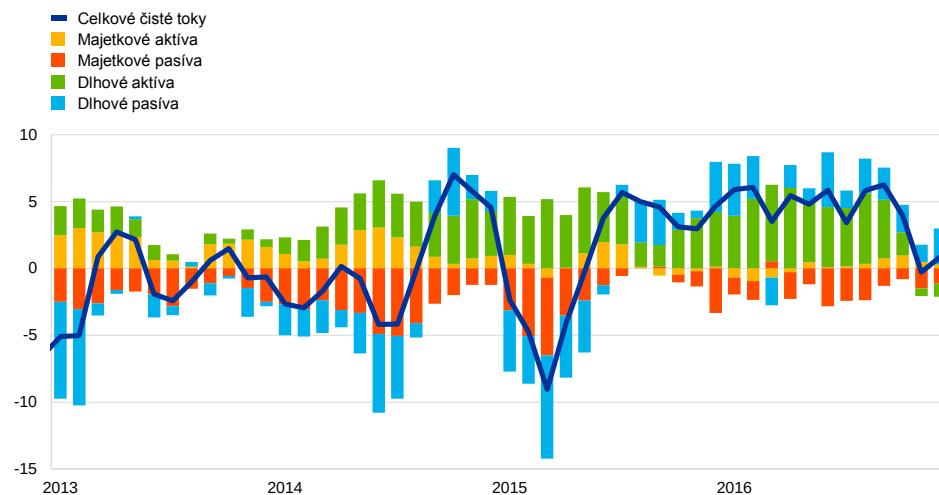
Prebytok bežného účtu eurozóny za rok 2016 sa vo finančnom účte platobnej bilancie prejavil najmä v podobe čistého odlevu portfóliových, a v menšej miere aj priamych investícií.

V dôsledku presunov k dlhovým cenným papierom mimo eurozóny zo strany investorov eurozóny aj mimo nej bol v eurozóne v roku 2016 zaznamenaný čistý odlev portfóliových investícií (graf A). V prípade rezidentov eurozóny išlo o pokračovanie rozsiahleho posunu smerom k dlhovým cenným papierom emitentov mimo eurozóny, zaznamenávaného od druhej polovice roka 2014. Ročný objem čistých nákupov dlhových cenných papierov emitentov mimo eurozóny investormi eurozóny v roku 2016 dosahoval 364 mld. €, čo je iba mierne pod rekordnou úrovňou 382 mld. € z roku 2015. Údaje za celý rok však zakrývajú skutočnosť, že v poslednom štvrtroku 2016 sa investori eurozóny po prvýkrát od druhého štvrtroka 2012 stali čistými predajcami dlhových cenných papierov mimo eurozóny. Čisté predaje dlhových cenných papierov emitentov mimo eurozóny predstavovali v danom štvrtroku 26 mld. €. Čisté investície rezidentov eurozóny do majetkových cenných papierov mimo eurozóny boli aj v roku 2016 nevýrazné a dosiahli 12 mld. €.

Graf A

Štruktúra tokov portfóliových investícií v eurozóne

(v % HDP, trojmesačný kĺzavý priemer)



Zdroj: ECB a Eurostat.

Poznámka: V prípade aktív kladné (záporné) číslo predstavuje čisté nákupy (predaje) cenných papierov emitentov mimo eurozóny investormi eurozóny. V prípade pasív kladné (záporné) číslo predstavuje čisté predaje (nákupy) cenných papierov eurozóny investormi mimo eurozóny. Pri čistých tokoch predstavuje kladné (záporné) číslo čistý odlev (prílev) z (do) eurozóny. Majetkové účasti zahŕňajú podiely v investičných fondoch. Posledné údaje sú z decembra 2016.

V roku 2016 boli investori mimo eurozóny po prvýkrát od zavedenia eura čistými predajcami dlhových cenných papierov eurozóny.

Čisté predaje dlhových cenných papierov eurozóny zo strany týchto investorov dosiahli v roku 2016 úroveň 192 mld. €, v porovnaní s čistými nákupmi v roku 2015 v objeme 30 mld. €. Pod tento výsledok sa podpísali predovšetkým čisté predaje štátnych dlhových cenných papierov (v celkovom objeme 116 mld. € a najmä v súvislosti

s predajmi v rámci programu nákupu aktív verejného sektora) a čisté predaje dlhových cenných papierov vydaných PFI eurozóny (v celkovom objeme 63 mld. €). Na druhej strane investori mimo eurozóny zostali čistými nákupcami majetkových cenných papierov eurozóny, ich čisté nákupy sa však znížili z 268 mld. € v roku 2015 na 126 mld. € v roku 2016.

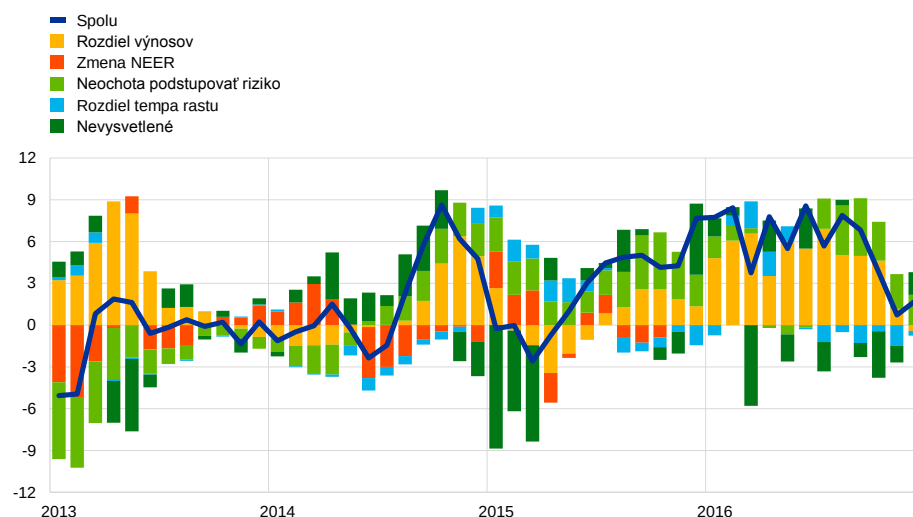
Významným faktorom čistého odlevu z dlhového portfólia v roku 2016 boli pretrvávajúce záporné diferenciály úrokových mier voči ostatným rozvinutým ekonomikám (graf B). Empirický odhad časovo premenlivých príspevkov vybraných hospodárskych a finančných premenných k vývoju čistých tokov z dlhového portfólia eurozóny naznačuje, že diferenciály úrokových mier zohrávali v roku 2016 významnú úlohu.¹¹ Priemerný rozdiel medzi výnosmi štátnych dlhopisov vážených HDP eurozóny a Spojených štátov predstavoval v roku 2016 približne -1,0 percentuálneho bodu v prípade desaťročných dlhopisov a -1,4 percentuálneho bodu v prípade päťročných dlhopisov. Tento odhad okrem toho naznačuje, že k čistému odlevu portfóliového dlhu v druhej polovici roka 2016 do určitej miery prispela aj neochota investorov podstupovať riziko, čo môže súvisieť s dočasným nárastom ukazovateľov finančného napätia po referende o vystúpení Spojeného kráľovstva z EÚ v júni 2016.

¹¹ Tieto odhady časovo premenlivých faktorov čistých portfóliových tokov v eurozóne sú založené na redukovanej forme modelu s časovo premenlivými regresnými koeficientmi, ktorý zachytáva nielen zmeny trhového sentimentu, ale tiež zmeny podmienených korelácií medzi fundamentálnymi ukazovateľmi a finančnými tokmi. Fundamentálne ukazovatele zahŕňajú i) kompozitný ukazovateľ systémového napätia ECB (composite indicator of systemic stress – CISS) vyjadrujúci stupeň neochoty investorov podstupovať riziko, ii) nominálny efektívny výmenný kurz (nominal effective exchange rate – NEER) eura voči menám 38 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny, iii) rozdiel medzi tempom rastu priemyselnej produkcie v eurozóne a vo vyspelých ekonomikách mimo nej, a iv) rozdiel medzi výnosmi štátnych dlhopisov eurozóny a štátnych dlhopisov rozvinutých ekonomik mimo eurozóny. Model sa odhaduje s mesačnou periodicitou na základe Kalmanovej filtrácie s maximálnou pravdepodobnosťou. Bližšie informácie nájdete v boxe 4 v článku Euro area cross-border financial flows, *Monthly Bulletin*, ECB, február 2012.

Graf B

Modelové odhady faktorov čistého odlevu z dlhového portfólia

(v % HDP, trojmesačný kľúčový priemer, príspevky premenných)



Zdroj: ECB a Eurostat.

Poznámka: Kladné (záporné) číslo predstavuje čistý odlev (prílev) z (do) eurozóny. Podrobnosti o premenných sú uvedené v poznámke pod čiarou č. 1 v tomto boxe. Posledné údaje sú z decembra 2016.

Podľa údajov dostupných za prvé tri štvrtroky 2016 pozostávali čisté nákupy dlhových cenných papierov emitentov mimo eurozóny zo strany rezidentov eurozóny takmer výlučne z dlhodobých dlhových nástrojov a zahŕňali najmä transakcie „ostatných finančných spoločností“. Táto skupina spoločností, ktorá zahŕňa investičné a penzijné fondy a poisťovne, sa postarala o približne 74 % čistých nákupov dlhových nástrojov vydaných mimo eurozóny, ktoré sa uskutočnili v eurozóne v danom období. „Ostatné finančné spoločnosti“¹² a PFI okrem Eurosystému sa na týchto nákupoch podieľali 14 %, resp. 7 %. Asi 40 % dlhových cenných papierov mimo eurozóny nakúpených rezidentmi eurozóny bolo vydaných vládami krajín nepatriacich do eurozóny. Zvyšný podiel tvorili cenné papiere vydané PFI, ostatnými finančnými spoločnosťami a inými súkromnými subjektmi mimo eurozóny (všetky tri skupiny približne po 20 %).

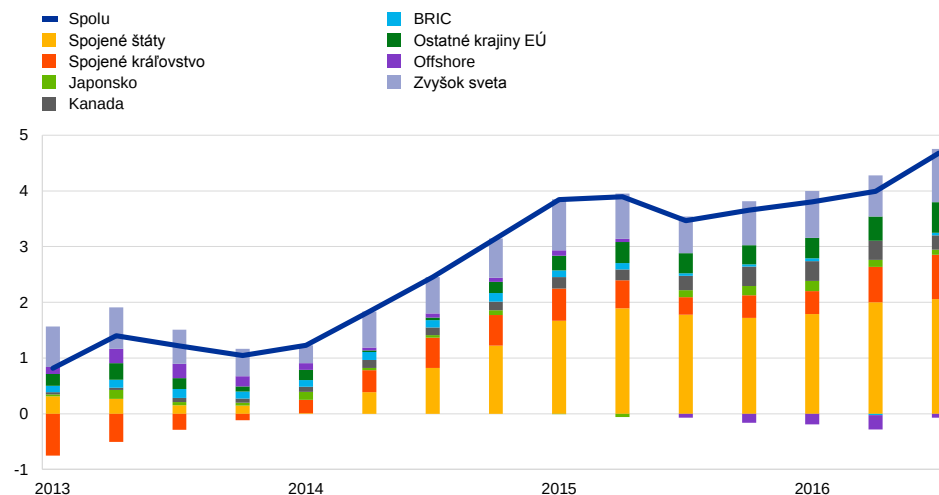
Portfóliové dlhové investície mimo eurozóny zo strany investorov eurozóny smerovali v roku 2016 najmä do iných rozvinutých ekonomík (graf C). Údaje dostupné za prvé tri štvrtroky 2016 ukazujú, že 46 % čistých nákupov dlhových cenných papierov vydaných mimo eurozóny zo strany investorov eurozóny v danom období zahŕňalo cenné papiere vydané Spojenými štátmi, po ktorých nasledovali cenné papiere Spojeného kráľovstva (17 %), iných členských štátov EÚ (13 %) a Kanady (4 %). Agregovaný objem čistých nákupov dlhových cenných papierov vydaných Brazíliou, Čínou, Indiou a Ruskom naďalej predstavoval menej ako 1 % celkových čistých nákupov.

¹² Nefinančné spoločnosti, domácnosti a neziskové inštitúcie slúžiace domácnostiam (non-profit institutions serving households – NPISH).

Graf C

Geografické členenie čistých nákupov portfóliových dlhových cenných papierov investormi eurozóny

(v % HDP eurozóny, kľúčový priemer za štyri štvrťroky)



Zdroj: ECB a Eurostat.

Poznámka: Položka „BRIC“ predstavuje Brazíliu, Rusko, Indiu a Čínu, položka „Ostatné krajiny EÚ“ predstavuje členské štáty EÚ nepatriace do eurozóny okrem Spojeného kráľovstva. Posledné údaje sú z tretieho štvrťroka 2016.

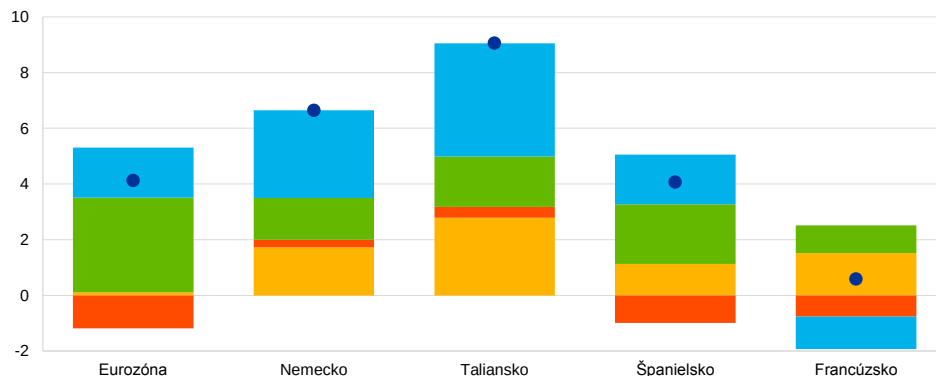
Údaje za jednotlivé krajiny poukazujú na čistý odlev portfóliových investícií v najväčších krajinách eurozóny, pod ktorý sa podpísali najmä čisté predaje domácich dlhových cenných papierov zahraničnými investormi a čisté nákupy zahraničných aktív zo strany domácich investorov (graf D). Najväčšie čisté predaje dlhových cenných papierov zo strany nedomácich investorov boli zaznamenané v Taliansku (4,1 % HDP), Nemecku (3,1 % HDP) a Španielsku (1,8 % HDP). Nedomáci investori boli zároveň čistými nákupcami francúzskych dlhových cenných papierov (čisté nákupy v celkovom objeme 1,2 % HDP). V Španielsku a Francúzsku bol tiež zaznamenaný čistý prílev portfóliových majetkových účastí od zahraničných investorov. Na rozdiel od finančného účtu eurozóny boli v jednotlivých krajinách zaznamenané významné čisté cezhraničné toky portfóliových majetkových účastí. Dôvodom sú vysoké cezhraničné toky v rámci eurozóny do investičných fondov, ktoré väčšinou sídlia vo finančných centrách eurozóny. Väčšinu tokov portfóliových majetkových účastí v jednotlivých krajinách eurozóny v roku 2016 predstavovali cezhraničné toky do investičných fondov, pričom najvýraznejšie toky boli zaznamenané v Taliansku. Investori vo Francúzku, v Nemecku, Taliansku a Španielsku boli v roku 2016 navyše čistými nákupcami nedomácich dlhových cenných papierov. Celkový objem týchto čistých nákupov sa pohyboval v rozpätí 1 % až 2 % HDP.

Graf D

Štruktúra čistých tokov portfóliových investícií v roku 2016

(v % HDP)

- Celkový čistý odlev
- Majetkové aktíva
- Majetkové pasíva
- Dlhové aktíva
- Dlhové pasíva



Zdroj: ECB.

Poznámka: V prípade aktív kladné (záporné) číslo predstavuje čisté nákupy (predaje) zahraničných cenných papierov domácimi investormi. V prípade pasív kladné (záporné) číslo predstavuje čisté predaje (nákupy) domácich cenných papierov zahraničnými investormi. Pri čistých tokoch predstavuje kladné (záporné) číslo čistý odlev (prílev) z (do) príslušnej krajiny/eurozóny. Majetkové účasti zahŕňajú podiely v investičných fondoch.

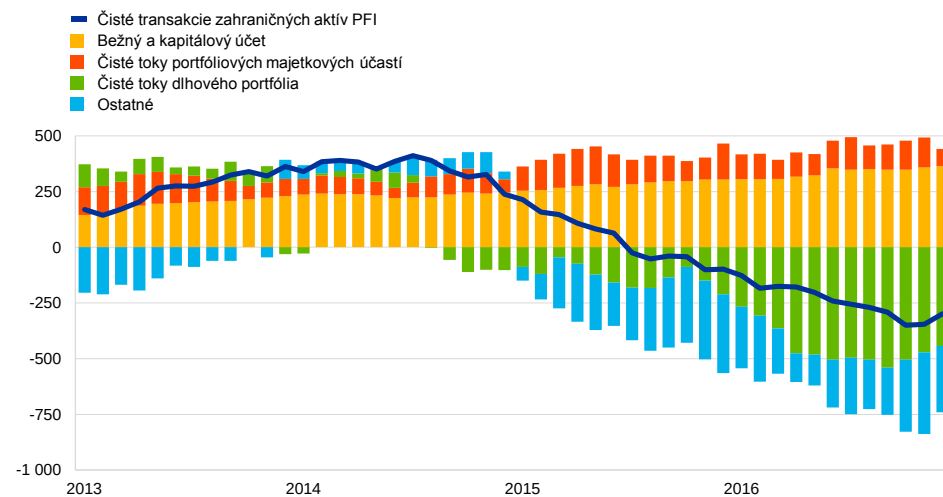
Odklon sektora nepeňažných finančných inštitúcií od dlhových cenných papierov eurozóny mal aj v roku 2016 nepriaznivý vplyv na čistú pozíciu zahraničných aktív PFI eurozóny (graf E).

Ako naznačuje graf A, v eurozóne sa toky portfóliových investícií bez sektora PFI vyvíjali podobne ako v celej ekonomike. Čistá pozícia zahraničných aktív PFI odráža transakcie týkajúce sa obchodných a finančných tokov sektora nepeňažných finančných inštitúcií. Ako vidno z menovej prezentácie platobnej bilancie, čistý odlev z dlhového portfólia v sektore nepeňažných finančných inštitúcií mal prostredníctvom čistej pozície zahraničných aktív PFI v roku 2016 rastúci nepriaznivý vplyv na ročný rast menového agregátu M3. Naopak, čisté zahraničné aktíva PFI aj naďalej podporovali transakcie nepeňažných finančných inštitúcií v súvislosti s prebytkom bežného účtu eurozóny a v menšej miere aj čistý prílev majetkových účastí.

Graf E

Menová prezentácia platobnej bilancie

(v mld. €, 12-mesačný kĺzavý súčet mesačných tokov)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Kladné (záporné) číslo predstavuje čistý prílev (odlev)/nárast (pokles) čistých zahraničných aktív PFI. Všetky transakcie platobnej bilancie sa týkajú sektora nepeňažných finančných inštitúcií. Položka „Ostatné“ zahŕňa čisté toky priamych zahraničných investícií, ostatné investície a finančné deriváty, rozdiely medzi štatistikou platobnej bilancie a menovou štatistikou, ako aj chyby a opomenutia. Posledné údaje sú z decembra 2016.

Vplyv neštandardných opatrení ECB na podmienky financovania: vyhodnotenie najnovších zistení

Od júna 2014 prijala ECB sériu neštandardných opatrení menovej politiky s cieľom dosiahnuť, aby sa miera inflácie v strednodobom horizonte vrátila späť na úroveň tesne pod 2 %. Tieto opatrenia zahŕňajú ciele dlhodobejšie refinančné operácie (TLTRO), znižovanie úrokovej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií do záporných hodnôt a rozšírený program nákupu aktív (APP) zameraný na cenné papiere súkromného a verejného sektora s ratingom investičného stupňa. Tento súbor opatrení bol podporený oznámením budúceho nastavenia kľúčových úrokových sadzieb ECB, keď sa očakáva, že „zostanú na terajšej úrovni alebo na nižších úrovniach po dlhší čas, dlhšie, ako je horizont našich čistých nákupov aktív“ a oznámením, že nákupy aktív budú pokračovať súčasným tempom „do konca decembra 2017, alebo v prípade potreby ešte dlhšiu dobu, v každom prípade dovtedy, kým Rada guvernérov nezistí, že sa vývoj inflácie trvalo zmenil v súlade s inflačným cieľom“. V kontexte oznámenia budúceho nastavenia menovej politiky ECB taktiež opakovanne potvrdila, že je pripravená rozšíriť nákup aktív, pokiaľ ide o ich objem a/alebo trvanie nákupov, ak by sa naplnil menej priaznivý výhľad alebo by došlo k neopodstatnenému sprísneniu podmienok financovania.

V tomto boxe sa hodnotia najnovšie informácie o účinku týchto opatrení na podporu podmienok financovania a sprostredkovania úverov. Prijatie neštandardných menovopolitických opatrení poprednými centrálnymi bankami, ako aj ich účink a mechanizmy, prostredníctvom ktorých pôsobia, boli v uplynulých niekoľkých rokoch predmetom rozsiahleho akademického výskumu.¹³ V tomto boxe sa skúmajú určité základné tézy, ktoré možno vyvodit' z tohto skúmania situácie v eurozóne, týkajúce sa úrokových zmien na finančných trhoch a správania bánk v oblasti poskytovania úverov, ktoré sú esenciálnym prvotným stupňom transmisného procesu menovej politiky.¹⁴ V tomto boxe sa hovorí o empirických zisteniach v oblasti troch transmisných kanálov, konkrétne signalizačného kanála, kanála priameho prenosu a kanála portfóliového preskupovania.

Neštandardné opatrenia prostredníctvom signalizačného kanála potvrdzujú zámer ECB udržiavať krátkodobé úrokové sadzby na nízkej úrovni po dlhšiu dobu a držia inflačné očakávania. Zníženie úrokovej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií na úrovne nižšie ako nula bolo dôležitým nástrojom, ktorý signalizoval, že krátkodobé úrokové sadzby môžu byť nízke alebo dokonca ďalej znížené po dlhšiu dobu, než ako by sa dalo inak očakávať; tým sa ďalej zintenzívnil vplyv programu nákupu aktív Európskou centrálnou bankou na celú výnosovú krivku.

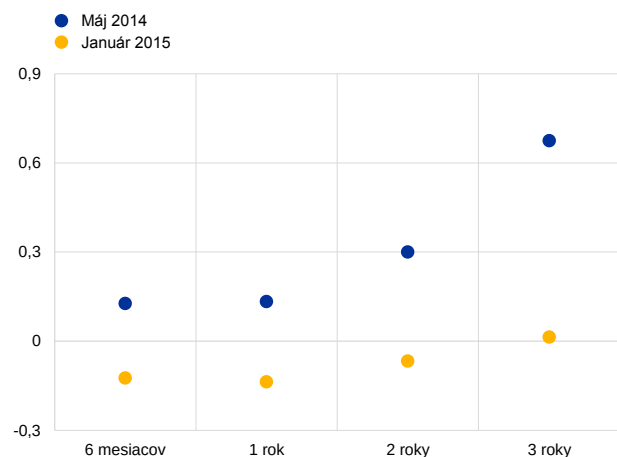
¹³ Za Spojené štáty sú bližšie informácie uvedené napríklad v publikáciách Krishnamurthy, A. and Vissing-Jorgensen, A., The Effects of Quantitative Easing on Long-term Interest Rates, *Brookings Papers on Economic Activity*, autumn 2011, pp. 215-265, and Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J. a Sack, B., The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases, *International Journal of Central Banking*, zväzok 7(1), 2011, pp. 3-43; a za Spojené kráľovstvo napríklad v publikácii Joyce, M.A.S., Lasasosa, A., Stevens, I. and Tong, M., The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom, *International Journal of Central Banking*, zväzok 7(3), 2011, pp. 113-161.

¹⁴ Predchádzajúce podrobnejšie hodnotenie neštandardných opatrení ECB je v článku The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2015.

Graf A

Trojmesačné forwardové sadzby EONIA (jednodňových indexových swapov)

(v % p. a., časový horizont)



Zdroj: ECB.

Podstatnú časť poklesu čakaného časového vývoja krátkodobých úrokových sadzieb možno pripísať neštandardným opatreniam menovej politiky. Graf A porovnáva dve špecifické situácie v oblasti trojmesačných forwardových sadzieb jednoduchých indexových swapov (ktoré slúžia ako náhrada trhových očakávaní vývoja krátkodobých nominálnych úrokových mier).¹⁵ Prvá situácia zodpovedá stavu v máji 2014, t. j. tesne pred zavedením neštandardných opatrení, a druhá stavu bezprostredne po zasadnutí Rady guvernérov dňa 22. januára 2015, keď bol oznámený program nákupu aktív. Počas obdobia od mája 2014 do januára 2015 boli trhové očakávania výrazne revidované nadol, čo sa prejavilo napríklad v poklese sadzieb jednoduchých indexových swapov o tri roky, ktoré poklesli približne o 70 bázičných bodov. K uvedeným zmenám trhových očakávaní mohol prispieť okrem menovopolitických opatrení aj celý rad ďalších faktorov. Podľa literatúry je jedným zo spôsobov

na zistenie príspevku opatrení ECB preskúmanie zmien cien aktív v okolí dátumu oznámenia menovopolitických opatrení (tento prístup sa často uvádza ako event-study evidence).¹⁶ Pri tomto prístupe sa potvrdzuje, že príslušnú časť poklesu čakaného časového vývoja krátkodobých úrokových sadzieb možno pripísať neštandardným opatreniam menovej politiky.¹⁷ Podľa tohto prístupu sa navyše ukazuje, že opatrenia mali signalizačný vplyv na inflačné očakávania, ktoré sa výrazne zvýšili, najmä v okolí dátumov jednotlivých oznámení programu nákupu aktív.¹⁸ Toto opätovné ukotvenie inflačných očakávaní je nástrojom na dosiahnutie trvalej zmeny vývoja inflácie.¹⁹

¹⁵ Forwardové sadzby jednoduchých indexových swapov nemusia v plnom rozsahu odrážať očakávané budúce krátkodobé sadzby, pretože môžu obsahovať zložku časovej prémie. Vzhľadom na zameranie sa na krátkodobé a strednodobé splatnosti sú tieto však tieto aspekty menej relevantné, pretože pri nich je odmena za dlhodobé riziká obvykle obmedzená.

¹⁶ Keďže finančné trhy sú zamerané na budúcnosť, ceny aktív budú reagovať na menovopolitické opatrenia v čase, keď očakávania týchto opatrení vznikajú, a sú revidované v čase ich oznamovania. Podobné prístupy založené na skúmaní udalostí sa použili na posúdenie menovopolitických opatrení prijatých v Spojených štátoch i v Spojenom kráľovstve. V Spojených štátoch napríklad v publikácii Krishnamurthy, A. a Vissing-Jorgensen, A., cit.; a v Spojenom kráľovstve v publikácii Joyce, M.A.S., Lasoosa, A., Stevens, I. a Tong, M., cit.

¹⁷ Signalizačný kanál prispel aj k zníženiu neistoty spojenej s budúcimi úrokovými sadzbami. Keďže nižšia volatilita úrokových sadzieb znižuje pravdepodobnosť ich väčších výkyvov, má tiež za následok, že dlhopisy s dlhými splatnosťami sú menej rizikové, čím sa vytvára tlak na časové prémie.

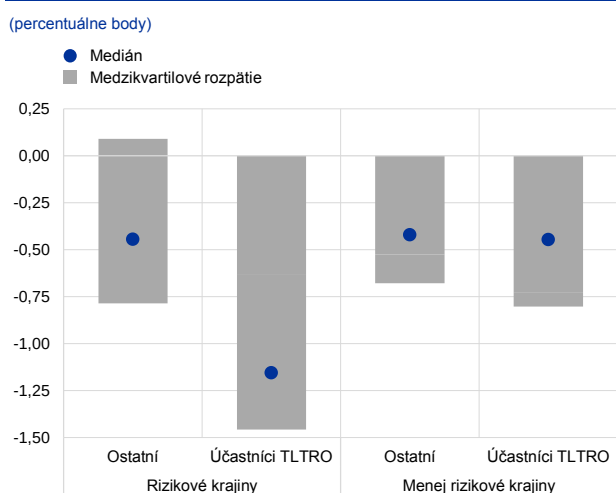
¹⁸ Zistilo sa napríklad, že oznámenie programu nákupu aktív v januári 2015 malo za následok zvýšenie inflačných očakávaní pri všetkých splatnostiach, pričom tento vplyv na inflačné očakávania odvodené zo swapových kontraktov viazaných na infláciu sa pohyboval v intervale od 10 do 30 bázičných bodov pri päťročnej splatnosti. Altavilla, C., Carboni, G. and Motto, R., Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area, *ECB Working Paper Series*, č. 1864, ECB, 2015; a Ambler, S. a Rumler, F., The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy Announcements in the Euro Area: An Event and Econometric Study, *Oesterreichische Nationalbank Working Papers*, No 212, Oesterreichische Nationalbank, 2017.

¹⁹ Konkrétne posúdenie založené na modeli naznačuje, že tento kanál opätovného ukotvenia sa môže jednou tretinou podieľať na vplyve programu nákupu aktív na infláciu. Andrade, P., Breckenfelder, J., De Fiore, F. and Karadi, P., The ECB's asset purchase programme: an early assessment, *ECB Working Paper Series*, č. 1956, ECB, 2016.

Menová politika priniesla prostredníctvom priameho prenosového kanála ďalšie výraznejšie uvoľnenie v trhových segmentoch, na ktoré sú zamerané neštandardné opatrenia. Menovopolitické opatrenia ECB mali za následok aj rozsiahle uvoľnenie finančných podmienok, keďže boli priamo navrhnuté s cieľom zlepšiť spôsob, akým sa výsledné stimuly prenesú do podmienok poskytovania úverov domácnostiam a firmám. Efektívnosť tohto kanála je najevidentnejšia v prípade cielených dlhodobějších refinančných operácií, ktoré vytvorili stimulačné mechanizmy na prenos priaznivých nákladov bánk na vlastné financovanie na koncových dlžníkov.²⁰

Graf B

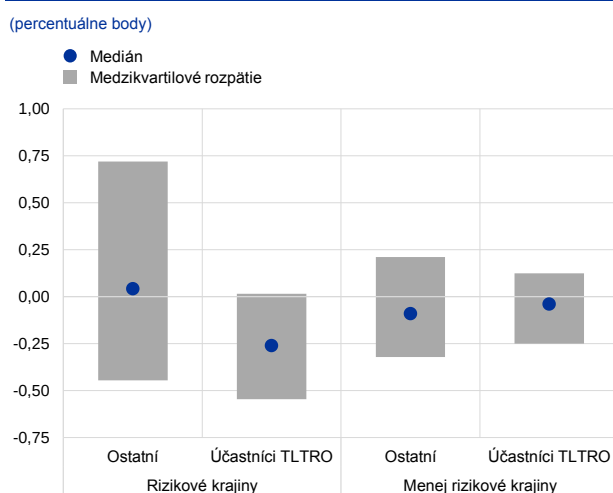
Zmeny úrokových mier úverov nefinančným korporáciám: operácie TLTRO-I



Zdroj: ECB.
Poznámka: Graf sa vzťahuje na obdobie od júna 2014 do júla 2015. V „rizikových“ krajinách skupina bánk „nezúčastňujúcich sa na TLTRO“ zahŕňa 10 bánk a skupina bánk „zúčastňujúcich sa na TLTRO“ 49 bánk. V „menej rizikových“ krajinách skupina bánk „nezúčastňujúcich sa na TLTRO“ zahŕňa 71 bánk a skupina bánk „zúčastňujúcich sa na TLTRO“ 43 bánk.

Graf C

Zmeny úrokových mier úverov nefinančným korporáciám: operácie TLTRO-II



Zdroj: ECB.
Poznámka: Graf sa vzťahuje na obdobie od marca 2016 do decembra 2016. V „rizikových“ krajinách skupina bánk „nezúčastňujúcich sa na TLTRO“ zahŕňa 24 bánk a skupina bánk „zúčastňujúcich sa na TLTRO“ 47 bánk. V „menej rizikových“ krajinách skupina bánk „nezúčastňujúcich sa na TLTRO“ zahŕňa 73 bánk a skupina bánk „zúčastňujúcich sa na TLTRO“ 51 bánk.

Grafy B a C poskytujú dôkaz o pôsobení cez tento kanál s využitím informácií o úrokových sadzbách bánk a ich správaní pri oboch sériách cielených dlhodobějších refinančných operácií. Vidno, že banky so sídlom v rizikových krajinách, ktoré sa zúčastňovali na cielených dlhodobějších operáciách, znížili úrokové sadzby svojich úverov viac, ako banky, ktoré sa na týchto operáciách

²⁰ Cielené dlhodobější refinančné operácie sú cielené operácie, keďže suma, ktorú si banky môžu požičať súvisí s ich úvermi poskytnutými nefinančným korporáciám a domácnostiam. Sterilizačný mechanizmus pôsobí prostredníctvom vplyvov cien v rámci cielených dlhodobějších refinančných operácií druhej série (TLTRO II): ak zúčastnené banky dosiahnu lepšie výsledky ako sú ich konkrétne kvantitatívne referenčné hodnoty pre tvorbu úverov, úroková sadzba, ktorá sa bude uplatňovať na finančné prostriedky poskytnuté v rámci druhej série dlhodobějších refinančných operácií sa zníži úmerne podľa štandardných nákladov na prijaté úvery – rovná sa sadzbe pre hlavné refinančné operácie platnej v čase vyrovnania operácie – a môže klesnúť až na úroveň úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií platnej v tom istom čase.

nezúčastňovali.²¹ To pomohlo nasmerovať peňažné stimuly k tým klientom zo súkromného sektora eurozóny, ktorí finančnú pomoc najviac potrebujú.

Napokon, neštandardné opatrenia ECB stlačili rizikové prémie

prostredníctvom preskupovania portfólií v širokej škále triedy aktív. Nákupy aktív centrálnou bankou sú obvykle spojené s absorpciou stredno- až dlhodobých dlhopisov a ich premenou na rezervy centrálnej banky s nulovou dĺžkou. V dôsledku toho sú investori motivovaní preskupovať svoje portfólia smerom do iných, rizikovejších trhových segmentov, a zároveň akceptovať nižšiu kompenzáciu za znášanie tohto rizika. Dôvodom je, že nákupy centrálnou bankou uvoľňujú súkromnému sektoru priestor na znášanie rizika a znižujú rizikovo upravenú návratnosť aktív, na ktoré sú zamerané programy nákupov, a tým nabádajú investorov, aby zvažovali alternatívne investície. Grafy D a E znázorňujú zmeny výnosov cenných papierov vo vybraných krajinách eurozóny počas tlačovej konferencie dňa 22. januára 2015, keď bol oznámený program nákupu aktív; ich cieľom je objasniť, ako funguje tento kanál.²² Ako predpokladá teória, pokles výnosov bol tým výraznejší, čím bola dlhšia doba do splatnosti. Výraznejšia reakcia cien aktív tiež potvrdzuje názor, že opatrenia ECB viedli k uvoľneniu podmienok financovania, čo bolo evidentné z rastu akciových trhov a z poklesu výnosov podnikových dlhopisov v čase tohto oznámenia. Samotné posúdenie reakcie trhu dňa 22. januára 2015, keď bolo urobené oficiálne oznámenie, zjavne nezachytáva skutočnosť, že oznámenia ECB naznačujúce blížiac sa spustenie programu nákupu aktív začali ovplyvňovať očakávania trhu už v septembri 2014. Keď sa zohľadnia tieto vplyvy trhových očakávaní, kvalitatívna reakcia cien aktív je podobná reakcii, ku ktorej došlo po oznámení nákupu aktív dňa 22. januára 2015; program nákupu aktív kvalitatívne vysvetľuje prevažnú časť poklesu, ktorý sa zaznamenal pri výnosoch dlhodobých dlhopisov eurozóny od septembra 2014.²³ Navyše, rizikové prémie sa znížili pri širokej škále tried aktív, čo naznačuje presuny do necieľových aktív. Pri neskorších zmenách nastavenia programu nákupu aktív bolo stále náročnejšie identifikovať ich vplyv prostredníctvom prípadových štúdií, pretože účastníci trhu časom postupne revidovali svoje očakávania týkajúce sa menovopolitických balíčkov podľa priebežne zverejňovaných ekonomických údajov.²⁴

²¹ V tomto boxe sa pojem „rizikové krajiny“ používa na označenie Írska, Grécka, Španielska, Talianska, Cypru, Portugalska a Slovinska, zatiaľ čo pojem „menej rizikové krajiny“ označuje ostatné krajiny eurozóny.

²² Grafy D a E znázorňujú zmeny výnosov medzi 14:30 hod. a 16:00 hod. SEČ dňa 22. januára 2015, t. j. medzi začiatkom tlačovej konferencie a okamžikmi po jej skončení.

²³ Väčšia časť vplyvu, ktorý je možné pripísať programu nákupu aktív, súvisí s „efektom stavov zásob“, t. j. s pretrvávajúcimi zmenami výnosov, ktoré súvisia s absorpciou cenných papierov centrálnymi bankami. Bližšie informácie sú napríklad v Altavilla, C., Carboni, G. and Motto, R., cit.; Blattner, S.T. and Joyce, M.A.S., Net debt supply shocks in the euro area and the implications for QE, *ECB Working Paper Series*, No 1957, ECB, 2016; De Santis, R., Impact of the asset purchase programme on euro area government bond yields using market news, *ECB Working Paper Series*, No 1939, ECB, 2016; a Kojien, R.S.J., Koulischer, F., Nguyen, B. and Yogo, M., Quantitative easing in the euro area: The dynamics of risk exposure and the impact on asset prices, *Banque de France Working Papers*, No 601, Banque de France, 2016. Zistilo sa, že aj vplyv skutočne vykonaných nákupov (vplyv tokov) je významný, ale obmedzenejší ako vplyv stavov. Holm-Hadulla, F. a De Santis, R., Flow effects of ECB sovereign bond purchases: evidence from a natural experiment, *ECB Working Paper Series*, ECB, pripravované.

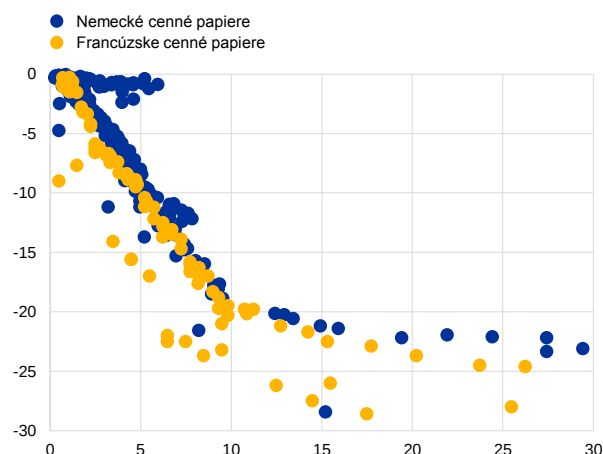
²⁴ Bolo to evidentné napríklad počas poslednej zmeny nastavenia menovej politiky ECB na zasadnutí Rady guvernérov dňa 8. decembra 2016, ktorá bola do značnej miery trhom očakávaná, ako potvrdzujú informácie z prieskumu.

Dostupné štúdie, ktoré sa snažia riešiť tento problém s využitím časových radov a prierezových variácií cien aktív a objemov ich nákupov, tiež potvrdzujú, že to boli opatrenia ECB, ktoré spôsobili prevažnú časť poklesu dlhodobých rizikových prémie v eurozóne, ktorý sa pozoruje od septembra 2014.²⁵

Graf D

Zmeny výnosov nemeckých a francúzskych cenných papierov po oznámení programu nákupu aktív dňa 22. januára 2015

(bázické body; roky do splatnosti)

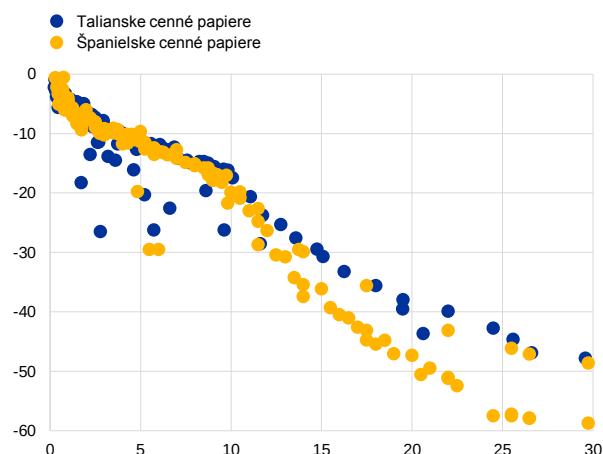


Zdroj: Výpočty ECB.

Graf E

Zmeny výnosov talianskych a francúzskych cenných papierov po oznámení programu nákupu aktív dňa 22. januára 2015

(bázické body; roky do splatnosti)



Zdroj: Výpočty ECB.

Preskupovanie portfólií má vplyv nielen na finančné aktíva, ale je aj stimulom pre banky, aby zlepšovali podmienky poskytovania úverov tak pre domácnosti, ako aj pre nefinančné spoločnosti. Celý rad empirických analýz zdôrazňuje, že na podmienky poskytovania bankových úverov mali vzájomne sa posilňujúci vplyv rozdielne opatrenia.²⁶ Napríklad na strane pasív priniesli ciele dlhodobější refinančné operácie úsporu tým bankám, ktoré sa na týchto operáciách zúčastňujú; program nákupu aktív a zníženia úrokových sadzieb zároveň viedli k stlačeniu nákladov na financovanie bankového systému ako celku. Na strane aktív posilnili záporné úrokové sadzby uplatňované na prebytočnú likviditu vplyv na preskupovanie portfólií. Dôvodom je, že implicitný poplatok uplatňovaný na prebytočné rezervy zvýšil rýchlosť obehu prebytočných rezerv na peňažnom trhu, a tým pre banky zvýšil relatívnu atraktivnosť poskytovania úverov alebo držby cenných papierov s vyššími výnosmi. Súčasne sa konkrétny obraz výsledného zlepšenia podmienok poskytovania úverov v bankách rôznych typov a/alebo krajín líšil.

²⁵ Napríklad Blattner, S.T. and Joyce, M.A.S.

²⁶ Napríklad Albertazzi, U., Becker, B. and Boucinha, M., Portfolio Rebalancing and the Transmission of Large-Scale Asset Programs: Evidence from the Euro Area, príspevok z konferencie *Prenos menovej politiky a úverové trhy – Konferencia ECB 27. – 28. októbra 2016*, ECB, Frankfurt nad Mohanom, 2016; Altavilla, C., Canova, F. and Ciccarelli, M., Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through, *ECB Working Paper Series*, No 1978, ECB, 2016; a Boeckx, J., De Sola Perea, M. and Peersman, G., The Transmission Mechanism of Credit Support Policies in the Euro Area, *Working Paper Research*, No 302, Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, 2016.

V prípade bánk, ktoré vo väčšej miere využívajú cielené dlhodobejšie refinančné operácie a majú prísnejšie bilančné obmedzenia, majú opatrenia tendenciu premietat' sa do zníženia úrokových sadzieb bankových úverov.

Napríklad banky so sídlom v rizikových krajinách s vysokou mierou účasti na cielených dlhodobejších refinančných operáciách reagovali na menovopolitické opatrenia najmä znížením úrokových sadzieb bankových úverov poskytovaných nefinančným korporáciám.²⁷ V takých prípadoch sa tok úverov obnovil len postupne, okrem iného v prostredí štrukturálnej potreby ústupu od financovania prostredníctvom dlhu a slabého cyklického dopytu na pozadí pomalého oživovania ekonomiky v týchto krajinách. Výrazný prenos do úrokových sadzieb úverov v krajinách, ktoré boli najviac zasiahnuté finančnou krízou, do značnej miery odráža normalizáciu predchádzajúceho zhoršenia podmienok. Malo to za následok aj zmenšenie rozdielov medzi úrokovými sadzbami bankových úverov a zmenšovanie rozdielov medzi podmienkami financovania v jednotlivých krajinách eurozóny.²⁸

V prípade bánk, ktoré majú v držbe nadbytočnú likviditu a kde je dopyt po úveroch veľký, stimuly majú tendenciu viesť k zvýšenému poskytovaniu úverov. V dôsledku opatrení ECB banky so sídlom v krajinách, kde oživovanie ekonomiky prebiehalo rýchlejšie, preskupovali svoje portfólia formou vyššieho poskytovania úverov. Vplyv nákladov na úvery je v týchto krajinách menej významný ako v rizikovejších ekonomikách pravdepodobne preto, že spready a prémie boli už predtým nízke. Navyše, relatívne stabilné súvahové pozície bánk v menej rizikových ekonomikách poskytli priestor na expanziu aktív. A napokon, vzájomne sa dopĺňajúce zistenia naznačujú, že záporné sadzby menovej politiky posilnili stimuly na preskupovanie portfólií, keďže, ako sa zistilo, zvýšenie objemov úverov bolo obzvlášť významné v prípade bánk s vysokými objemami nadbytočnej likvidity.²⁹

Celkovo možno konštatovať, že sa potvrdzuje, že je správne vidieť prenos menovej politiky v poskytovaní bankových úverov, teda že bilančná situácia bánk má vplyv na podmienky poskytovania bankových úverov. Zo zistení taktiež vyplýva, že prenos nákupu aktív v systéme založenom na bankách, akým je eurozóna, nie je slabší ako v systémoch, v ktorých ústrednú úlohu majú kapitálové trhy. Stimuly ECB, spolu so zápornými úrokovými sadzbami a cielenými úverovými operáciami, viedli k hmatateľným zlepšeniam podmienok poskytovania úverov reálnej ekonomike.

²⁷ Neštandardné opatrenia napríklad do konca decembra 2015 prispeli 40 základnými bodmi k udržaniu nízkych úrokových sadzieb nových úverov poskytovaných firmám. Bližšie informácie v Altavilla, C., Canova, F. and Ciccarelli, M., cit. Taktiež Albertazzi, U., Nobili, A. a Signoretti, F., The Bank Lending Channel of Conventional and Unconventional Monetary Policy, *Banca d'Italia Working Papers*, No 1094, Banca d'Italia, 2016.

²⁸ MFI lending rates: pass-through in the time of non-standard monetary policy, *Economic Bulletin*, ECB, Issue 1, 2017.

²⁹ Demiralp, S., Eisenschmidt, J. and Vlassopoulos, T., Negative interest rates, excess liquidity and bank business models: banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area, *ECB Working Paper Series*, ECB, pripravované.

Stav likvidity a operácie menovej politiky v období period od 26. októbra 2016 do 24. januára 2017

V tomto boxe sa opisujú operácie menovej politiky ECB počas siedmej a ôsmej periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv, ktoré trvali od 26. októbra do 13. decembra 2016 a od 14. decembra 2016 do 24. januára 2017. Počas tohto obdobia zostali sadzby hlavných refinančných operácií (MRO) nezmenené na úrovni 0,00 %, jednoduchových sterilizačných operácií na úrovni 0,25 % a refinančných operácií na úrovni -0,40 %.

Tretia cielená dlhodobější refinančná operácia v druhej sérii týchto operácií (TLTRO-II) z 21. decembra skočila s prideleným objemom 62,2 mld. €. Likvidita dodaná touto operáciou bola čiastočne kompenzovaná dobrovoľným splatením druhej operácie TLTRO-I v celkovej výške 14,2 mld. €. Dodaná čistá likvidita vo výške 48,0 mld. € viedla v oboch programoch ku koncu sledovaného obdobia k zvýšeniu objemu dodanej likvidity na 545,7 mld. €. Eurosystem pokračoval v nákupe cenných papierov verejného sektora, krytých dlhopisov, cenných papierov krytých aktívami a cenných papierov podnikového sektora v rámci rozšíreného programu nákupu aktív (APP) s cieľom dosiahnuť nákupy v priemernej mesačnej výške 80 mld. €.

Potreba likvidity

Počas sledovaného obdobia vzrástla celková denná potreba likvidity bankového systému, definovaná ako suma autonómnych faktorov a povinných minimálnych rezerv, v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím (čiže s piatou a šiestou periódou udržiavania povinných minimálnych rezerv roka 2016) o 85,2 mld. € a dosiahla 993,2 mld. €. Táto stúpajúca potreba likvidity bola spôsobená takmer výlučne rastom priemerných čistých autonómnych faktorov, ktoré sa zvýšili o 84,3 mld. € na rekordnú výšku 875,2 mld. €, pričom požiadavky na povinné minimálne rezervy sa zvýšili len veľmi málo (tabuľka).

Tabuľka

Stav likvidity v Eurosysteme

	26. október 2016 – 24. január 2017		27. júl 2016 – 25. október 2016		Ôsma udržiavacia perióda		Siedma udržiavacia perióda	
Pasíva – potreba likvidity								
Autonómne faktory likvidity	1 944,8	(+28,1)	1 916,7	1 942,8	(-3,7)	1 946,5	(+8,1)	
Bankovky v obehu	1 110,5	(+14,9)	1 095,5	1 119,1	(+16,1)	1 103,1	(+8,3)	
Vklady verejnej správy	152,0	(+0,1)	151,9	143,0	(-16,6)	159,7	(-8,6)	
Ďalšie autonómne faktory	682,3	(+13,0)	669,3	680,6	(-3,2)	683,7	(+8,4)	
Nástroje menovej politiky								
Bežné účty	867,8	(+105,8)	762,0	919,0	(+95,2)	823,9	(+46,5)	
Požiadavky na povinné minimálne rezervy	118,0	(+0,8)	117,2	118,8	(+1,4)	117,4	(-0,4)	
Jednodňové sterilizačné operácie	437,1	(+67,2)	369,9	434,4	(-4,9)	439,4	(+52,1)	
Dolaďovacie operácie na stiahnutie likvidity	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Aktíva – ponuka likvidity (priemer; v mld. €)								
Autonómne faktory likvidity	1 070,0	(-56,2)	1 126,2	1 042,1	(-51,8)	1 093,9	(-21,6)	
Čisté zahraničné aktíva	681,5	(-4,7)	686,3	674,7	(-12,8)	687,4	(-0,4)	
Čisté aktíva v eurách	388,4	(-51,5)	439,9	367,4	(-39,1)	406,5	(-21,3)	
Nástroje menovej politiky								
Operácie na voľnom trhu	2 179,9	(+257,2)	1 922,7	2 254,3	(+138,3)	2 116,0	(+128,1)	
Tendre	563,2	(+29,7)	533,5	583,5	(+37,8)	545,8	(+4,9)	
Hlavné refinančné operácie	34,3	(-6,4)	40,6	34,6	(+0,6)	34,0	(-3,4)	
3-mesačné dlhodobejšie refinančné operácie	13,3	(-6,1)	19,3	11,7	(-2,9)	14,6	(-3,1)	
Operácie TLTRO-I	47,2	(-13,1)	60,3	40,8	(-11,8)	52,6	(-3,7)	
Operácie TLTRO-II	468,5	(+55,2)	413,2	496,4	(+51,8)	444,6	(+15,1)	
Portfóliá priamych nákupov	1 616,7	(+227,4)	1 389,2	1 670,8	(+100,6)	1 570,2	(+123,2)	
Prvý program nákupu krytých dlhopisov	13,1	(-2,8)	15,9	12,5	(-1,0)	13,5	(-1,7)	
Druhý program nákupu krytých dlhopisov	7,0	(-0,4)	7,4	6,9	(-0,1)	7,0	(-0,2)	
Tretí program nákupu krytých dlhopisov	202,7	(+11,2)	191,6	205,0	(+4,2)	200,8	(+6,1)	
Program pre trhy s cennými papiermi	102,2	(-4,9)	107,1	102,2	(-0,0)	102,2	(-3,2)	
Program nákupu cenných papierov krytých aktívami	22,4	(+1,9)	20,5	23,0	(+1,0)	21,9	(+1,2)	
Program nákupu aktív verejného sektora	1 221,2	(+198,2)	1 023,0	1 268,6	(+88,0)	1 180,6	(+107,7)	
Program nákupu aktív podnikového sektora	48,0	(+24,2)	23,9	52,6	(+8,5)	44,1	(+13,3)	
Jednodňové refinančné operácie	0,2	(+0,1)	0,1	0,2	(+0,1)	0,2	(+0,1)	
Ostatné údaje o likvidite (priemer; v mld. €)								
Celková potreba likvidity	993,2	(+85,2)	908,0	1 019,9	(+49,5)	970,3	(+29,3)	
Autonómne faktory ¹	875,2	(+84,3)	790,8	901,1	(+48,2)	852,9	(+29,6)	
Nadbytočná likvidita	1 186,7	(+172,0)	1 014,7	1 234,5	(+88,8)	1 145,7	(+98,9)	
Vývoj úrokových mier (priemer; v %)								
Hlavné refinančné operácie	0,00	(+0,00)	0,00	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	
Jednodňové refinančné operácie	0,25	(+0,00)	0,25	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	
Jednodňové sterilizačné operácie	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	
EONIA	-0,350	(-0,008)	-0,342	-0,351	(-0,003)	-0,348	(-0,003)	

Zdroj: ECB.

Poznámka: Údaje v tabuľke sú zaokrúhlené, a preto údaj uvedený ako zmena oproti predchádzajúcemu obdobiu nemusí byť presným rozdielom medzi zaokrúhlenými údajmi za tieto obdobia (môže sa líšiť o 0,1 mld. €).

1) Celková hodnota autonómnych faktorov zahŕňa aj „položky v procese zúčtovania“.

Rast autonómnych faktorov bol spôsobený hlavne rastom faktorov absorbujúcich likviditu.

K tomuto nárastu najviac prispel priemerný dopyt po bankovkách, ktorý sa zvýšil o 14,9 mld. € a dosiahol 1 110,5 mld. €, čo je celkovo v súlade so situáciou aká býva na konci roka. O 13,0 mld. € sa zvýšili aj ostatné autonómne faktory, ktoré dosiahli úroveň 682,3 mld. €. Priemerný objem vkladov verejnej správy zostal viac-menej nezmenený a dosiahol 152,0 mld. €, keď vzrástol len o 0,1 mld. €.

Autonómne faktory zvyšujúce likviditu sa v sledovanom období znížili v dôsledku pretrvávajúceho poklesu čistých aktív v eurách a súčasného mierneho poklesu čistých zahraničných aktív.

Priemerné čisté aktíva v eurách klesli na 388,4 mld. €, čo je v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím menej o 51,5 mld. €. Bolo to spôsobené poklesom finančných aktív držaných Eurosystémom na iné ako menovopolitické účely v kombinácii s nárastom pasív, ktoré majú oficiálne zahraničné inštitúcie v národných centrálnych bankách. Je pravdepodobné, že tieto inštitúcie zvýšili svoju držbu v dôsledku obmedzených investičných príležitostí na trhu. Priemerné čisté zahraničné aktíva klesli o 4,7 mld. € na 681,5 mld. €.

Pretrvávala vysoká volatilita autonómnych faktorov, pričom sa v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím celkovo nezmenila. Táto volatilita bola v prvom rade prejavom fluktuácií vkladov verejnej správy a čistých aktív v eurách.

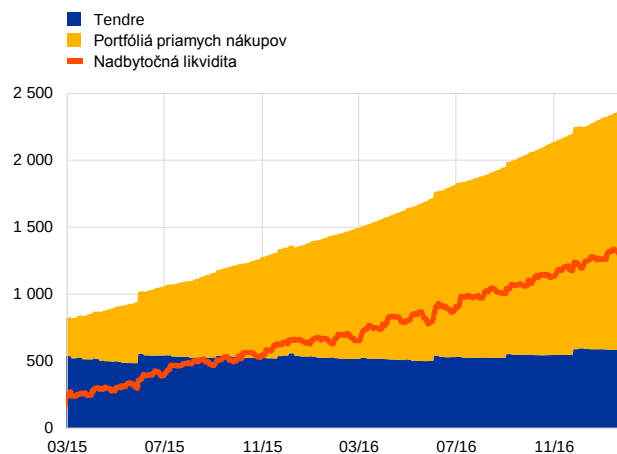
Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

V sledovanom období vzrástol priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom operácií na voľnom trhu – tendrov a programov nákupu aktív – o 257,2 mld. € a dosiahol hodnotu 2 179,9 mld. € (graf). Tento nárast bol spôsobný najmä rozšíreným programom nákupu aktív ECB.

Graf

Vývoj nástrojov menovej politiky a nadbytočná likvidita

(v mld. €)



Zdroj: ECB.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom tendrov sa zvýšil o 29,7 mld. € na 563,2 mld. €.

Toto zvýšenie likvidity dodanej prostredníctvom cielených dlhodobějších refinančných operácií významne kompenzovalo pokles likvidity dodanej prostredníctvom bežných operácií. Priemerná likvidita dodaná prostredníctvom hlavných refinančných operácií sa znížila o 6,4 mld. € a prostredníctvom trojmesačných dlhodobějších refinančných operácií o 6,1 mld. €, čo bolo hlavne v dôsledku vzájomného zaúčtovania tretej operácie TLTRO-II a dobrovoľného predčasného splatenia finančných prostriedkov požičaných prostredníctvom druhej operácie TLTRO-I.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom programu nákupu aktív sa zvýšil o 227,4 mld. € a dosiahol 1 616,7 mld. €, hlavne v dôsledku programu nákupu cenných papierov

verejného sektora. Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom programu nákupu aktív verejného sektora sa zvýšil o 198,2 mld. €, prostredníctvom tretieho programu nákupu krytých dlhopisov o 11,2 mld. €, prostredníctvom programu nákupu cenných papierov krytých aktívami o 1,9 mld. € a prostredníctvom programu nákupu aktív podnikového sektora o 24,2 mld. €. Redemácie dlhopisov držaných v rámci programu pre trhy s cennými papiermi a dvoch predchádzajúcich programov nákupu krytých dlhopisov dosiahli celkovú výšku 8,1 mld. €.

Nadbytočná likvidita

V dôsledku uvedeného vývoja sa priemerný objem nadbytočnej likvidity zvýšil o 172,0 mld. € a v sledovanom období dosiahol 1 186,7 mld. € (graf). V siedmej udržiavacej perióde sa priemerný objem nadbytočnej likvidity zvýšil vplyvom likvidity poskytnutej prostredníctvom programu nákupu aktív o 98,9 mld. €. Menší nárast na úrovni 88,8 mld. € v ôsmej udržiavacej perióde bol spôsobený najmä poklesom autonómnych faktorov zvyšujúcich likviditu o 51,8 mld. €, čo čiastočne kompenzovalo likviditu dodanú prostredníctvom programu rozšíreného nákupu aktív. Tempo nákupu aktív v rámci týchto programov bolo v ôsmej udržiavacej perióde vzhľadom na vianočné obdobie o niečo pomalšie.

Zvýšenie nadbytočnej likvidity sa prejavilo hlavne vo vyššej priemernej držbe na bežných účtoch, ktorá vzrástla o 105,8 mld. € a v sledovanom období dosiahla 867,8 mld. €. Priemerný denný objem jednoduchých sterilizačných operácií sa zvýšil o 67,2 mld. € a dosiahol 437,1 mld. €.

Vývoj úrokových mier

Jednodňová úroková miera peňažného trhu zostávala v blízkosti úrokovej miery jednoduchých sterilizačných operácií (niekedy klesla aj pod ňu), pričom rekordne nízke úrokové miery sa zaznamenali koncom roka na repo trhu.

Na nezabezpečenom trhu bol index EONIA (euro overnight index average) v priemere na úrovni -0,350 %, čo je len o niečo menej ako priemer -0,342 % v predchádzajúcom sledovanom období. Index EONIA kolísal v pomerne úzkom intervale s najvyššou hodnotou -0,329 % v posledný deň roka 2016 a najnižšou hodnotou -0,356 %. Na zabezpečenom trhu mierne poklesli priemerné úrokové sadzby jednoduchých repo obchodov na trhu GC Pooling a dosiahli pri štandardnom koši kolaterálov -0,405 % a pri rozšírenom koši kolaterálov -0,399 %, čiže v oboch prípadoch klesli v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím o 0,004 percentuálneho bodu.

Hlavné kolaterálové úrokové miery dosiahli koncom roka v prostredí obmedzenej ponuky historicky nízke hodnoty. Napríklad jednodňová úroková sadzba RepoFunds pre nemecký kolaterál dosiahla koncom roka úroveň -4,9 % a jej francúzsky ekvivalent bol na úrovni -5,3 %. Na porovnanie jednodňová úroková kolaterálová sadzba nemeckých RepoFunds mala počas celého sledovaného obdobia priemer -0,86 % a úroková sadzba francúzskeho kolaterálu dosahovala priemernú hodnotu

-0,75 %. Úrokové miery talianskeho a španielskeho kolaterálu zaznamenali koncom roka menší pokles. Po konci roka sa repo sadzby vrátili na úrovne zaznamenané v novembri.

Od 8. decembra môžu centrálné banky Eurosystemu prijímať ako kolaterál v rámci požičiavania cenných papierov v programe nákupu cenných papierov verejného sektora aj hotovosť a nemusia ju reinvestovať s neutrálnym efektom. Týmto opatrením sa podporuje likvidita a fungovanie repo trhu eurozóny a prispieva sa k uvoľňovaniu potenciálnych trhových kolaterálových tlakov.

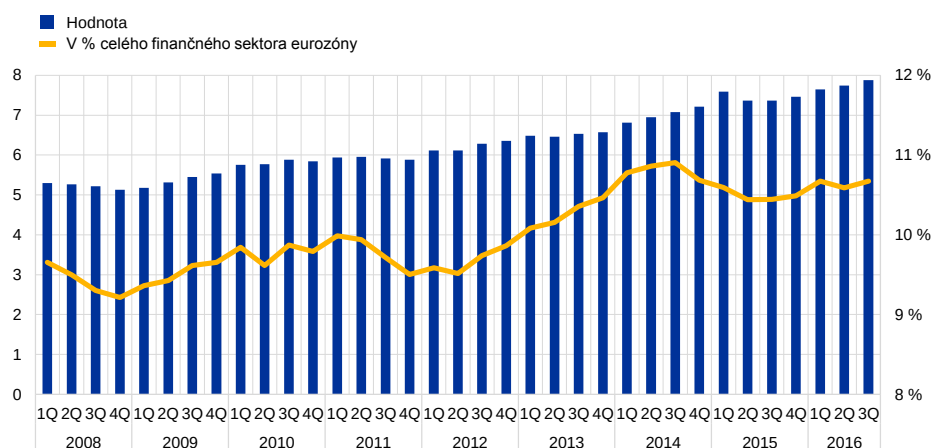
Poisťovacie korporácie predstavujú v rámci finančného sektora eurozóny veľký subsektor, ktorý v treťom štvrtroku 2016 tvoril 11 % celkových aktív.

V posledných rokoch tento subsektor stále rastie a jeho celkový objem aktív v treťom štvrtroku 2016 dosiahol 7,9 bil. € (čo sa rovná 74 % ročného HDP eurozóny) ako znázorňuje nasledujúci graf.

Graf

Celkové aktíva poisťovacích korporácií eurozóny

(v bil.€; v %)



Zdroj: ECB a výpočty ECB.

ECB vo februári 2017 prvýkrát zverejnila harmonizovanú štatistiku

poisťovacích korporácií. Súbor údajov tvoria štvrťročne zhromažďované aktíva a pasíva poisťovacích korporácií v eurozóne počnúc údajmi za tretí štvrťrok 2016. Tieto údaje (spolu s novým samostatným súborom údajov o penzijných fondoch) zvyšujú kvalitu, záber a podrobnosť štatistiky ECB týkajúcej sa finančného sektora eurozóny. V počiatočnom štádiu tento súbor údajov zahŕňa stavy a v budúcnosti sa plánujú ďalšie zlepšenia, ako doplnenie údajov o transakciách, podrobnejšie členenia a včasnejšie zverejňovanie údajov.

Súbory údajov o poisťovacích korporáciách a penzijných fondoch eurozóny, ktoré ECB zverejňovala od júna 2011 do októbra 2016, mali určité nedostatky.

Konkrétne údaje neboli harmonizované v rámci celej eurozóny. Navyše ak v niektorých prípadoch neboli k dispozícii skutočné údaje na vnútroštátnej úrovni, boli tieto údaje odhadnuté. Tento súbor údajov bol pozastavený po zverejnení údajov za druhý štvrťrok 2016. Používatelia štatistiky poisťovacích korporácií majú však možnosť používať prepojenie medzi starými a novými súbormi údajov, pretože údaje o poisťovacích korporáciách za tretí štvrťrok 2016 podľa predchádzajúceho rámca boli tiež dostupné ako odhady.

Nová štatistika poisťovacích korporácií je oproti predchádzajúcim súborom údajov vylepšená vo viacerých oblastiach.

Nový súbor údajov poskytuje
i) harmonizované koncepty, ktoré sú v súlade s medzinárodnými štatistickými štandardmi; ii) pokrytie všetkých inštitúcií; iii) podrobné členenia aktív a pasív;

iv) členenia podľa typu poisťovacej spoločnosti na spoločnosti poskytujúce životné, neživotné a kombinované poistenie a na zaist'ovacie spoločnosti; a v) včasnejšie zverejňovanie údajov.

Pri navrhovaní rámca zostavovania štatistiky pre nový súbor údajov sa ECB začlenením európskych požiadaviek na štatistické vykazovanie a vykazovanie na účely dohľadu cielene snažila minimalizovať záťaž pre poisťovacie korporácie spojenú s vykazovaním. Rámec zberu štatistických údajov takto umožňuje vo veľkej miere odvodzovať štatistické informácie z údajov vykázaných na účely dohľadu podľa rámca EÚ Solventnosť II. Mnoho príslušných vnútroštátnych orgánov sa rozhodlo dostávať jednoduchý tok vykazovaných štatistických údajov a údajov na účely dohľadu na základe vzorových výkazov, ktoré v úzkej spolupráci s Európskym orgánom pre poisťovníctvo a dôchodkové poistenie zamestnancov (EIOPA) pripravila ECB a v ktorých sa zjednocujú požiadavky na štatistické vykazovanie a vykazovanie na účely dohľadu. Na zjednodušenie tohto začlenenia vytvorila EIOPA spoločný technický rámec na základe taxonómie elektronického formátu XBRL (eXtensible Business Reporting Language).

Koncepčné otázky týkajúce sa merania fiškálneho priestoru

Odporúčania k výkonu rozpočtovej politiky sa často odvolávajú na tzv. fiškálny priestor krajiny. Dňa 5. decembra 2016 Euroskupina zdôraznila, že existujú „značné rozdiely medzi členskými štátmi, pokiaľ ide o fiškálny priestor a potreby rozpočtovej konsolidácie“. ³⁰ Politické odporúčania sa preto často zaoberajú možnými spôsobmi vytvárania fiškálneho priestoru, napríklad zavedením štrukturálnych reforiem podporujúcich rast. ³¹

Fiškálny priestor vo všeobecnosti označuje manévrovací priestor vlád na rozpočtové úpravy pri zachovaní celkovej fiškálnej stability. V súčasnosti však neexistuje spoločný dohodnutý postup na jeho meranie. Odhady fiškálneho priestoru sa preto v závislosti od použitej metodiky alebo modelu líšia. Z nedávnych politických diskusií vzišli rôzne prístupy. Z nedávnych politických diskusií vzišli rôzne prístupy. Výsledkom nedávnych diskusií o politike sú rôzne prístupy, ktoré môžeme rozdeliť do troch hlavných skupín podľa toho, či zohľadňujú možné obmedzenia týkajúce sa fiškálnej politiky spôsobené i) existujúcimi fiškálnymi rámcami, ii) rizikami ohrozujúcimi udržateľnosť dlhu alebo iii) tzv. dlhovými limitmi, teda odhadovanými úrovňami zadlženosti, po prekročení ktorých môže dôjsť k narušeniu schopnosti vlád plniť si svoje finančné záväzky. ³² V tomto boxe sa skúmajú a hodnotia jednotlivé koncepty v kontexte rámca fiškálneho riadenia EÚ.

Pokiaľ ide o prvé obmedzenie, fiškálny priestor členských štátov EÚ vychádza z Paktu stability a rastu a z vnútroštátnych fiškálnych rámcov. Ustanovenia paktu vedú krajiny k tomu, aby v strednodobom horizonte dosahovali udržateľné rozpočtové pozície. Tieto sú zachytené v tzv. strednodobých rozpočtových cieľoch (medium-term budgetary objectives – MTO), ktoré sú definované ako štrukturálne rozpočtové saldo, t. j. po očistení od vplyvu hospodárskeho cyklu a prechodných opatrení. Ciele MTO pre jednotlivé krajiny stanovujú ich vlády a sú podmienené dodržiavaním minimálnych hodnôt vypočítaných podľa spoločnej metodiky. ³³ V rámci Paktu stability a rastu je preto najjednoduchším vyjadrením fiškálneho priestoru vzdialenosť štrukturálneho salda krajiny od jej MTO. Prognóza Európskej komisie zo zimy 2017 predpovedá, že iba tri krajiny eurozóny (Nemecko, Luxembursko a Holandsko) prekonajú v roku 2017 svoje ciele MTO (tabuľka). Krajínám, ktoré ešte nesplnili svoje strednodobé ciele pakt odporúča, aby na ich dosiahnutie vyvinuli primerané úsilie. ³⁴ V súvislosti s odporúčaniami pre jednotlivé krajiny na rok 2017 sa

³⁰ Hlavné výsledky [zasadania Euroskupiny dňa 5. decembra 2016](#).

³¹ Napríklad [Priorities for structural reforms in G20 countries](#), pracovný podkladový dokument k správe G20 o dohľade, MMF, Washington, 2016.

³² Ďalší spôsob kategorizácie existujúcich prístupov je v prezentácii Using fiscal levers to escape the low growth trap, *Economic Outlook*, OECD, november 2016.

³³ Podľa Paktu stability a rastu sú MTO navrhnuté tak, aby plnili tri ciele: i) Členské štáty si udržiavajú bezpečnostnú rezervu, ktorá im bráni v tom, aby v časoch cyklického poklesu prekročili trojpercentnú referenčnú hodnotu pre deficit danú Maastrichtskou zmluvou. ii) Dlhy členských štátov sú udržateľné a prihládajú na hospodárske a rozpočtové dôsledky starnutia obyvateľstva. iii) Členské štáty majú v rozpočte manévrovací priestor, najmä v prípade potreby zachovania verejných investícií.

³⁴ Podrobnosti v boxe s názvom Účinnosť strednodobých rozpočtových cieľov v súvislosti s ukotvením fiškálnych politík, *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2015.

očakáva, že prijatými štrukturálnymi opatreniami na dosiahnutie zdravých rozpočtových pozícií sa mnohým krajinám nepodarí splniť svoje záväzky v rámci paktu (tabuľka). V rámci plnenia požiadavky na úpravu preto fiškálny priestor (aj keď len obmedzený) tento rok vznikne iba niekoľkým krajinám.

Fiškálny rámec EÚ je asymetrický. Krajiny nespĺňajúce požiadavky na štrukturálnu úpravu sú vyzvané, aby vyvinuli väčšie konsolidačné úsilie. Vnútroštátne fiškálne rámce v niektorých krajinách môžu navyše uložiť prísnejšie opatrenia na fiškálne úpravy, než stanovuje Pakt stability a rastu. Na druhej strane, od krajín s rozpočtovým manévrovacím priestorom pakt nevyžaduje, aby ho aj využili.

Tabuľka

Ukazovatele fiškálneho priestoru

	Štrukturálne saldo (2017)	Strednodobý rozpočtový cieľ (MTO)	Štrukturálne úsilie v roku 2017 (zmena štrukturálneho salda v percentuálnych bodoch HDP)	Záväzok štrukturálneho úsilia v rámci paktu (v percentuálnych bodoch HDP)*	Fiškálny priestor			
					Vzdialenosť od MTO	Nedostatky v porovnaní so záväzkom štrukturálneho úsilia	Kritérium dlhu: vzdialenosť od referenčnej hodnoty 60 %	Udržateľnosť dlhu – celkové hodnotenie EK**
Preventívna časť Paktu stability a rastu								
Belgicko	-2,0	0,0	0,6	0,6	-2,0	0,0	46,5	VYSOKÁ
Nemecko	0,4	-0,5	-0,3	-	0,9	0,0	5,5	NÍZKA
Estónsko	-0,4	0,0	-0,7	-	-0,4	0,0	-49,9	NÍZKA
Írsko	-1,4	-0,5	0,5	0,6	-0,9	-0,1	13,6	STREDNÁ
Taliansko	-2,0	0,0	-0,4	0,6	-2,0	-1,0	73,3	VYSOKÁ
Cyprus	-0,7	0,0	-1,3	-0,6	-0,7	-0,7	43,2	VYSOKÁ
Lotyšsko	-1,6	-1,0	-0,9	-1,0	-0,6	0,1	-23,5	NÍZKA
Litva	-1,4	-1,0	-0,4	-0,2	-0,4	-0,2	-16,5	NÍZKA
Luxembursko	0,4	-0,5	-1,8	-	0,9	0,0	-36,9	NÍZKA
Malta	-0,7	0,0	0,7	0,6	-0,7	0,1	-2,0	NÍZKA
Holandsko	0,0	-0,5	-0,1	-	0,5	0,0	0,2	NÍZKA
Rakúsko	-0,8	-0,5	0,1	0,3	-0,3	-0,2	21,3	STREDNÁ
Slovinsko	-2,1	0,25	-0,2	0,6	-2,4	-0,8	18,9	VYSOKÁ
Slovensko	-1,3	-0,5	0,7	0,5	-0,8	0,2	-8,2	NÍZKA
Fínsko	-1,5	-0,5	-0,3	0,6	-1,0	-0,9	5,6	VYSOKÁ
Nápravná časť Paktu stability a rastu								
Španielsko	-3,6	0,0	0,2	0,5	-3,6	-0,3	40,0	VYSOKÁ
Francúzsko	-2,3	-0,4	0,2	0,9	-1,9	-0,7	36,7	VYSOKÁ
Portugalsko	-2,3	0,25	-0,1	0,6	-2,0	-0,7	68,9	VYSOKÁ

Zdroj: Prognóza Európskej komisie zo zimy 2017 a Debt Sustainability Monitor 2016 (https://ec.europa.eu/info/publications/debt-sustainability-monitor-2016_en).

Poznámka: V tabuľke nie je uvedené Grécko, ktoré podlieha programu finančnej pomoci. * Požiadavky na štrukturálne úsilie predstavujú požiadavky uvedené v odporúčaniach pre jednotlivé krajiny na rok 2017; ak je krajine poskytnutá flexibilita, okrem iného, na uskutočnenie štrukturálnych reforiem alebo vládne investície, požiadavky môžu byť nižšie. V prípade krajín, ktorých referenčná hodnota pre zníženie dlhu predstavuje záväznú požiadavku v rámci Paktu stability a rastu, sú naopak požiadavky na úpravu vyššie. Cieľom je zaručenie dostatočne rýchleho znižovania vysokých mier zadlženosti smerom k referenčnej hodnote na úrovni 60 % HDP. ** Rozdelenie do rizikových kategórií vychádza z rizík identifikovaných Komisiou v rámci analýzy udržiateľnosti dlhu v strednodobom horizonte. Rámec Európskej komisie pre udržiateľnosť dlhu zahŕňa komplexnú strednodobú analýzu (horizont 10 rokov) a tzv. ukazovateľ S1. Na vyjadrenie rizík používa Európska komisia aj ďalšie dva ukazovatele: tzv. ukazovateľ S0 (riziká v krátkodobom horizonte) a tzv. ukazovateľ S2 (riziká vo (veľmi) dlhodobom horizonte). Ukazovateľ S2 vyjadruje okamžitú fiškálnu úpravu potrebnú na stabilizáciu pomeru dlhu k HDP v nekonečnom horizonte, vrátane financovania dodatočných nákladov spojených so starnutím populácie.

Dostupnosť fiškálneho priestoru v rámci rozpočtových pravidiel EÚ tiež odráža hospodársky a iný vývoj. Viaceré ustanovenia Paktu stability a rastu explicitne počítajú s cyklickým vývojom a ďalšími faktormi. V nadväznosti na oznámenie

Komisie z januára 2015 o flexibilitu fiškálneho rámca EÚ boli požiadavky na úpravu v rámci preventívnej časti Paktu stability a rastu naviazané na produkčnú medzeru. Úpravy smerom k cieľom MTO môžu byť pomalšie aj v prípade, že krajiny uskutočnia štrukturálne reformy alebo zvýšia objem investícií.³⁵ Pokiaľ ide o požiadavky na znižovanie zadlženosti, potrebu úpravy môžu znížiť viaceré relevantné faktory vrátane nízkej inflácie a rastu.³⁶ Zmenu tempa rozpočtovej konsolidácie v prípade výrazného zhoršenia hospodárskej situácie umožňuje aj tzv. všeobecná úniková klauzula (doposiaľ nebola nikdy využitá), ale len za predpokladu, že sa tým neohrozí strednodobá udržateľnosť dlhu.

Pokiaľ ide o druhé obmedzenie, dostupný fiškálny priestor možno určiť na základe komplexnej analýzy udržateľnosti dlhu. V súčasnosti neexistuje žiadny ukazovateľ toho, či je dlh v praxi udržateľný. Komplexná analýza udržateľnosti dlhu (debt sustainability analysis – DSA) predstavuje projekciu dynamiky dlhu a tiež úroveň, na ktorej sa dlh stabilizuje v základnom scenári (referenčná hodnota) a v prípade rôznych nepriaznivých šokov. DSA zohľadňuje aj ďalšie relevantné ukazovatele, ako napríklad hrubé finančné potreby vlády, jej fiškálny rámec, štruktúru splatnosti dlhu verejnej správy, priestor na podmienené záväzky, kvalitu inštitúcií a politické riziká.³⁷ Vzhľadom na potrebu dlhodobej projekcie vývoja dlhu sú analýzy DSA citlivé na použité predpoklady. Podľa posledného sledovania udržateľnosti dlhu Európskej komisie³⁸ čelí významný počet krajín zvýšenému alebo vysokému riziku ohrozujúcemu udržateľnosť dlhu v strednodobom horizonte (tabuľka).³⁹ Podľa tejto metodiky tak má väčšina krajín eurozóny veľmi malý, resp. žiadny manévrovací priestor na rozpočtové úpravy. Ako je uvedené v tabuľke, výsledky tohto prístupu úzko súvisia s fiškálnym priestorom založeným na pravidlách: zvýšenému alebo vysokému riziku ohrozujúcemu udržateľnosť dlhu vo všeobecnosti čelia práve krajiny, ktoré najviac prekračujú referenčnú hodnotu zadlženosti na úrovni 60 % HDP a ktorých štrukturálna rozpočtová pozícia je najviac vzdialená od cieľov MTO.⁴⁰

Pokiaľ ide o tretie obmedzenie, koncept fiškálneho priestoru z hľadiska tzv. dlhových limitov zachytáva manévrovací priestor v rámci rozpočtu ako vzdialenosť medzi aktuálnou mierou zadlženosti a úrovňou, po prekročení

³⁵ Podrobnosti v boxe s názvom Flexibility within the Stability and Growth Pact, *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2015.

³⁶ Viac v článkoch Government debt reduction strategies in the euro area, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2016 a The euro area fiscal stance, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

³⁷ Napríklad Bouabdallah, O., Checherita-Westphal, C., Warneding, T., De Stefani, R., Drudi, F., Setzer, R. a Westphal, A.: Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework, pripravovaná publikácia Occasional Paper, ECB, 2017.

³⁸ Pozri https://ec.europa.eu/info/publications/debt-sustainability-monitor-2016_en a tabuľku.

³⁹ Žiadna z krajín eurozóny nečelí vysokému riziku v strednodobom horizonte podľa výsledkov ukazovateľa S0 a iba jedna krajina čelí vysokému riziku vo (veľmi) dlhodobom horizonte podľa výsledkov ukazovateľa S2.

⁴⁰ Prostredie nízkych úrokových sadzieb zväčšuje fiškálny priestor vlády určený podľa Paktu stability a rastu a podľa obmedzení týkajúcich sa miery zadlženosti: nižšie úrokové platby zlepšujú štrukturálne saldá a udržateľnosť dlhu.

ktorej hrozí, že vlády nebudú schopné plniť si svoje finančné záväzky.⁴¹ Výška týchto dlhových limitov buď priamo súvisí so schopnosťou vlád zvyšovať príjmy, alebo je všeobecnejšie vyjadrovaná ako stav, pri ktorom politická únava môže brániť prijímaniu konsolidačných opatrení potrebných na stabilizáciu rastúceho dlhu. Na modelovanie šokov ohrozujúcich ekonomiku, plnenia rozpočtových politík zo strany vlád a ich reakcií na rastúci dlh sa používajú rôzne prístupy. Vzhľadom na výraznú rôznorodosť použitých základných predpokladov sa výsledné modelové a empirické dlhové limity vyznačujú vysokou mierou neistoty. Možnosť ich skutočného uplatnenia pri formulovaní odporúčaní týkajúcich sa rozpočtovej politiky je preto otázna.

Z politického hľadiska je fiškálny priestor založený na pravidlách priamo relevantný pre rozpočtové plánovanie v krajinách eurozóny a v porovnaní s ostatnými ukazovateľmi je menej náchylný na extrémne revízie. V plnej miere preto spĺňa požiadavky na opatrné plánovanie rozpočtovej politiky v hospodárskej a menovej únii. Porovnanie rôznych konceptov merania fiškálneho priestoru zároveň naznačuje, že pri vytváraní priestoru na rozpočtové manévrovanie pomáhajú dobre navrhnuté politiky.⁴² Tie zahŕňajú dodatočnú konsolidáciu, prorastové rozpočtové politiky a štrukturálne reformy zamerané na zvyšovanie potenciálneho hospodárskeho rastu. V tomto smere existuje priestor pre všetky krajiny eurozóny.

⁴¹ Napríklad Ghosh, A. R., Kim, J. I., Mendoza, E., Ostry J. D. a Quereshi, M.: Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies, *Economic Journal*, Vol. 123, 2013. Ďalší prístup súvisí s určením stabilnej úrovne dlhu, t. j. pomeru dlhu a HDP, ku ktorému sa ekonomika snaží dlhodobo priblížiť. Počíta sa diskontovaním historického primárneho salda kladným diferenciálom rastu úrokových sadzieb. Podľa Ghosha a i. sa takto vypočítaná stabilná úroveň dlhu v prípade krajín eurozóny pohybuje v rozpätí od 62 % do 74 % HDP.

⁴² Viac v boxe 3 v Bankowski, K. a Ferdinandusse, M.: Euro area fiscal stance, *Occasional Paper Series*, No. 182, ECB, január 2017.

Postup pri makroekonomickej nerovnováhe v roku 2017 a plnenie odporúčaní pre jednotlivé krajiny na rok 2016

Európska komisia 22. februára 2017 uverejnila zimný balík európskeho semestra so závermi, ku ktorým dospela po uplatnení postupu pri makroekonomickej nerovnováhe, spolu s hodnotením pokroku reforiem v každom členskom štáte od prijatia príslušných odporúčaní pre jednotlivé krajiny v júli 2016.

Výsledok hodnotenia postupu pri makroekonomickej nerovnováhe v roku 2017 Európskou komisiou

Postup pri makroekonomickej nerovnováhe bol zavedený v roku 2011 a v súčasnosti sa uplatňuje šiesty rok. Je zameraný na predchádzanie vzniku škodlivých makroekonomických nerovnováh v krajinách EÚ a na ich nápravu v prípade, že sú nadmerné. Európska komisia po každoročnom jesennom preskúmaní na základe súboru ukazovateľov následne uskutočňuje hĺbkové preskúmanie vybraných krajín (zahrnuté v ročných správach o krajinách), v ktorom hodnotí závažnosť nerovnováh. Ak sa zistí, že takéto nerovnováhy existujú, príslušný členský štát dostane od Rady Európskej únie politické odporúčania vychádzajúce z odporúčaní Európskej komisie v rámci preventívnej časti postupu. V prípade, že sú nerovnováhy nadmerné, na základe odporúčania Komisie Rada sa môže začať postup pri nadmernej nerovnováhe (EIP).⁴³ V rámci tejto nápravnej časti postupu sa musí predložiť plán nápravných opatrení, v ktorom je opísaný postup riešenia daných nadmerných nerovnováh. Ak sa opakovane nepodarí predložiť primeraný plán alebo ak sa schválený plán nedodržiava, môže Rada uvaliť na príslušnú krajinu eurozóny sankcie.

Európska komisia v rámci svojho hodnotenia zistila nadmerné nerovnováhy v šiestich krajinách: v Bulharsku, vo Francúzsku, v Chorvátsku, Taliansku, na Cypre a v Portugalsku (tabuľka A). Vo všetkých týchto krajinách, s výnimkou Cypru, boli nadmerné nerovnováhy zistené už v roku 2015. Cyprus bol do tohto zoznamu pridaný v roku 2016, po ukončení svojho programu hospodárskych a finančných opatrení v marci toho istého roku. Pri spätnom pohľade na dlhšie obdobie vidíme, že počet krajín, v prípade ktorých Komisia identifikovala nadmerné nerovnováhy, sa od roku 2012 každým rokom zvyšuje, a ustálil sa len tento rok (graf A). Tento trend do istej miery zapríčinili krajiny, ktorých programy hospodárskych opatrení boli ukončené a ktoré boli preto automaticky znovu začlenené do štandardných postupov dohľadu nad krajinami EÚ. Kým programy opatrení pomohli znížiť nerovnováhy, celková nestabilita v týchto krajinách ostáva vysoká, a preto je naďalej nutné ich dôkladné monitorovanie. Aj keď sa však počíta s takýmto automatickým začlenením, počet krajín v kategórii nadmerných nerovnováh neklesá. Zdá sa, že toto zistenie je v súlade so záverom hodnotenia z roku 2016 (pozri nižšie) týkajúceho sa implementácie odporúčaní pre jednotlivé

⁴³ Odôvodnenie 22 nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 1176/2011 zo 16. novembra 2011 o prevencii a náprave makroekonomických nerovnováh.

krajiny, že tempo reforiem je stále pomalé, napriek problémom, ktorým tieto krajiny čelia. Z kategórie krajín s nadmernou nerovnováhou sa podarilo dostať iba Španielsku a Slovinsku, pričom Taliansko je v tejto kategórii už štvrtý rok.

Tabuľka A

Záver Komisie v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe v roku 2017

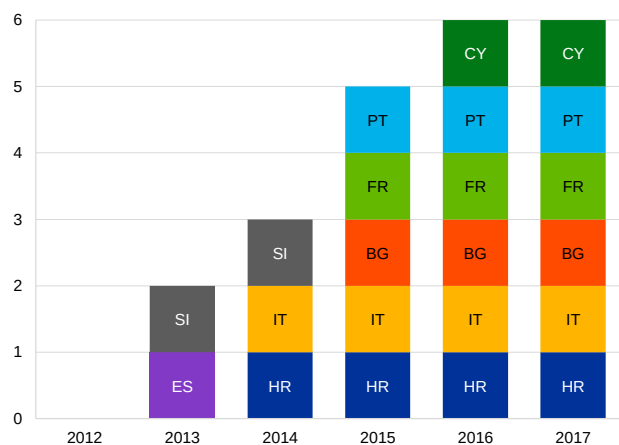
(1) Žiadne nerovnováhy				(2) Nerovnováhy		(3) Nadmerné nerovnováhy		(4) Nadmerné nerovnováhy a uplatnenie nápravnej časti (EIP)	
2016		2017		2016	2017	2016	2017	2016	2017
BE*	HU*	BE	HU	DE	DE	BG	BG	-	-
CZ	MT	CZ	MT	IE	IE	FR	FR		
DK	AT*	DK	AT	ES	ES	HR**	HR		
EE*	PL	EE	PL	NL	NL	IT	IT**		
LV	RO*	LV	RO	SI	SI	PT**	PT**		
LT	SK	LT	SK	FI		CY	CY**		
LU	UK*	LU	UK	SE	SE				
			FI*						

Zdroj: Európska komisia.

Poznámka: * V týchto krajinách prebehlo v roku 2017 hĺbkové preskúmanie. Ostatné krajiny v stĺpci (1) boli v správe o mechanizme varovania, ktorá predstavuje prvú fázu MIP, vyhodnotené ako krajiny bez nerovnováh. ** V prípade Talianska, Cypru a Portugalska bude Komisia osobitne skúmať, či sú v ich národných programoch reforiem zakomponované dostatočne ambiciózne politické opatrenia. Ak Komisia dospieje k názoru, že to tak je, nepristúpi v prípade danej krajiny k uplatneniu nápravnej časti postupu. Rovnaký postup sa v roku 2016 realizoval v Chorvátsku a Portugalsku.

Graf A

Nárast počtu krajín s nadmernými nerovnovahami od roku 2012



Zdroj: Európska komisia.

Poznámka: V grafe sú zobrazené tie krajiny, pri ktorých Európska komisia každý rok identifikovala nadmerné nerovnováhy. Krajina, v ktorej sa uplatňoval program hospodárskych opatrení, automaticky po skončení programu pristupuje k postupu pri makroekonomickej nerovnováhe. V roku 2012 nebola identifikovaná žiadna krajina, ktorá by mala nadmernú nerovnováhu.

Komisia tak ako aj minulý rok zistila nerovnováhy (hoci nie nadmerné) v prípade Nemecka, Írska, Španielska, Holandska, Slovinska a Švédska.

Naopak v prípade Fínska Komisia postup uzavrela po tom, ako dospela k záveru, že nerovnováhy identifikované v minulom roku už nie sú prítomné, čo je výsledkom (okrem iného) dôrazných politických opatrení, ktoré vláda zaviedla na obnovenie konkurencieschopnosti.

Aj keď v roku 2016 možno pozorovať nárast počtu krajín bez nerovnováh, neznamená to, že by sa malo zastaviť ich úsilie zavádzať reformy. Väčšina krajín eurozóny stále zaostáva v implementovaní osvedčených postupov, pokiaľ ide o dobre fungujúce politiky trhu práce a trhu tovarov a služieb.⁴⁴

Z empirických štúdií tiež vyplýva, že kvalitnejšie inštitúcie a väčšia odolnosť voči šokom spolu s vyšším rastom výkonnosti sú veľmi úzko prepojené.⁴⁵ Tieto krajiny teda potrebujú ďalšie reformy na zvýšenie svojej odolnosti a konkurencieschopnosti.

⁴⁴ Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU, *Economic Bulletin*, Issue 5, 2016.

⁴⁵ ibid.

Napriek konštatovaniu nadmerných nerovnováh v šiestich krajinách Európska komisia v tejto fáze nenavrhne aktivovať postup pri nadmernej nerovnováhe (t. j. nápravnú časť tohto postupu). Od vytvorenia postupu pri makroekonomickej nerovnováhe ECB zastáva názor, že nástroje tohto postupu – vrátane nápravnej časti – by sa na krajiny s nadmernou nerovnováhou mali plne uplatňovať. Na to výslovne vyzvali aj piati predsedovia vo svojej správe v roku 2015.⁴⁶ Využitie týchto nástrojov je žiaduce nielen na zvýšenie hospodárskeho výhľadu samotnej krajiny, ale aj na uľahčenie postupov hospodárskej konsolidácie v rámci eurozóny a zredukovanie zraniteľných miest v celej eurozóne. Je to teda v záujme eurozóny ako celku.

Hoci Komisia v tejto chvíli neaktivovala nápravnú časť postupu, oznámila, že tri z krajín s nadmernou nerovnováhou (Taliansko, Portugalsko a Cyprus) požiadala, aby vo svojich národných programoch reforiem (ktoré sa majú predložiť do apríla 2017) navrhli obzvlášť ambiciózne politické opatrenia.

V prípade, že tieto programy nebudú obsahovať požadované politické opatrenia, postup pri nadmernej nerovnováhe by sa mohol iniciovať v máji. Pre každú krajinu, pri ktorej už bolo vyhodnotené, že má nerovnováhu alebo nadmernú nerovnováhu, vykoná Komisia osobitnú monitorovaciu misiu zodpovedajúcu závažnosti nerovnováhy.

Hodnotenie realizácie odporúčaní pre jednotlivé krajiny na rok 2016

Členské štáty EÚ celkovo neprijali dostatočné kroky na realizáciu reforiem vyplývajúcich z odporúčaní pre jednotlivé krajiny z roku 2016 (tabuľka B).

Európska komisia dospela k záveru, že v prevažnej väčšine (viac ako 90 %) reformných odporúčaní sa dosiahol len „určitý“ alebo „obmedzený“ pokrok v realizácii a iba dve (z približne 90) odporúčaní pre jednotlivé krajiny sa realizovali vo významnej alebo v plnej miere. Toto nepriaznivé napredovanie v reformách je v ostrom rozpore so zistením, že počet krajín s nadmernými nerovnovahami neklesol. Žiadna zo šiestich krajín, v ktorých sa minulý rok identifikovali nadmerné nerovnováhy, napriek svojej výraznejšej zraniteľnosti v priemere nedosiahla – s výnimkou Francúzska – väčšiu mieru realizácie reforiem ako priemerný členský štát EÚ. Je to obzvlášť prekvapivé v prípade Portugalska a Chorvátska, keďže sa tieto krajiny v roku 2016 zaviazali plniť ambiciózne reformný program, na základe ktorého sa Komisia rozhodla v ich prípade neuplatňovať postup pri nadmernej nerovnováhe.

⁴⁶ Juncker, J.-C. et al., *Dobudovanie hospodárskej a menovej únie v Európe*, jún 2015.

Tabuľka B

Hodnotenie realizácie odporúčaní pre jednotlivé krajiny (CSR) na rok 2016 vykonané Komisiou

--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

Zdroj: Európska komisia.

Poznámka. * CSR 1 nezahŕňa hodnotenie dodržiavania Paktu stability a rastu, ktoré bude hodnotiť Komisia na jar 2017.

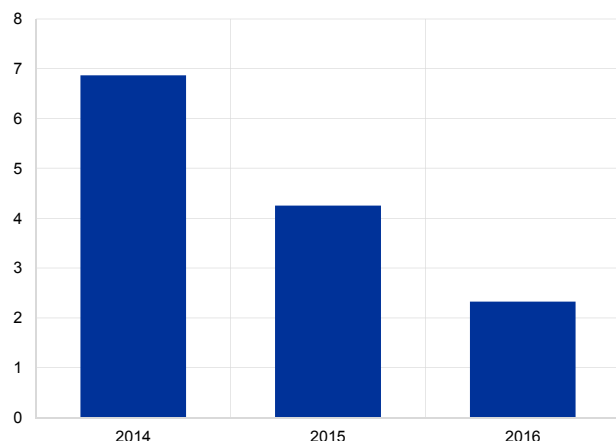
Do európskeho semestra na rok 2016 nebolo zaradené Grécko (GR), pretože v tejto krajine prebieha program hospodárskych opatrení. Grécko teda nedostalo odporúčania pre jednotlivé krajiny. „Žiadny pokrok“ znamená, že členský štát dôveryhodným spôsobom neohlásil ani neprijal žiadne opatrenia na realizáciu odporúčaní. Toto hodnotenie sa použije aj vtedy, keď členský štát poveril študijnú skupinu, aby posúdila možné opatrenia. „Obmedzený pokrok“ znamená, že členský štát buď ohlásil určité opatrenia, ale tieto opatrenia zohľadňujú odporúčania pre krajinu len v obmedzenej miere; a/alebo riadiacemu alebo legislatívnemu orgánu predložil právne predpisy, ktoré však zatiaľ neboli schválené a na zavedenie odporúčaní pre krajinu budú potrebné mnohé ďalšie kroky nelegislatívneho charakteru, pričom ale neexistujú následné opatrenia na ich implementáciu, ktorá je nevyhnutná v súvislosti s odporúčaniami pre krajinu. „Určitý pokrok“ znamená, že členský štát prijal opatrenia, ktoré čiastočne zohľadňujú odporúčania pre krajinu, a/alebo schválil opatrenia, ktoré tieto odporúčania zohľadňujú, je však stále potrebná značná práca na úplné splnenie odporúčaní pre krajinu, keďže len niekoľko prijatých opatrení bolo realizovaných. „Výrazný pokrok“ znamená, že členský štát schválil opatrenia, ktoré v značnej miere zohľadňujú odporúčania pre krajinu a z ktorých sa väčšina zrealizovala. „Realizované v plnom rozsahu“ znamená, že členský štát zrealizoval všetky opatrenia potrebné na riadne splnenie odporúčaní pre krajinu. „Nehodnotené“ sa vzťahuje na prípady, keď sa odporúčania pre jednotlivé krajiny (CSR 1) týkajú zväčša alebo výlučne Paktu stability a rastu (pozri vyššie).

Vysvetlenie kategórií postupu pri makroekonomickej nerovnováhe za rok 2017 sa nachádza v tabuľke A.

Graf B

Pokles podielu v plnej miere realizovaných odporúčaní alebo odporúčaní plnených s „výrazným pokrokom“ v implementácii

(v %)



Zdroj: Európska komisia.

Poznámka: Graf znázorňuje podiel spoločných odporúčaní pre jednotlivé krajiny (na rozdiel od ich detailných prvkov), ktoré boli v plnej miere realizované, alebo odporúčaní plnených s „výrazným pokrokom“ v implementácii v jednotlivých rokoch (detailné definície pojmov „realizované v plnom rozsahu“ a „výrazný pokrok“ sa nachádzajú v poznámke k tabuľke B).

Pri spätnom pohľade na implementáciu odporúčaní pre jednotlivé krajiny za posledné tri roky vidíme, že reformné úsilie stále slabne, a to aj napriek skutočnosti, že počet odporúčaní sa znížil. Minulý rok Komisia skonštatovala, že väčšina krajín dosiahla len „určitý“ alebo „obmedzený“ pokrok pri realizácii odporúčaní na rok 2015. V tomto roku bol počet odporúčaní plnených s „výrazným pokrokom“ alebo „realizovaných v plnom rozsahu“ ešte nižší (graf B). Rozhodnutie Komisie z roku 2015 výrazne znížiť počet odporúčaní v snahe umožniť členským štátom, aby sa zamerali na prioritné záležitosti v makroekonomickej a sociálnej oblasti, neprinieslo požadovaný efekt zvýšenia reformného úsilia.

Členské štáty vo všeobecnosti implementovali pomerne menej odporúčaní pre politiky trhu tovarov a služieb ako pre politiky trhu práce. Podľa hodnotenia Komisie bola implementácia reforiem trhu tovarov a služieb obzvlášť slabá v porovnaní s ostatnými oblasťami politiky (napr. reformy trhu práce). Príklady odporúčaní v oblasti trhu tovarov a služieb zahŕňajú výzvy, aby členské štáty: i) zmiernili

prekážky, ktoré bránia vstupu nových podnikov do sieťových odvetví (energetika, doprava, telekomunikácie atď.), ii) obnovili zrušené profesie a iii) zlepšili regulačné rámce na podporu hospodárskej súťaže. Náprava vo všetkých uvedených oblastiach je základným predpokladom pre vyššiu rast produktivity a podporu investícií.

Úplné a efektívne využitie všetkých nástrojov dostupných v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe – vrátane jeho nápravnej časti – je nevyhnutné na zrýchlenie tempa realizácie reforiem. Ďalšie zaznamenané spomaľovanie reforiem je v ostrom rozpore s potrebou riešiť významné problémy, ktoré pretrvávajú v mnohých krajinách eurozóny, a nutnosťou zvyšovať ich odolnosť. Nedostatočné plnenie na strane krajín naznačuje, že ani politické záväzky členských štátov obsiahnuté v ich národných programoch reforiem, ani opakované výzvy Komisie na prijatie rozhodných opatrení nepostačujú na predzvest' či presadzovanie reforiem. Nástroje, ktoré sú k dispozícii v nápravnej časti postupu pri makroekonomickej nerovnováhe, sú vhodné na zlepšenie reformného úsilia, čím by sa zvýšila odolnosť jednotlivých krajín a zlepšilo fungovanie hospodárskej a menovej únie.

Štatistika

Obsah

1 Vonkajšie prostredie	S 2
2 Finančný vývoj	S 3
3 Hospodárska aktivita	S 8
4 Ceny a náklady	S 14
5 Peňažné a úverové agregáty	S 18
6 Fiškálny vývoj	S 23

Ďalšie informácie

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

Značky a skratky použité v tabuľkách

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

Vonkajšie prostredie

1.1 Hlavní obchodní partneri, HDP a CPI

	HDP ¹⁾ (percentuálna zmena medzi obdobiami)						CPI (ročná percentuálna zmena)						
	G20 ³⁾	Spojené štáty	Spojené kráľovstvo	Japonsko	Čína	Informatívna položka: eurozóna	Krajiny OECD		Spojené štáty	Spojené kráľovstvo (HICP)	Japonsko	Čína	Informatívna položka: eurozóna ³⁾ (HICP)
	1	2	3	4	5	6	Spolu	bez potravín a energií	9	10	11	12	13
2014	3,4	2,4	3,1	0,2	7,3	1,2	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,3	2,6	2,2	1,3	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	.	1,6	1,8	1,0	6,7	1,7	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2016 Q1	0,8	0,2	0,2	0,6	1,3	0,5	1,0	1,9	1,1	0,3	0,0	2,1	0,0
Q2	0,7	0,4	0,6	0,4	1,9	0,3	0,8	1,8	1,0	0,4	-0,4	2,1	-0,1
Q3	0,8	0,9	0,6	0,3	1,8	0,4	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
Q4	.	0,5	0,7	0,2	1,7	0,4	1,6	1,8	1,8	1,2	0,3	2,2	0,7
2016 Sep.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,8	1,5	1,0	-0,5	1,9	0,4
Okt.	-	-	-	-	-	-	1,4	1,7	1,6	0,9	0,1	2,1	0,5
Nov.	-	-	-	-	-	-	1,5	1,7	1,7	1,2	0,5	2,3	0,6
Dec.	-	-	-	-	-	-	1,8	1,8	2,1	1,6	0,3	2,1	1,1
2017 Jan.	-	-	-	-	-	-	2,3	1,9	2,5	1,8	0,4	2,5	1,8
Feb. ⁴⁾	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	2,0

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 za Argentínu nie sú momentálne k dispozícii. Dôvodom je mimoriadny stav v národnom štatistickom systéme vyhlásený argentínskou vládou 7. januára 2016. V dôsledku toho Argentína nie je zahrnutá do výpočtu agregátu G20. Jej opätovné zaradenie do výpočtu bude závisieť od ďalšieho vývoja.

3) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

4) Čísla za eurozónu sú odhadnuté na základe predbežných národných údajov, 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
2014	54,1	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,2	54,0	51,5	2,6	3,8	1,7
2015	53,1	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,3	3,8	-0,3
2016	51,6	52,4	53,5	50,5	51,4	53,3	51,8	51,9	50,2	0,9	1,2	0,6
2016 Q1	51,1	51,5	54,1	51,2	50,3	53,2	50,8	51,2	49,4	-0,6	0,6	-1,4
Q2	50,7	51,5	52,5	49,0	50,5	53,1	49,9	51,0	48,8	-0,3	0,1	-0,5
Q3	51,3	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,7	51,2	50,1	1,1	1,1	1,1
Q4	53,2	54,6	55,6	52,0	53,1	53,8	53,3	53,1	50,6	0,7	-1,3	2,1
2016 Sep.	51,5	52,3	53,9	48,9	51,4	52,6	51,6	51,5	50,2	1,1	1,1	1,1
Okt.	53,0	54,9	54,8	51,3	52,9	53,3	53,3	52,9	50,4	0,9	0,2	1,4
Nov.	53,0	54,9	55,3	52,0	52,9	53,9	53,2	53,0	50,6	0,3	-1,0	1,2
Dec.	53,5	54,1	56,7	52,8	53,5	54,4	53,5	53,5	50,7	0,7	-1,3	2,1
2017 Jan.	53,9	55,8	55,4	52,3	52,2	54,4	53,1	54,1	51,6	.	.	.
Feb.	52,9	54,1	53,8	52,2	52,6	56,0	53,4	52,7	52,2	.	.	.

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

1) V položkách globál a vyspelé ekonomiky nie je zahrnutá eurozóna. Ročné a štvrťročné údaje sú percentá medzi obdobiami; mesačné údaje sú percentá medzi trojmesečnými 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
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	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2016 Aug.	-0,34	-0,37	-0,30	-0,19	-0,05	0,81	-0,02
Sep.	-0,34	-0,37	-0,30	-0,20	-0,06	0,85	-0,03
Okt.	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,88	-0,02
Nov.	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,91	-0,06
Dec.	-0,35	-0,37	-0,32	-0,22	-0,08	0,98	-0,04
2017 Jan.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,09	1,03	-0,02
Feb.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,04	-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
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
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2016 Aug.	-0,65	-0,64	-0,65	-0,54	-0,12	0,53	0,98	0,48	-0,65	-0,66	-0,16	0,64
Sep.	-0,74	-0,72	-0,72	-0,59	-0,16	0,56	1,00	0,60	-0,71	-0,71	-0,22	0,64
Okt.	-0,82	-0,74	-0,66	-0,38	0,14	0,88	1,18	1,03	-0,65	-0,51	0,17	1,03
Nov.	-0,80	-0,80	-0,78	-0,42	0,27	1,07	1,60	1,30	-0,80	-0,69	0,39	1,29
Dec.	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017 Jan.	-0,70	-0,70	-0,69	-0,28	0,50	1,20	1,69	1,36	-0,72	-0,60	0,64	1,63
Feb.	-0,87	-0,88	-0,90	-0,54	0,25	1,13	1,56	1,05	-0,92	-0,86	0,34	1,46

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
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
2016	321,6	3 003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2 094,7	16 920,5
2016 Aug.	323,2	2 992,9	637,9	253,0	621,1	284,0	138,3	510,9	391,9	255,4	320,0	785,4	2 177,5	16 586,1
Sep.	325,5	3 012,1	635,6	255,4	617,6	281,3	142,8	518,7	396,1	251,6	321,0	780,1	2 157,7	16 737,0
Okt.	327,9	3 042,3	649,8	253,5	620,8	291,0	146,7	519,1	393,0	247,2	318,4	768,8	2 143,0	17 044,5
Nov.	324,5	3 026,4	654,4	247,7	594,1	286,0	152,5	515,1	378,7	231,5	306,9	778,3	2 165,0	17 689,5
Dec.	342,6	3 207,3	698,1	253,7	619,1	313,6	165,7	541,6	396,0	237,1	320,9	797,3	2 246,6	19 066,0
2017 Jan.	352,4	3 298,8	720,9	258,4	637,7	321,1	170,1	557,7	412,7	240,1	337,5	817,4	2 275,1	19 194,1
Feb.	353,2	3 293,1	728,9	257,0	644,9	312,5	166,6	563,0	431,7	239,1	334,6	839,5	2 329,9	19 188,7

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 nezapísaným v obchodnom registri	Úvery na bývanie					Kompozitný indikátor nákladov na požíčkovanie
	splátne na požiadanie	splátne na požiadanie do 3 mesiacov	s dohodnutou splatnosťou:				podľa začiatku obdobia fixácie sadzby		RPMP ³⁾		podľa začiatku obdobia fixácie sadzby				RPMP ³⁾	
			do 2 rokov	nad 2 roky			pohyblivá sadzba do 1 roka	nad 1 rok			pohyblivá sadzba do 1 roka	nad 2 a do 5 rokov	nad 5 a do 10 rokov	nad 10 rokov		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2016 Feb.	0,12	0,60	0,60	0,89	6,66	16,89	5,01	6,13	6,46	2,62	2,00	2,20	2,23	2,33	2,49	2,19
Mar.	0,11	0,58	0,59	0,88	6,63	16,88	5,14	5,97	6,34	2,53	1,90	2,10	2,10	2,24	2,38	2,11
Apr.	0,11	0,57	0,58	0,85	6,54	16,82	5,19	5,99	6,33	2,56	1,86	2,09	2,17	2,23	2,41	2,09
Máj	0,10	0,56	0,54	0,87	6,56	16,75	5,21	6,09	6,46	2,56	1,85	2,03	2,06	2,12	2,37	2,02
Jún	0,09	0,54	0,56	0,85	6,54	16,80	4,96	5,87	6,18	2,44	1,81	2,00	1,97	2,01	2,32	1,97
Júl	0,09	0,52	0,50	0,92	6,46	16,80	5,14	5,96	6,29	2,39	1,82	1,96	1,96	1,96	2,33	1,92
Aug.	0,08	0,51	0,52	0,84	6,48	16,78	5,43	6,01	6,37	2,40	1,87	1,96	1,86	1,88	2,31	1,90
Sep.	0,08	0,50	0,50	0,79	6,50	16,78	5,16	5,75	6,14	2,35	1,80	1,98	1,85	1,85	2,28	1,86
Okt.	0,08	0,49	0,44	0,76	6,43	16,78	5,17	5,69	6,11	2,43	1,78	1,90	1,80	1,81	2,25	1,81
Nov.	0,08	0,49	0,43	0,78	6,40	16,71	4,91	5,74	6,12	2,43	1,76	1,91	1,76	1,79	2,24	1,79
Dec.	0,08	0,49	0,43	0,76	6,34	16,68	4,78	5,48	5,87	2,31	1,77	1,88	1,80	1,76	2,24	1,78
2017 Jan. ^(p)	0,07	0,48	0,42	0,76	6,36	16,67	5,06	5,85	6,21	2,27	1,75	1,87	1,80	1,76	2,29	1,81

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 požičiavanie
	splátne 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
2016 Feb.	0,13	0,24	0,70	2,93	3,16	3,28	2,76	1,97	2,11	2,09	1,37	1,48	1,74	2,03
Mar.	0,13	0,16	0,87	2,89	3,03	3,20	2,68	1,92	2,03	2,02	1,38	1,74	1,77	2,04
Apr.	0,12	0,19	0,64	2,80	2,99	3,12	2,66	1,93	1,96	1,98	1,38	1,59	1,81	2,01
Máj	0,11	0,13	0,63	2,76	2,91	3,10	2,61	1,91	1,94	1,92	1,27	1,68	1,74	1,92
Jún	0,11	0,15	0,64	2,75	2,66	3,01	2,52	1,85	1,91	1,85	1,34	1,60	1,64	1,89
Júl	0,09	0,16	0,42	2,70	2,73	3,07	2,47	1,87	1,91	1,80	1,28	1,56	1,69	1,87
Aug.	0,09	0,16	0,47	2,74	2,69	3,01	2,46	1,86	1,94	1,79	1,22	1,48	1,54	1,83
Sep.	0,09	0,12	0,47	2,72	2,65	2,96	2,42	1,82	1,85	1,73	1,28	1,61	1,63	1,86
Okt.	0,08	0,15	0,49	2,68	2,63	3,04	2,37	1,81	1,83	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83
Nov.	0,07	0,12	0,42	2,64	2,60	2,91	2,38	1,82	1,82	1,68	1,28	1,43	1,52	1,82
Dec.	0,07	0,12	0,59	2,64	2,58	2,84	2,30	1,84	1,84	1,68	1,33	1,46	1,62	1,81
2017 Jan. ^(p)	0,06	0,12	0,51	2,69	2,67	2,83	2,30	1,81	1,85	1,73	1,22	1,45	1,63	1,80

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														
2014	1 320	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1 278	517	156	.	62	478	65	338	153	37	.	33	82	34
2016	1 241	521	133	.	59	466	62	335	147	45	.	32	79	33
2016 Aug.	1 301	526	151	.	71	484	70	321	142	51	.	24	77	27
Sep.	1 315	540	149	.	69	492	66	355	159	44	.	30	86	36
Okt.	1 291	531	139	.	71	484	67	340	155	43	.	35	69	37
Nov.	1 304	537	145	.	70	487	65	349	139	63	.	33	88	26
Dec.	1 241	521	133	.	59	466	62	303	128	69	.	31	50	25
2017 Jan.	1 273	537	134	.	71	469	62	390	187	37	.	38	88	41
Dlhodobé														
2014	15 135	4 050	3 167	.	990	6 285	642	220	65	44	.	16	85	10
2015	15 242	3 783	3 285	.	1 055	6 482	637	215	68	45	.	13	81	9
2016	15 255	3 645	3 191	.	1 133	6 635	651	207	59	45	.	17	77	9
2016 Aug.	15 167	3 696	3 125	.	1 078	6 629	640	99	32	17	.	3	42	5
Sep.	15 184	3 677	3 141	.	1 097	6 630	638	217	52	46	.	29	84	7
Okt.	15 214	3 673	3 169	.	1 103	6 618	651	239	56	61	.	22	82	18
Nov.	15 276	3 666	3 177	.	1 129	6 653	652	216	43	64	.	26	76	7
Dec.	15 255	3 645	3 191	.	1 133	6 635	651	156	45	71	.	13	25	2
2017 Jan.	15 311	3 647	3 203	.	1 135	6 679	648	287	94	62	.	15	107	9

Zdroj: ECB.

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

2.7 Miera rastu a stav dlhových cenných papierov a kótovaných akcií

(v mld. EUR; percentuálna zmena)

	Dlhové cenné papiere							Kótované akcie			
	Spolu	PFI (vrátane Eurosystému)	Korporácie iné ako PFI		Verejná správa		Spolu	PFI	Finančné korporácie iné ako PFI	Nefinančné korporácie	
			Finančné korporácie iné ako PFI	Nefinančné korporácie	Ústredná štátna správa	Ostatná verejná správa					
											1
	Stav										
2014	16 455,1	4 593,1	3 297,3	.	1 048,8	6 823,2	692,7	5 958,0	591,1	780,6	4 586,3
2015	16 520,7	4 300,6	3 441,5	.	1 116,6	6 960,0	702,1	6 744,7	586,1	910,5	5 248,1
2016	16 496,0	4 165,6	3 324,7	.	1 192,2	7 100,2	713,3	7 029,1	538,7	1 022,8	5 467,6
2016 Aug.	16 468,4	4 221,7	3 276,1	.	1 148,3	7 112,6	709,7	6 535,7	444,7	880,6	5 210,3
Sep.	16 498,3	4 216,3	3 289,9	.	1 165,9	7 122,3	703,9	6 593,0	427,5	877,3	5 288,2
Okt.	16 504,4	4 203,1	3 307,7	.	1 174,4	7 101,5	717,6	6 665,7	479,2	912,2	5 274,4
Nov.	16 579,9	4 203,0	3 321,6	.	1 198,8	7 140,0	716,4	6 651,0	482,3	957,1	5 211,6
Dec.	16 496,0	4 165,6	3 324,7	.	1 192,2	7 100,2	713,3	7 029,1	538,7	1 022,8	5 467,6
2017 Jan.	16 583,7	4 183,7	3 336,8	.	1 205,8	7 147,5	709,9	7 015,2	542,3	1 020,9	5 452,0
	Miera rastu										
2014	-0,7	-8,1	0,4	.	4,9	3,1	1,1	1,6	7,2	2,0	0,7
2015	0,3	-7,0	5,7	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6
2016	0,0	-2,9	-2,8	.	6,9	2,0	1,4	0,5	1,2	1,0	0,4
2016 Aug.	0,1	-4,5	0,1	.	3,9	2,1	2,1	0,9	2,8	1,6	0,6
Sep.	0,0	-3,8	-0,9	.	5,5	1,6	1,9	0,9	2,8	1,7	0,6
Okt.	-0,3	-4,0	-1,7	.	6,2	1,3	3,1	0,9	2,8	1,4	0,7
Nov.	-0,2	-4,2	-1,2	.	7,1	1,5	1,0	0,8	2,8	1,0	0,5
Dec.	0,0	-2,9	-2,8	.	6,9	2,0	1,4	0,5	1,2	1,0	0,4
2017 Jan.	0,6	-2,0	-1,7	.	8,6	2,0	1,1	0,6	1,5	1,1	0,4

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
2014	101,8	97,8	97,0	91,9	98,5	100,0	114,7	96,1
2015	92,4	88,4	89,3	83,7	85,0	90,9	106,5	87,8
2016	94,8	90,1	91,4	-	-	-	110,4	90,0
2016 Q1	94,1	89,5	91,0	85,6	85,4	91,9	110,4	90,1
Q2	94,9	90,3	91,7	86,1	85,5	92,2	110,8	90,4
Q3	95,2	90,5	91,7	86,2	86,1	92,2	110,6	90,1
Q4	94,9	90,2	91,1	-	-	-	110,0	89,6
2016 Sep.	95,4	90,6	91,8	-	-	-	110,9	90,3
Okt.	95,5	90,8	91,8	-	-	-	110,6	90,1
Nov.	95,0	90,2	91,1	-	-	-	110,3	89,7
Dec.	94,2	89,6	90,4	-	-	-	109,2	88,9
2017 Jan.	94,4	89,7	90,4	-	-	-	109,7	89,1
Feb.	93,9	89,2	89,8	-	-	-	108,8	88,3
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu mesiacu</i>								
2017 Feb.	-0,5	-0,5	-0,6	-	-	-	-0,8	-0,9
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu roku</i>								
2017 Feb.	-0,9	-0,8	-2,0	-	-	-	-2,2	-2,8

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-18.

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
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
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2016 Q1	7,210	7,617	27,040	7,461	312,024	126,997	4,365	0,770	4,4924	9,327	1,096	1,102
Q2	7,379	7,504	27,040	7,439	313,371	121,949	4,372	0,787	4,4986	9,278	1,096	1,129
Q3	7,443	7,493	27,029	7,442	311,016	114,292	4,338	0,850	4,4646	9,511	1,089	1,117
Q4	7,369	7,523	27,029	7,439	309,342	117,918	4,378	0,869	4,5069	9,757	1,080	1,079
2016 Sep.	7,482	7,500	27,022	7,447	308,678	114,218	4,321	0,852	4,4502	9,565	1,092	1,121
Okt.	7,420	7,507	27,022	7,440	307,000	114,473	4,308	0,894	4,4942	9,707	1,089	1,103
Nov.	7,388	7,521	27,033	7,441	308,816	116,933	4,391	0,869	4,5100	9,851	1,076	1,080
Dec.	7,298	7,540	27,031	7,436	312,235	122,395	4,436	0,844	4,5164	9,709	1,075	1,054
2017 Jan.	7,319	7,530	27,021	7,435	308,987	122,136	4,367	0,861	4,5018	9,511	1,071	1,061
Feb.	7,314	7,448	27,021	7,435	308,502	120,168	4,308	0,853	4,5136	9,476	1,066	1,064
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu mesiacu</i>												
2017 Feb.	-0,1	-1,1	0,0	0,0	-0,2	-1,6	-1,4	-1,0	0,3	-0,4	-0,5	0,3
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu roku</i>												
2017 Feb.	0,7	-2,5	-0,1	-0,4	-0,6	-5,6	-2,0	9,9	0,7	0,7	-3,3	-4,1

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)												
2015 Q4	22 234,9	23 309,5	-1 074,5	9 813,6	8 082,4	7 175,8	10 301,2	-44,6	4 645,8	4 925,9	644,2	13 003,5
2016 Q1	22 100,4	23 177,4	-1 077,0	9 675,5	7 997,6	7 111,3	10 108,7	-21,8	4 660,0	5 071,1	675,3	13 236,7
Q2	22 655,4	23 592,2	-936,9	9 808,6	8 199,1	7 428,4	10 144,1	-54,0	4 750,5	5 249,0	721,8	13 379,8
Q3	22 850,8	23 717,5	-866,6	9 746,7	8 053,4	7 689,8	10 288,3	-49,2	4 736,5	5 375,8	727,0	13 362,6
Stav v % HDP												
2016 Q3	214,0	222,2	-8,1	91,3	75,4	72,0	96,4	-0,5	44,4	50,4	6,8	125,2
Transakcie												
2016 Q1	385,6	381,0	4,6	113,8	74,8	134,1	40,6	27,3	109,3	265,6	1,0	-
Q2	205,9	143,7	62,3	-13,5	24,6	122,3	-34,2	-44,6	139,5	153,3	2,2	-
Q3	205,0	39,3	165,7	37,5	-87,8	138,2	-29,6	26,0	-4,4	156,7	7,7	-
Q4	103,1	-52,1	155,2	154,6	1,9	-18,5	-42,0	17,1	-54,5	-12,0	4,3	-
2016 Júl	135,6	111,2	24,4	5,1	-26,7	53,6	-5,2	14,7	63,0	143,2	-0,9	-
Aug.	126,1	74,2	51,9	44,5	2,3	54,2	-16,2	6,7	18,8	88,1	1,8	-
Sep.	-56,7	-146,1	89,5	-12,2	-63,4	30,4	-8,2	4,6	-86,3	-74,6	6,8	-
Okt.	243,7	252,8	-9,1	95,7	24,7	-12,0	-9,0	8,7	155,3	237,2	-4,1	-
Nov.	43,0	22,7	20,3	51,6	22,3	-20,6	22,4	2,3	7,5	-22,0	2,2	-
Dec.	-183,6	-327,6	144,1	7,3	-45,1	14,2	-55,4	6,1	-217,3	-227,2	6,1	-
12-mesačné kumulované transakcie												
2016 Dec.	899,6	511,9	387,8	292,4	13,5	376,2	-65,2	25,9	190,0	563,5	15,2	-
12-mesačné kumulované transakcie v % HDP												
2016 Dec.	8,4	4,8	3,6	2,7	0,1	3,5	-0,6	0,2	1,8	5,3	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)												
2014	10 135,2	9 776,8	5 632,5	2 125,5	1 988,6	1 000,5	598,7	382,2	30,3	358,3	4 532,5	4 174,2
2015	10 459,6	9 986,9	5 743,3	2 164,6	2 066,3	1 018,6	631,9	407,6	12,7	472,7	4 833,4	4 360,7
2016	10 733,2	10 233,2	5 875,7	2 221,5	2 138,1	.	.	.	-2,1	500,0	4 902,6	4 402,6
2016 Q1	2 660,3	2 534,3	1 455,0	551,5	527,1	259,8	163,1	102,0	0,7	126,0	1 200,3	1 074,3
Q2	2 671,4	2 547,7	1 462,9	553,8	534,7	260,2	164,4	107,4	-3,6	123,7	1 215,5	1 091,8
Q3	2 686,7	2 560,7	1 469,9	556,6	533,6	263,2	165,1	102,9	0,6	126,1	1 223,8	1 097,7
Q4	2 707,8	2 586,1	1 483,2	559,6	539,0	.	.	.	4,3	121,8	1 253,4	1 131,7
v % HDP												
2016	100,0	95,3	54,7	20,7	19,9	.	.	.	0,0	4,7	-	-
Reťazové indexy (ceny predchádzajúceho roka)												
medzištvrtročná percentuálna zmena												
2016 Q1	0,5	0,4	0,7	0,7	0,3	1,0	0,0	-0,6	-	-	0,2	-0,1
Q2	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2	-0,6	1,0	5,7	-	-	1,3	1,4
Q3	0,4	0,3	0,3	0,1	-0,7	0,9	-0,2	-4,6	-	-	0,3	-0,1
Q4	0,4	0,6	0,4	0,4	0,6	.	.	.	-	-	1,5	2,0
ročná percentuálna zmena												
2014	1,2	1,2	0,8	0,6	1,5	-0,9	4,4	3,1	-	-	4,4	4,9
2015	2,0	1,9	1,8	1,3	3,2	1,3	4,7	5,6	-	-	6,5	6,5
2016	1,7	2,0	2,0	1,8	2,6	.	.	.	-	-	2,9	3,5
2016 Q1	1,7	2,1	2,0	2,0	2,5	2,1	4,1	0,7	-	-	2,5	3,4
Q2	1,6	2,3	1,9	2,0	3,8	2,1	5,2	5,0	-	-	2,5	4,0
Q3	1,8	1,8	1,8	1,6	2,3	2,6	3,9	-1,0	-	-	2,6	2,8
Q4	1,7	1,6	1,8	1,6	1,5	.	.	.	-	-	3,3	3,2
príspevky k medzištvrtročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch												
2016 Q1	0,5	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	-	-
Q2	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,2	0,0	-	-
Q3	0,4	0,2	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,2	0,2	0,2	-	-
Q4	0,4	0,5	0,2	0,1	0,1	.	.	.	0,1	-0,1	-	-
príspevky k ročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch												
2014	1,2	1,2	0,4	0,1	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	-	-
2016	1,7	1,9	1,1	0,4	0,5	.	.	.	-0,1	-0,1	-	-
2016 Q1	1,7	2,0	1,1	0,4	0,5	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,3	-	-
Q2	1,6	2,1	1,0	0,4	0,7	0,2	0,3	0,2	0,0	-0,5	-	-
Q3	1,8	1,7	1,0	0,3	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	-	-
Q4	1,7	1,5	1,0	0,3	0,3	.	.	.	-0,1	0,2	-	-

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

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

2) Vráťane akvizícií po odpočítaní poskytnutých cenností.

3 Hospodárska aktivita

3.2 Pridaná hodnota podľa odvetví economickej činnosti

(štvrtročné sezónne očistené údaje; neočistené ročné údaje)

	Hrubá pridaná hodnota (základné ceny)											Dane mínus dotácie produktov
	Spolu	Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov	Priemyselná výroba, energetika a sieťové odvetvia	Stavebníctvo	Obchod, doprava, ubytovanie a stravovacie služby	Informácie a komunikácia	Finančníctvo a poisťovníctvo	Nehnuteľnosti	Odborné, obchodné a podporné služby	Verejná správa, vzdelávanie, zdravotníctvo a sociálna práca	Umenie, zábava a ostatné služby	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bežné ceny (v mld. EUR)												
2014	9 100,9	150,0	1 777,2	461,1	1 711,3	415,4	461,5	1 044,9	979,2	1 778,7	321,5	1 034,3
2015	9 387,7	150,6	1 886,6	466,7	1 766,6	428,2	459,9	1 062,9	1 021,8	1 817,6	326,9	1 071,9
2016	9 626,0	145,8	1 923,6	486,1	1 819,8	443,0	451,6	1 090,2	1 063,8	1 865,8	336,4	1 107,1
2016 Q1	2 387,0	36,1	478,9	120,2	450,0	109,6	113,6	269,9	262,7	462,5	83,5	273,4
Q2	2 396,0	36,0	476,7	120,8	452,7	110,5	113,0	271,9	265,4	465,2	83,8	275,5
Q3	2 409,3	36,3	480,3	121,7	455,0	111,0	112,8	273,3	267,0	467,8	84,1	277,5
Q4	2 426,9	37,4	484,8	123,0	460,0	111,5	112,2	275,1	268,1	470,0	84,6	281,0
v % pridanej hodnoty												
2016	100,0	1,5	20,0	5,0	18,9	4,6	4,7	11,3	11,1	19,4	3,5	-
Reťazové indexy (ceny predchádzajúceho roka)												
medzištvrtročná percentuálna zmena												
2016 Q1	0,6	-1,3	0,2	1,1	0,9	1,0	0,9	0,2	0,8	0,4	0,5	0,2
Q2	0,3	-0,8	0,1	-0,1	0,4	1,3	-0,6	0,3	1,1	0,2	0,1	0,5
Q3	0,4	-0,7	0,7	0,4	0,4	1,1	0,1	0,2	0,4	0,3	0,4	0,5
Q4	0,4	0,1	0,4	0,6	0,7	0,6	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,5
ročná percentuálna zmena												
2014	1,2	1,2	2,4	-1,1	1,2	3,5	-1,2	0,5	2,5	0,5	0,1	1,1
2015	1,9	-0,6	4,3	-0,1	2,1	2,8	-0,3	0,8	2,8	1,0	0,0	3,2
2016	1,6	-2,0	1,4	1,8	2,4	3,1	0,2	1,0	2,9	1,1	1,2	2,6
2016 Q1	1,5	-1,7	1,7	1,4	2,2	2,5	0,3	0,8	2,7	0,9	0,9	3,3
Q2	1,5	-1,8	1,1	1,5	2,3	3,1	-0,3	1,0	3,3	1,0	1,3	2,4
Q3	1,7	-2,1	1,2	2,4	2,3	3,6	0,5	1,0	3,1	1,2	1,4	2,6
Q4	1,7	-2,6	1,4	2,1	2,5	4,1	0,4	1,1	2,5	1,1	1,3	1,7
príspevky k medzištvrtročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch												
2016 Q1	0,6	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Q2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q3	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
Q4	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
príspevky k ročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch												
2014	1,2	0,0	0,5	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,0	0,8	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,6	0,0	0,3	0,1	0,5	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016 Q1	1,5	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
Q2	1,5	0,0	0,2	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
Q3	1,7	0,0	0,2	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
Q4	1,7	0,0	0,3	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	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	Nehnuteľnosti	Odborné, obchodné a podporné služby	Verejná správa, vzdelávanie, zdravotníctvo a sociálna práca	Umenie, zábava a ostatné služby
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Počet zamestnaných osôb													
<i>v % z celkového počtu zamestnaných osôb</i>													
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,2	6,2	24,7	2,7	2,7	1,0	12,9	24,1	7,1
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,1	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,1	24,2	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,1	7,1
<i>ročná percentuálna zmena</i>													
2013	-0,6	-0,6	-0,8	-1,8	-1,3	-3,6	-0,9	0,4	-1,3	-1,4	0,4	0,3	0,4
2014	0,6	0,6	0,1	0,0	-0,4	-1,7	0,7	0,6	-0,8	0,8	2,1	1,0	0,5
2015	1,0	1,2	0,0	-0,9	0,1	0,0	1,1	1,2	-0,5	0,8	3,0	0,9	1,1
2015 Q4	1,2	1,5	-0,3	-1,0	0,3	0,0	1,5	1,7	-0,7	0,2	3,2	1,0	1,6
2016 Q1	1,4	1,7	-0,5	-0,9	0,7	-0,1	1,7	2,4	-0,4	1,1	3,3	1,0	1,9
Q2	1,4	1,6	-0,1	-0,4	0,6	-0,2	1,9	2,0	-0,4	0,3	3,0	1,1	1,6
Q3	1,2	1,4	-0,1	0,3	0,6	-0,1	1,7	1,8	-0,3	1,4	2,6	1,0	1,2
Počet odpracovaných hodín													
<i>v % z celkového počtu odpracovaných hodín</i>													
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,7	2,8	2,7	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,7	2,9	2,7	1,0	12,8	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
<i>ročná percentuálna zmena</i>													
2013	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,5	-5,0	-1,7	0,1	-1,9	-2,7	-0,6	-0,2	-1,0
2014	0,5	0,8	-0,5	-0,5	0,0	-1,4	0,4	0,6	-0,9	0,6	2,2	1,1	0,2
2015	1,1	1,4	0,2	0,2	0,5	0,6	0,9	2,1	-0,5	1,1	3,2	1,1	1,1
2015 Q4	1,2	1,4	0,2	0,1	0,1	0,7	1,3	2,2	-0,4	-0,6	3,2	1,1	1,6
2016 Q1	1,5	1,8	0,2	0,7	0,9	0,4	1,7	3,0	0,0	1,0	3,9	1,0	1,1
Q2	1,5	1,7	1,0	0,5	1,0	0,0	2,0	2,5	0,4	0,4	3,6	0,9	1,8
Q3	1,1	1,3	-0,1	0,5	0,6	-0,2	1,7	1,7	-0,2	0,1	2,2	0,7	0,7
Počet odpracovaných hodín na zamestnanú osobu													
<i>ročná percentuálna zmena</i>													
2013	-0,8	-0,7	-0,9	0,2	-0,2	-1,5	-0,8	-0,2	-0,7	-1,4	-1,1	-0,5	-1,4
2014	0,0	0,1	-0,6	-0,6	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,3
2015	0,1	0,2	0,2	1,2	0,4	0,5	-0,2	0,9	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0
2015 Q4	0,0	-0,1	0,6	1,1	-0,2	0,7	-0,3	0,4	0,3	-0,8	0,0	0,0	0,0
2016 Q1	0,2	0,1	0,7	1,6	0,3	0,5	0,0	0,6	0,3	-0,1	0,6	-0,1	-0,8
Q2	0,2	0,0	1,1	0,8	0,4	0,2	0,0	0,4	0,8	0,2	0,6	-0,2	0,2
Q3	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-1,3	-0,4	-0,3	-0,4

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. 2016		100,0			81,8		18,2		52,2		47,8			
2014	160,334	4,6	18,636	11,6	6,1	15,216	10,4	3,421	23,7	9,933	11,5	8,703	11,8	1,5
2015	160,600	4,6	17,443	10,9	5,6	14,293	9,8	3,149	22,3	9,252	10,7	8,190	11,0	1,5
2016	.	.	16,233	10,0	.	13,283	9,0	2,950	20,9	8,471	9,7	7,761	10,4	1,7
2016 Q1	161,013	4,5	16,633	10,3	5,2	13,627	9,2	3,006	21,5	8,712	10,0	7,921	10,6	1,7
Q2	161,849	4,5	16,387	10,1	5,1	13,406	9,1	2,981	21,0	8,518	9,8	7,869	10,5	1,7
Q3	162,465	4,1	16,130	9,9	4,8	13,202	8,9	2,929	20,7	8,389	9,6	7,741	10,3	1,6
Q4	.	.	15,779	9,7	.	12,897	8,7	2,882	20,4	8,265	9,4	7,514	10,0	1,7
2016 Aug.	-	-	16,153	9,9	-	13,218	8,9	2,936	20,7	8,386	9,6	7,767	10,4	-
Sep.	-	-	16,042	9,9	-	13,148	8,9	2,894	20,5	8,361	9,6	7,680	10,2	-
Okt.	-	-	15,860	9,8	-	12,990	8,8	2,870	20,4	8,305	9,5	7,555	10,1	-
Nov.	-	-	15,802	9,7	-	12,899	8,7	2,903	20,5	8,295	9,5	7,507	10,0	-
Dec.	-	-	15,676	9,6	-	12,803	8,6	2,874	20,3	8,195	9,3	7,481	10,0	-
2017 Jan.	-	-	15,620	9,6	-	12,794	8,6	2,826	20,0	8,152	9,3	7,468	10,0	-

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													
2014	0,9	1,8	1,3	1,8	2,6	-5,3	2,0	3,1	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8
2015	2,0	2,3	1,0	3,6	2,3	0,8	-0,8	3,6	2,7	1,7	3,5	2,4	8,8
2016	1,4	1,5	1,7	1,7	1,0	-0,1	1,9	0,4	1,9	1,3	2,5	1,8	7,2
2016 Q1	1,3	2,0	1,9	2,9	1,0	-3,7	2,6	0,4	2,2	1,7	2,8	1,4	9,5
Q2	1,1	1,1	1,2	1,3	1,1	-0,9	-0,1	-2,3	1,8	0,6	2,8	2,2	8,5
Q3	1,0	1,2	1,5	0,9	1,3	-0,5	3,1	0,2	1,4	1,3	1,5	2,3	6,5
Q4	2,0	1,6	2,3	1,6	0,7	4,8	2,2	3,3	2,2	1,5	3,1	1,3	4,0
2016 Aug.	2,4	2,5	2,7	3,4	0,6	2,1	2,1	2,0	1,2	0,5	1,9	1,7	3,9
Sep.	1,3	1,3	1,5	1,2	1,3	1,4	1,8	1,8	1,1	1,9	0,3	2,3	9,4
Okt.	0,8	0,6	0,9	1,3	-0,8	2,0	1,7	3,2	2,9	2,4	3,9	1,4	4,2
Nov.	3,2	2,8	2,9	3,3	2,5	5,8	0,6	2,4	2,7	1,7	3,7	2,2	4,5
Dec.	2,0	1,3	3,4	-0,1	0,5	6,5	3,2	4,1	1,2	0,6	1,9	0,2	3,1
2017 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,2	0,3	2,2	0,6	3,0
medzimesačná percentuálna zmena (s. o.)													
2016 Aug.	2,0	2,1	1,8	4,2	0,0	3,5	0,2	2,4	-0,2	-0,1	0,1	0,0	-0,6
Sep.	-0,8	-1,0	-0,5	-2,1	-0,7	-0,1	-0,9	-1,1	-0,1	0,5	-1,1	0,0	4,1
Okt.	0,2	0,0	-0,3	1,4	-0,9	0,8	0,7	2,6	1,2	0,2	2,6	-0,7	-3,9
Nov.	1,5	1,6	1,9	0,2	1,7	1,3	0,9	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	0,5	2,4
Dec.	-1,6	-1,7	-0,2	-3,3	-0,8	-1,4	-0,2	2,4	-0,5	-0,2	-0,4	-0,5	2,3
2017 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,1	-0,1	-0,2	0,8	0,8

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

3 Hospodárska aktivita

3.6 Prieskumy (sezónne očistené)

	Prieskum Európskej komisie medzi podnikateľmi a spotrebiteľmi (percentuálne saldo, ak nie je uvedené inak)								Prieskum nákupných manažérov (difúzne indexy)			
	Indikátor ekono- mického sentimentu (dlhodobý priemer = 100)	Priemyselná vý- roba		Indikátor spotre- bitelskej dôvery	Indikátor dôvery v staveb- níctve	Indikátor dôvery v maloob- chode	Služby		Index ná- kupných manažérov (PMI) v prie- myselnej výrobe	Output v prie- mysle	Obchodná aktivita v službách	Kompozit- ný output
		Indikátor dôvery v prie- mysle	Využitie kapacít (v %)				Indikátor dôvery v služ- bách	Využitie kapacít (v %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-13	100,0	-6,1	80,7	-12,8	-13,6	-8,7	7,0	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2014	101,4	-3,8	80,5	-10,2	-26,6	-3,1	4,9	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,4	1,6	9,3	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,8	-2,6	81,9	-7,7	-16,6	1,5	11,2	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3
2016 Q1	103,9	-3,8	81,7	-8,3	-18,9	2,0	10,7	88,8	51,7	52,9	53,3	53,2
Q2	104,2	-3,4	81,6	-7,8	-18,4	1,8	11,2	89,0	52,0	53,0	53,1	53,1
Q3	104,2	-2,9	82,0	-8,2	-16,0	0,3	10,3	89,2	52,1	53,7	52,6	52,9
Q4	106,9	-0,6	82,4	-6,4	-13,1	1,8	12,4	89,4	54,0	54,9	53,5	53,8
2016 Sep.	104,8	-1,8	-	-8,2	-15,7	0,5	9,9	-	52,6	53,8	52,2	52,6
Okt.	106,3	-0,7	82,3	-8,0	-14,4	0,4	12,1	89,4	53,5	54,6	52,8	53,3
Nov.	106,5	-1,1	-	-6,2	-12,9	1,5	12,2	-	53,7	54,1	53,8	53,9
Dec.	107,8	0,0	-	-5,1	-12,1	3,5	12,9	-	54,9	56,1	53,7	54,4
2017 Jan.	107,9	0,8	82,5	-4,8	-12,9	2,3	12,8	89,4	55,2	56,1	53,7	54,4
Feb.	108,0	1,3	-	-6,2	-10,3	1,9	13,8	-	55,4	57,3	55,5	56,0

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
2013	12,5	95,6	-0,5	1,2	-4,9	0,9	-1,4	32,5	4,2	129,6	2,0	-0,1	0,7
2014	12,5	94,7	0,7	1,8	0,6	2,6	1,0	33,0	4,8	130,9	2,4	6,5	1,3
2015	12,3	94,1	1,8	2,0	2,4	3,4	2,7	34,2	6,1	133,4	3,8	2,5	2,1
2015 Q4	12,3	94,1	1,8	2,0	5,4	3,4	2,7	34,2	6,1	133,4	3,8	4,6	2,1
2016 Q1	12,3	93,5	2,4	1,9	3,7	2,1	3,4	33,5	5,8	132,8	3,7	4,8	2,1
Q2	12,5	93,6	2,5	2,3	5,6	3,2	3,8	33,7	6,1	133,4	3,9	4,5	2,2
Q3	12,5	93,5	1,7	2,2	5,7	4,4	4,3	33,5	6,1	131,8	3,5	3,0	1,9

Zdroj: ECB a Eurostat.

1) Založené na kumulovaných súčtoch za štyri štvrtky v prípade úspor aj hrubého disponibilného príjmu (očistené od zmeny čistých majetkových účastí domácností v rezervách penzijných fondov).

2) Finančné aktíva (po odpočítaní finančných pasív) a nefinančné aktíva. Nefinančné aktíva tvorí hlavne bohatstvo domácností (rezidenčné stavby a pozemky). Patria tam aj nefinančné aktíva podnikov nezapisaných 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
2016 Q1	878,7	793,7	84,9	515,4	426,1	194,6	177,5	143,6	135,6	25,1	54,6	9,8	11,1
Q2	887,3	792,2	95,1	518,8	421,3	191,0	178,0	152,1	140,4	25,4	52,6	7,3	6,9
Q3	896,4	807,5	88,8	524,4	427,6	196,0	175,8	150,5	141,7	25,5	62,4	6,5	5,7
Q4	913,9	818,2	95,8	541,5	452,9	197,4	178,5	151,9	128,1	23,2	58,6	13,8	7,8
2016 Júl	294,6	264,5	30,1	171,8	142,2	63,2	57,2	50,7	46,4	8,9	18,6	2,6	2,0
Aug.	300,7	271,2	29,5	176,4	143,7	65,5	58,7	50,5	47,6	8,4	21,1	1,7	1,7
Sep.	301,1	271,8	29,3	176,3	141,7	67,3	59,8	49,3	47,7	8,2	22,6	2,2	2,0
Okt.	297,2	268,8	28,4	174,9	148,9	66,4	57,5	48,5	42,1	7,4	20,3	3,1	2,0
Nov.	311,1	274,7	36,4	182,5	151,7	66,0	60,7	55,1	42,9	7,5	19,3	3,4	2,0
Dec.	305,6	274,6	31,0	184,1	152,3	64,9	60,3	48,3	43,0	8,4	19,0	7,3	3,8
12-mesačné kumulované transakcie													
2016 Dec.	3 576,3	3 211,7	364,7	2 100,1	1 727,9	779,0	709,9	598,1	545,7	99,1	228,1	37,4	31,5
12-mesačné kumulované transakcie v % HDP													
2016 Dec.	33,3	29,9	3,4	19,6	16,1	7,3	6,6	5,6	5,1	0,9	2,1	0,3	0,3

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.)					
	Vývoz	Dovoz	Spolu			Informatívna položka: Priemyselná výroba	8	Spolu			Informatívna položka:		
			Medzispotreba	Kapitál	Spotreba			Medzispotreba	Kapitál	Spotreba	Priemyselná výroba	Ropa	
1	2	3	4	5	6	7	9	10	11	12	13		
Hodnota (mld. EUR; ročná percentuálna zmena pre stĺpce 1 a 2)													
2016 Q1	-0,9	-2,5	502,2	233,1	104,2	151,2	421,6	438,5	240,8	72,5	116,8	326,7	37,4
Q2	0,0	-3,7	502,9	231,7	106,1	153,6	432,9	431,9	236,8	71,7	115,4	325,7	42,4
Q3	-0,2	-2,2	506,5	236,6	102,9	153,7	427,5	440,8	242,5	71,2	116,7	326,9	43,7
Q4	2,2	1,9	523,9	.	.	.	438,7	457,4	.	.	.	332,7	.
2016 Júl	-9,4	-8,0	166,4	77,6	33,6	50,4	135,1	146,6	80,6	23,6	38,8	104,8	15,0
Aug.	8,4	3,8	170,5	79,3	35,0	52,0	147,1	147,7	81,2	24,1	39,2	112,0	14,4
Sep.	2,2	-1,7	169,7	79,7	34,3	51,3	145,3	146,5	80,7	23,6	38,8	110,0	14,4
Okt.	-4,5	-3,0	169,5	78,9	34,7	51,2	136,4	149,8	82,4	24,9	39,3	107,0	15,6
Nov.	5,7	4,9	174,7	82,2	34,7	52,8	148,3	152,5	85,1	24,1	39,7	112,5	16,4
Dec.	5,9	4,2	179,6	.	.	.	154,0	155,1	.	.	.	113,1	.
Objemové indexy (2000 = 100; ročná percentuálna zmena pre stĺpce 1 a 2)													
2016 Q1	-0,8	2,5	118,3	115,6	117,5	121,7	116,9	109,9	110,8	107,0	110,0	111,3	110,7
Q2	2,3	4,5	118,3	114,2	119,8	124,0	120,1	107,7	107,0	105,7	110,7	112,5	101,2
Q3	0,5	1,1	118,3	115,6	115,1	123,6	117,9	108,4	107,4	105,0	110,8	111,9	100,1
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 Jún	0,1	2,7	117,6	112,8	118,3	124,5	120,8	107,6	106,8	106,4	110,6	113,5	97,0
Júl	-8,3	-3,7	116,9	113,9	113,6	121,7	112,0	108,7	107,5	105,0	110,6	108,1	102,4
Aug.	9,1	7,1	119,1	116,1	116,5	125,0	121,3	109,0	108,1	106,4	111,5	114,8	99,8
Sep.	2,4	0,5	119,0	116,9	115,2	124,2	120,5	107,6	106,6	103,5	110,3	112,8	98,2
Okt.	-4,8	-2,6	118,3	114,8	115,6	124,0	112,8	108,8	107,3	108,4	111,5	108,9	100,5
Nov.	4,8	4,0	121,1	119,3	115,9	125,6	121,8	109,9	109,7	104,2	111,8	113,7	107,3

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) ²⁾						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	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
V % z úhrnu za r. 2017	100,0	100,0	70,9	55,4	44,6	100,0	12,1	7,5	26,3	9,5	44,6	86,8	13,2
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
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,2
2016 Q1	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-1,0	0,1	-4,4	0,2	0,0	0,3
Q2	100,4	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,4	0,2	0,8	0,1	2,0	0,3	-0,1	0,0
Q3	100,3	0,3	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,1	1,2	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3
Q4	101,0	0,7	0,8	0,4	1,1	0,4	0,3	0,0	0,1	2,4	0,3	0,8	0,3
2016 Sep.	100,6	0,4	0,8	-0,2	1,1	0,1	0,0	-0,8	0,0	1,0	0,1	0,4	0,4
Okt.	100,9	0,5	0,8	0,1	1,1	0,2	0,1	0,0	0,0	1,6	0,1	0,6	0,2
Nov.	100,8	0,6	0,8	0,2	1,1	0,0	0,2	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,6	0,3
Dec.	101,3	1,1	0,9	1,0	1,3	0,4	0,1	0,7	0,1	1,8	0,2	1,3	0,3
2017 Jan.	100,5	1,8	0,9	2,2	1,2	0,3	0,1	0,8	0,1	2,5	0,0	2,0	0,4
Feb. ³⁾	100,8	2,0	0,9	.	1,3	0,1	0,1	1,6	-0,2	-0,2	0,2	.	.

	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. 2017	19,6	12,1	7,5	35,8	26,3	9,5	10,7	6,5	7,3	3,2	15,1	8,2
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
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	1,2
2016 Q1	0,8	0,6	1,1	-1,7	0,6	-7,4	1,1	1,0	0,6	0,0	1,6	1,2
Q2	0,9	0,5	1,4	-1,9	0,5	-7,7	1,1	1,0	0,6	0,0	1,3	1,2
Q3	1,1	0,5	2,1	-1,3	0,3	-5,1	1,1	1,0	0,9	0,0	1,5	1,3
Q4	0,8	0,6	1,0	0,2	0,3	0,2	1,2	1,2	1,2	-0,1	1,3	1,2
2016 Sep.	0,7	0,5	1,1	-0,6	0,3	-3,0	1,1	1,1	0,9	0,0	1,5	1,3
Okt.	0,4	0,5	0,2	-0,1	0,3	-0,9	1,1	1,2	1,0	0,0	1,2	1,1
Nov.	0,7	0,7	0,7	-0,1	0,3	-1,1	1,2	1,2	1,1	-0,1	1,1	1,2
Dec.	1,2	0,7	2,1	0,9	0,3	2,6	1,2	1,3	1,4	-0,3	1,6	1,2
2017 Jan.	1,8	0,7	3,5	2,5	0,5	8,1	1,3	1,3	1,3	-1,0	1,7	0,7
Feb. ³⁾	2,5	0,9	5,2	.	0,2	9,2	.	.	.	.	.	.

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

2) V máji 2016 ECB začala zverejňovať optimalizované časové rady HICP za eurozónu očistené od sezónnych vplyvov. Vychádzala pri tom z revízie prístupu sezónneho očisťovania opísanej v boxe 1 Ekonomického bulletinu ECB, č. 3/2016 (len v anglickom jazyku) (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201603.en.pdf>).

3) Čísla za eurozónu sú odhadnuté na základe predbežných národných údajov, 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	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	13,8	8,9	27,9			
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,3	0,3	0,4	1,3
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,2	0,2	1,6	4,5
2016	101,6	-2,3	-1,5	-0,5	-1,7	0,4	0,0	-0,1	0,1	-6,9	.	.	.
2016 Q1	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	0,0	-11,1	-0,3	2,8	5,8
Q2	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,7	0,4	-0,5	-0,8	0,1	-10,7	0,2	3,1	3,5
Q3	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	-0,1	0,1	-5,9	0,5	3,4	.
Q4	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,2	0,1	0,4	.	.	.
2016 Aug.	101,8	-1,9	-1,3	-0,7	-1,8	0,5	0,0	-0,1	0,1	-5,7	-	-	-
Sep.	101,9	-1,5	-0,7	-0,3	-1,4	0,4	0,1	0,2	0,1	-4,5	-	-	-
Okt.	102,6	-0,5	0,3	0,0	-0,8	0,5	0,6	0,6	0,2	-1,6	-	-	-
Nov.	102,9	0,0	0,5	0,4	0,1	0,5	0,7	1,1	0,1	-0,8	-	-	-
Dec.	103,7	1,6	2,3	0,9	0,8	0,6	1,2	1,7	0,1	3,8	-	-	-
2017 Jan.	104,4	3,5	3,7	1,5	2,1	0,8	1,5	2,1	0,3	9,7	-	-	-

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

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

4.3 Ceny komodít a deflátohy hrubého domáceho produktu

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	Deflátoary 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	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
2014	104,6	0,9	0,6	0,5	0,9	0,6	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,8	1,1	0,3	0,1	0,5	0,7	0,1	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,7	0,9	0,5	0,3	0,8	0,8	-1,4	-2,5	39,9	-3,6	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2016 Q1	106,4	1,1	0,4	0,3	0,9	0,7	-1,5	-3,3	31,2	-12,2	-8,5	-16,4	-12,9	-11,1	-15,4
Q2	106,5	0,9	0,2	0,1	0,7	0,7	-2,3	-4,1	40,8	-9,0	-5,7	-12,5	-12,5	-12,6	-12,3
Q3	106,7	0,8	0,6	0,3	0,9	0,9	-1,5	-2,2	41,0	-0,5	-2,1	1,4	-5,8	-10,6	1,3
Q4	107,1	0,7	0,9	0,7	0,8	1,0	-0,1	0,0	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5
2016 Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	41,2	1,2	0,7	1,7	-4,5	-8,9	1,9
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	45,1	3,1	-0,3	7,1	-2,9	-10,3	8,3
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,1	8,5	-0,1	19,0	2,4	-8,1	18,7
Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	15,7	3,9	30,2	10,6	-1,4	28,8
2017 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,6	19,4	7,5	34,0	13,3	1,0	32,0
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	52,2	21,0	7,7	37,0	15,2	1,7	35,6

Zdroj: Eurostat, výpočty ECB a Bloomberg (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. 2009 až 2011; vážené podľa použitia: vážené podľa priemernej štruktúry domáceho dopytu v r. 2009 až 2011.

4 Ceny a náklady

4.4 Cenové prieskumy (sezónne očistené)

	Prieskum Európskej komisie medzi podnikateľmi a spotrebiteľmi (percentuálne saldá)					Prieskum nákupných manažérov (difúzne indexy)			
	Očakávania týkajúce sa predajných cien (na nasledujúce tri mesiace)				Trendy spotrebiteľských cien za predchádzajúcich 12 mesiacov	Ceny vstupov		Účtované ceny	
	Priemyselná výroba	Maloobchod	Služby	Stavebníctvo		Priemyselná výroba	Maloobchod	Služby	Stavebníctvo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-13	4,7	-	-	-2,0	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,4	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,8	1,3	2,6	-13,2	-1,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-0,4	1,7	4,4	-7,3	-0,7	49,8	53,9	49,3	49,6
2016 Q1	-4,8	0,7	3,7	-9,1	-1,8	41,5	52,5	47,7	49,0
Q2	-1,0	1,9	4,6	-8,1	-2,2	47,5	54,4	48,5	49,0
Q3	-0,2	1,0	4,5	-6,6	-0,3	51,4	54,0	49,6	49,8
Q4	4,6	3,1	4,9	-5,4	1,6	58,6	54,9	51,6	50,5
2016 Sep.	-0,1	0,9	4,5	-7,5	0,4	52,4	54,0	49,9	50,0
Okt.	3,5	2,6	4,5	-5,0	0,0	53,9	54,3	50,8	49,7
Nov.	4,9	2,8	5,3	-6,0	1,8	58,8	54,4	51,4	50,3
Dec.	5,4	4,0	4,9	-5,1	2,8	63,2	56,0	52,5	51,4
2017 Jan.	8,3	4,9	6,7	-5,1	8,3	67,0	56,4	54,0	50,9
Feb.	9,0	6,1	6,4	-3,1	12,9	68,3	56,9	55,4	51,1

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

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

	Spolu (index: 2012 = 100)	Spolu	Podľa zložiek		Za vybrané ekonomické činnosti		Informatívna položka: indikátor dojednaných miezd 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	
2014	102,7	1,3	1,3	1,1	1,3	1,2	1,7
2015	104,3	1,6	2,0	0,6	1,6	1,6	1,5
2016	.	.	.	.	.	.	1,4
2016 Q1	99,0	1,5	1,6	1,4	1,6	1,6	1,4
Q2	109,3	1,0	0,8	1,4	0,9	1,2	1,5
Q3	102,6	1,6	1,7	1,2	1,4	1,7	1,5
Q4	.	.	.	.	.	.	1,4

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, ubytovanie a stravovacie služby	Informácie a komunikácia	Finančníctvo a poisťovníctvo	Nehnuteľnosti	Odborné, obchodné a podporné služby	Verejná správa, vzdelávanie, zdravotníctvo a sociálna práca	Umenie, zábava a ostatné služby
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Jednotkové náklady práce												
2013	103,8	1,2	-1,6	2,0	1,4	1,0	-0,8	-0,2	-2,7	1,4	1,6	2,1
2014	104,6	0,7	-1,0	-0,7	1,1	0,5	-0,6	2,1	1,8	1,2	1,6	1,4
2015	104,8	0,2	1,4	-2,3	1,1	0,5	0,8	0,2	2,6	1,8	1,1	2,1
2015 Q4	105,3	0,4	0,8	-2,1	-0,1	1,4	1,6	0,3	2,7	1,9	1,3	2,3
2016 Q1	105,4	1,0	2,6	0,4	-0,1	0,7	1,1	1,3	4,0	2,0	1,4	2,5
Q2	105,6	0,9	3,9	0,5	-0,3	0,9	0,2	1,4	2,4	0,8	1,4	1,3
Q3	105,8	0,8	3,7	0,8	-0,8	0,6	-0,6	0,9	2,6	0,7	1,4	1,3
Kompenzácie na zamestnanca												
2013	105,1	1,5	2,6	2,7	1,3	1,0	0,8	1,6	0,1	1,3	1,5	0,8
2014	106,5	1,3	0,1	2,0	1,8	1,1	2,2	1,7	1,5	1,6	1,1	1,1
2015	107,9	1,3	1,8	1,7	0,9	1,4	2,4	0,4	2,6	1,6	1,1	1,1
2015 Q4	108,5	1,2	2,0	1,5	0,8	1,7	1,9	0,3	3,4	1,5	1,2	1,1
2016 Q1	108,9	1,3	1,8	1,4	1,4	1,3	1,3	1,9	3,8	1,5	1,3	1,5
Q2	109,0	1,1	2,4	1,0	1,4	1,3	1,2	1,5	3,1	1,2	1,3	0,9
Q3	109,5	1,3	1,2	1,4	1,7	1,2	1,1	1,8	2,2	1,2	1,6	1,5
Produktivita práce na jednu zamestnanú osobu												
2013	101,3	0,3	4,3	0,6	-0,1	0,0	1,5	1,8	2,8	-0,1	-0,1	-1,3
2014	101,9	0,6	1,2	2,8	0,6	0,5	2,8	-0,4	-0,3	0,4	-0,5	-0,3
2015	102,9	1,0	0,3	4,1	-0,2	0,9	1,6	0,2	0,0	-0,2	0,1	-1,0
2015 Q4	103,1	0,8	1,2	3,7	0,9	0,3	0,3	0,1	0,7	-0,3	-0,1	-1,2
2016 Q1	103,3	0,3	-0,8	1,0	1,5	0,5	0,2	0,7	-0,3	-0,5	-0,1	-1,0
Q2	103,3	0,3	-1,4	0,5	1,7	0,3	1,0	0,1	0,7	0,4	-0,1	-0,4
Q3	103,5	0,5	-2,4	0,6	2,5	0,6	1,7	0,8	-0,3	0,4	0,2	0,2
Kompenzácie na odpracovanú hodinu												
2013	107,2	2,3	2,4	2,8	2,8	1,9	0,7	2,1	1,5	2,4	1,9	2,3
2014	108,5	1,2	1,1	1,5	1,3	1,2	2,0	1,6	1,3	1,2	0,9	1,2
2015	109,7	1,1	1,2	1,3	0,3	1,5	1,4	0,5	2,2	1,2	1,0	1,2
2015 Q4	110,2	1,3	1,4	1,6	0,4	2,0	1,3	0,2	3,3	1,3	1,3	1,2
2016 Q1	110,5	1,2	0,2	1,1	1,2	1,2	0,8	1,5	3,3	0,8	1,4	2,4
Q2	110,6	1,1	1,8	0,7	1,5	1,3	0,7	1,0	2,8	0,8	1,6	0,8
Q3	111,2	1,5	1,3	1,4	2,0	1,2	1,1	1,7	3,4	1,3	1,8	2,0
Hodinová produktivita práce												
2013	103,4	1,1	4,0	0,8	1,4	0,8	1,8	2,4	4,2	1,0	0,4	0,1
2014	104,1	0,7	1,8	2,4	0,3	0,9	2,8	-0,3	-0,1	0,3	-0,6	0,0
2015	105,0	0,9	-0,8	3,8	-0,7	1,2	0,7	0,2	-0,3	-0,4	-0,1	-1,0
2015 Q4	105,0	0,8	0,1	3,9	0,2	0,6	-0,2	-0,2	1,4	-0,3	-0,1	-1,2
2016 Q1	105,2	0,2	-2,4	0,7	1,0	0,5	-0,4	0,3	-0,2	-1,1	0,0	-0,2
Q2	105,0	0,1	-2,2	0,1	1,5	0,3	0,6	-0,7	0,5	-0,2	0,1	-0,6
Q3	105,5	0,7	-2,6	0,6	2,6	0,6	1,9	0,7	0,9	0,9	0,5	0,7

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	11		
	Obeživo	Vklady splatné na požiadanie		Vklady s dohodnutou splatnosťou do 2 rokov	Vklady s výpovednou lehotou do 3 mesiacov						6	
	1	2		4	5	6	7	8	9	10	11	
Stav												
2014	969,5	4 970,5	5 939,9	1 581,7	2 149,8	3 731,5	9 671,4	121,5	422,2	107,0	650,7	10 322,1
2015	1 036,5	5 566,3	6 602,8	1 439,2	2 161,8	3 601,0	10 203,8	74,6	479,0	73,6	627,2	10 831,1
2016	1 073,1	6 117,1	7 190,2	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	521,5	96,4	688,4	11 374,7
2016 Q1	1 049,6	5 711,9	6 761,6	1 421,0	2 164,8	3 585,8	10 347,3	85,3	465,5	94,9	645,8	10 993,1
Q2	1 054,6	5 821,2	6 875,8	1 411,0	2 171,9	3 582,9	10 458,7	84,2	481,7	94,8	660,7	11 119,4
Q3	1 066,6	5 946,7	7 013,3	1 393,3	2 174,5	3 567,8	10 581,1	80,5	496,0	93,8	670,2	11 251,3
Q4	1 073,1	6 117,1	7 190,2	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	521,5	96,4	688,4	11 374,7
2016 Aug.	1 061,5	5 922,6	6 984,1	1 393,0	2 173,9	3 566,9	10 551,0	82,3	481,0	98,8	662,1	11 213,1
Sep.	1 066,6	5 946,7	7 013,3	1 393,3	2 174,5	3 567,8	10 581,1	80,5	496,0	93,8	670,2	11 251,3
Okt.	1 072,4	5 981,7	7 054,1	1 361,2	2 175,0	3 536,2	10 590,3	74,4	503,7	91,4	669,5	11 259,8
Nov.	1 075,2	6 069,9	7 145,1	1 350,4	2 171,9	3 522,4	10 667,5	72,5	506,1	98,7	677,3	11 344,7
Dec.	1 073,1	6 117,1	7 190,2	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	521,5	96,4	688,4	11 374,7
2017 Jan. ^(p)	1 081,8	6 156,0	7 237,9	1 329,6	2 178,3	3 507,9	10 745,8	75,1	517,4	98,1	690,6	11 436,4
Transakcie												
2014	59,0	374,9	433,9	-91,8	3,7	-88,1	345,8	3,6	10,4	13,3	27,3	373,1
2015	65,9	562,6	628,5	-135,4	12,2	-123,2	505,3	-48,0	51,4	-26,3	-22,9	482,5
2016	36,7	544,7	581,4	-108,5	16,0	-92,5	488,8	-4,3	42,3	17,6	55,7	544,5
2016 Q1	13,3	156,1	169,4	-14,0	3,1	-10,9	158,6	11,2	-13,4	19,2	17,0	175,6
Q2	5,0	104,4	109,3	-12,7	7,2	-5,5	103,8	-1,4	15,5	-1,4	12,7	116,6
Q3	12,0	127,9	139,9	-15,7	2,3	-13,4	126,5	-3,7	14,7	-2,4	8,6	135,2
Q4	6,5	156,2	162,7	-66,2	3,4	-62,8	99,9	-10,4	25,5	2,1	17,3	117,2
2016 Aug.	3,3	44,6	47,9	-11,8	1,0	-10,8	37,1	-0,1	-5,7	1,0	-4,7	32,4
Sep.	5,0	25,1	30,2	0,6	0,3	0,9	31,0	-1,8	15,0	-5,7	7,5	38,5
Okt.	5,9	28,4	34,2	-25,0	0,7	-24,3	9,9	-6,2	7,7	-3,8	-2,3	7,7
Nov.	2,8	81,3	84,0	-12,8	-1,2	-14,0	70,0	-2,1	2,4	8,1	8,4	78,3
Dec.	-2,1	46,6	44,5	-28,3	3,9	-24,5	20,0	-2,1	15,4	-2,1	11,2	31,2
2017 Jan. ^(p)	8,7	42,7	51,4	11,9	2,4	14,3	65,7	4,8	-4,1	0,9	1,7	67,4
Miera rastu												
2014	6,5	8,4	8,0	-5,4	0,2	-2,3	3,7	2,9	2,5	19,9	4,4	3,8
2015	6,8	11,3	10,5	-8,6	0,6	-3,3	5,2	-39,1	12,0	-25,3	-3,5	4,7
2016	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,8	8,8	5,0
2016 Q1	6,0	11,1	10,3	-6,2	0,6	-2,2	5,6	-25,9	6,6	-1,1	-0,4	5,2
Q2	4,0	9,7	8,8	-4,1	0,6	-1,3	5,1	1,1	9,2	-3,0	6,1	5,1
Q3	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,4	13,7	5,9	5,1
Q4	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,8	8,8	5,0
2016 Aug.	3,6	9,6	8,6	-4,1	0,5	-1,3	5,0	-8,0	5,0	19,0	5,0	5,0
Sep.	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,4	13,7	5,9	5,1
Okt.	4,0	8,8	8,0	-4,7	0,6	-1,5	4,6	-27,3	6,8	13,6	2,2	4,5
Nov.	3,8	9,4	8,5	-5,5	0,6	-1,9	4,9	-15,8	4,9	12,1	3,1	4,8
Dec.	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,8	8,8	5,0
2017 Jan. ^(p)	3,6	9,3	8,4	-6,8	0,8	-2,2	4,7	-7,3	9,3	11,2	7,5	4,9

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													
2014	1 845,1	1 349,1	365,1	111,6	19,4	5 557,7	2 749,5	812,1	1 993,2	2,8	865,5	222,2	332,9
2015	1 930,5	1 483,9	321,7	116,4	8,4	5 750,9	3 059,7	695,1	1 993,7	2,4	970,1	225,8	364,7
2016	2 056,1	1 636,7	293,9	117,0	8,6	6 049,7	3 399,7	643,6	2 004,8	1,7	1 000,7	196,5	380,6
2016 Q1	1 984,8	1 536,6	322,7	116,0	9,4	5 829,7	3 137,1	693,6	1 996,3	2,7	973,7	218,9	375,9
Q2	2 013,7	1 574,3	314,0	117,1	8,4	5 906,0	3 214,2	688,8	2 000,0	3,0	978,0	210,7	379,9
Q3	2 047,5	1 602,5	317,8	118,1	9,1	5 979,5	3 301,8	672,0	2 003,1	2,6	975,5	206,2	386,3
Q4	2 056,1	1 636,7	293,9	117,0	8,6	6 049,7	3 399,7	643,6	2 004,8	1,7	1 000,7	196,5	380,6
2016 Aug.	2 032,2	1 596,3	310,1	117,0	8,7	5 960,8	3 277,2	677,6	2 003,2	2,8	979,4	213,4	386,0
Sep.	2 047,5	1 602,5	317,8	118,1	9,1	5 979,5	3 301,8	672,0	2 003,1	2,6	975,5	206,2	386,3
Okt.	2 037,3	1 604,6	307,6	118,1	7,0	6 001,8	3 334,4	660,0	2 004,6	2,8	953,4	206,5	393,2
Nov.	2 064,6	1 634,0	305,1	117,1	8,5	6 029,6	3 372,2	652,0	2 002,9	2,5	981,1	206,3	383,1
Dec.	2 056,1	1 636,7	293,9	117,0	8,6	6 049,7	3 399,7	643,6	2 004,8	1,7	1 000,7	196,5	380,6
2017 Jan. ^(p)	2 099,4	1 677,3	299,1	116,0	7,0	6 087,9	3 438,5	636,1	2 010,7	2,7	962,6	194,5	394,5
Transakcie													
2014	68,7	91,1	-26,7	1,5	2,8	140,7	208,8	-65,0	-1,4	-1,7	52,7	7,3	21,0
2015	81,8	121,7	-33,5	4,9	-11,2	193,4	303,0	-109,9	0,8	-0,4	86,1	-0,1	30,3
2016	128,9	152,8	-24,1	0,0	0,2	301,4	335,5	-46,8	13,4	-0,8	29,7	-29,3	17,1
2016 Q1	61,2	57,8	2,7	-0,4	1,1	80,9	78,5	-0,6	2,8	0,3	8,8	-6,5	12,1
Q2	27,3	36,3	-8,9	1,0	-1,1	75,5	76,2	-5,1	4,0	0,4	-0,5	-8,5	3,7
Q3	34,8	29,5	4,0	0,6	0,7	73,7	87,7	-16,6	3,1	-0,5	0,4	-4,2	6,2
Q4	5,6	29,3	-21,9	-1,3	-0,5	71,3	93,1	-24,4	3,5	-0,9	21,1	-10,0	-4,9
2016 Aug.	2,5	5,5	-3,9	0,5	0,3	28,2	32,1	-6,4	2,6	-0,1	4,1	-1,2	0,2
Sep.	15,7	6,8	7,8	0,7	0,4	18,7	24,6	-5,5	-0,1	-0,2	-3,4	-7,0	0,2
Okt.	-9,3	0,6	-7,8	-0,1	-2,1	23,4	29,1	-7,3	1,4	0,2	-23,9	0,2	7,5
Nov.	23,8	26,4	-3,0	-1,1	1,5	28,1	36,8	-8,6	0,2	-0,3	23,7	-0,4	-10,1
Dec.	-8,8	2,2	-11,1	-0,1	0,1	19,8	27,3	-8,5	1,9	-0,8	21,2	-9,8	-2,4
2017 Jan. ^(p)	45,9	42,4	6,1	-1,0	-1,6	38,9	39,4	-7,3	5,8	1,0	-35,2	-1,8	14,0
Miera rastu													
2014	4,0	7,6	-6,7	1,3	15,9	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-37,8	6,5	3,9	7,0
2015	4,4	9,0	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	9,8	0,0	9,1
2016	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2016 Q1	7,4	11,0	-4,5	3,8	-31,3	4,2	10,7	-8,8	0,2	-30,6	6,2	-3,3	10,3
Q2	8,0	11,1	-2,9	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	4,2	-8,5	10,3
Q3	7,4	9,9	-1,3	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	1,1	-5,7	7,7
Q4	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2016 Aug.	7,3	10,2	-4,1	2,2	11,9	5,2	10,8	-4,8	0,4	-12,1	1,4	-6,2	8,9
Sep.	7,4	9,9	-1,3	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	1,1	-5,7	7,7
Okt.	5,5	7,9	-2,8	0,9	-29,6	5,2	10,7	-5,5	0,6	-19,8	-1,0	-9,4	7,8
Nov.	7,1	10,1	-3,7	-0,1	-5,3	5,4	11,1	-6,0	0,7	-32,6	0,5	-8,0	3,1
Dec.	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2017 Jan. ^(p)	7,1	10,5	-5,5	-0,2	-26,8	5,5	11,4	-7,7	1,0	-19,6	-1,1	-13,5	6,0

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

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

3) Vrátane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

4) Sektor verejnej správy bez ústrednej štátnej správy.

5 Peňažné a úverové agregáty

5.3 Pohľadávky voči rezidentom eurozóny¹⁾

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

	Pohľadávky voči verejnej správe			Pohľadávky voči ostatným rezidentom eurozóny								Dlhové cenné papiere	Majetkové účasti a akcie/ podielové listy investičných fondov nepeňažného trhu
	Spolu	Úvery	Dlhové cenné papiere	Spolu	Úvery								
					Spolu	nefinančným korporáciám ³⁾	domácnostiam ⁴⁾	finančným korporáciám iným ako PFI a PKPF ³⁾	poisťovacím korporáciám a penzijným fondom (PKPF)				
										očistené úvery ²⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Stav													
2014	3 615,6	1 135,0	2 478,5	12 504,8	10 454,5	10 726,7	4 299,6	5 200,7	825,1	129,0	1 280,0	770,3	
2015	3 904,2	1 112,3	2 789,5	12 599,4	10 512,0	10 807,4	4 274,5	5 307,6	806,3	123,5	1 305,1	782,3	
2016	4 397,5	1 082,0	3 302,3	12 846,6	10 675,2	10 982,9	4 302,2	5 409,6	851,0	112,5	1 385,2	786,2	
2016 Q1	4 053,6	1 115,9	2 924,6	12 629,6	10 561,2	10 824,5	4 288,8	5 338,9	824,8	108,8	1 312,2	756,2	
Q2	4 191,8	1 112,5	3 066,2	12 664,0	10 566,1	10 870,4	4 297,1	5 348,3	816,8	103,9	1 342,5	755,4	
Q3	4 272,2	1 105,2	3 153,6	12 769,1	10 623,5	10 927,4	4 289,6	5 379,3	845,5	109,1	1 365,2	780,5	
Q4	4 397,5	1 082,0	3 302,3	12 846,6	10 675,2	10 982,9	4 302,2	5 409,6	851,0	112,5	1 385,2	786,2	
2016 Aug.	4 255,8	1 107,7	3 134,8	12 744,2	10 602,0	10 907,7	4 296,1	5 366,0	829,4	110,5	1 364,5	777,7	
Sep.	4 272,2	1 105,2	3 153,6	12 769,1	10 623,5	10 927,4	4 289,6	5 379,3	845,5	109,1	1 365,2	780,5	
Okt.	4 291,1	1 099,6	3 178,1	12 810,3	10 656,5	10 956,9	4 302,9	5 388,3	850,8	114,5	1 373,1	780,7	
Nov.	4 320,9	1 092,5	3 215,0	12 851,3	10 699,4	10 981,8	4 321,0	5 407,2	855,3	115,9	1 379,0	772,9	
Dec.	4 397,5	1 082,0	3 302,3	12 846,6	10 675,2	10 982,9	4 302,2	5 409,6	851,0	112,5	1 385,2	786,2	
2017 Jan. ^(p)	4 388,3	1 087,3	3 287,3	12 882,9	10 692,5	10 988,4	4 313,0	5 422,7	842,4	114,5	1 403,2	787,2	
Transakcie													
2014	73,8	16,4	57,4	-102,0	-47,1	-33,3	-61,1	-14,9	17,2	11,7	-89,8	35,0	
2015	284,9	-21,1	305,7	86,7	58,1	73,2	-13,1	98,2	-21,4	-5,7	25,1	3,5	
2016	458,9	-34,9	493,7	318,1	232,2	250,8	81,7	119,0	42,7	-11,1	80,6	5,3	
2016 Q1	120,0	1,5	118,5	69,3	79,3	52,2	35,9	36,2	21,8	-14,6	11,0	-21,0	
Q2	116,4	-8,9	125,2	54,8	22,1	64,6	19,5	14,5	-6,9	-5,0	31,1	1,6	
Q3	69,3	-7,3	76,3	113,3	70,3	72,1	6,6	33,8	24,8	5,2	20,9	22,1	
Q4	153,2	-20,3	173,7	80,7	60,6	61,8	19,7	34,5	3,1	3,3	17,6	2,6	
2016 Aug.	9,0	-1,5	10,5	35,7	13,3	18,2	-4,0	11,5	5,7	0,1	4,7	17,7	
Sep.	12,2	-2,6	14,8	24,2	20,7	22,2	-1,3	14,7	8,7	-1,4	1,2	2,3	
Okt.	38,8	-5,5	44,3	44,0	33,7	30,0	16,0	7,2	5,0	5,5	7,7	2,6	
Nov.	45,3	-7,0	52,3	36,3	37,6	20,6	16,1	18,9	1,3	1,3	5,5	-6,8	
Dec.	69,0	-7,8	77,1	0,4	-10,7	11,1	-12,4	8,3	-3,2	-3,5	4,3	6,8	
2017 Jan. ^(p)	15,8	5,3	10,1	54,8	29,6	23,4	17,6	14,1	-4,2	2,1	18,7	6,5	
Miera rastu													
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	1,8	11,9	-6,6	4,4	
2015	7,9	-1,9	12,3	0,7	0,6	0,7	-0,3	1,9	-2,6	-4,4	2,0	0,4	
2016	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,2	5,3	-9,0	6,2	0,7	
2016 Q1	10,2	-2,8	16,1	1,2	1,2	1,1	0,9	2,2	0,1	-19,2	3,1	-2,3	
Q2	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,6	1,3	1,9	0,3	-23,6	7,2	-2,9	
Q3	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,5	2,1	4,9	-10,7	3,5	0,8	
Q4	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,2	5,3	-9,0	6,2	0,7	
2016 Aug.	10,9	-2,8	16,7	1,6	1,5	1,9	1,2	2,0	1,7	-14,0	4,1	-0,5	
Sep.	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,5	2,1	4,9	-10,7	3,5	0,8	
Okt.	10,6	-2,6	16,0	2,3	2,0	2,2	1,7	1,9	5,6	-7,8	5,4	0,5	
Nov.	10,7	-3,0	16,3	2,4	2,1	2,2	1,8	2,1	4,2	-6,7	7,4	-0,7	
Dec.	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,2	5,3	-9,0	6,2	0,7	
2017 Jan. ^(p)	10,5	-2,9	15,8	2,7	2,2	2,4	1,7	2,4	4,5	-8,6	7,0	3,0	

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

2) Očistené od predaja a sekuritizácie úverov (vyčlenené zo štatistickej bilancie PFI), ako aj od pozícií vyplývajúcich z fiktívneho cash pooling poskytnutého PFI.

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

4) Vrátane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

5 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	očistené úvery ⁴⁾				6	očistené úvery ⁴⁾			
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Stav										
2014	4 299,6	4 253,9	1 109,8	720,7	2 469,1	5 200,7	5 546,1	563,5	3 860,9	776,4
2015	4 274,5	4 257,7	1 038,4	758,5	2 477,6	5 307,6	5 640,6	595,9	3 948,4	763,3
2016	4 302,2	4 303,0	997,8	796,4	2 508,0	5 409,6	5 726,2	616,6	4 042,7	750,3
2016 Q1	4 288,8	4 261,6	1 048,5	768,6	2 471,6	5 338,9	5 659,1	602,6	3 974,9	761,4
Q2	4 297,1	4 278,6	1 040,4	774,9	2 481,8	5 348,3	5 683,5	604,1	3 986,3	757,9
Q3	4 289,6	4 279,7	1 009,4	786,9	2 493,3	5 379,3	5 701,1	608,5	4 018,2	752,6
Q4	4 302,2	4 303,0	997,8	796,4	2 508,0	5 409,6	5 726,2	616,6	4 042,7	750,3
2016 Aug.	4 296,1	4 279,5	1 023,0	782,4	2 490,8	5 366,0	5 700,1	607,8	4 003,4	754,8
Sep.	4 289,6	4 279,7	1 009,4	786,9	2 493,3	5 379,3	5 701,1	608,5	4 018,2	752,6
Okt.	4 302,9	4 288,6	1 022,9	787,3	2 492,7	5 388,3	5 712,5	612,8	4 019,3	756,2
Nov.	4 321,0	4 298,0	1 030,8	794,8	2 495,3	5 407,2	5 723,1	614,9	4 035,8	756,5
Dec.	4 302,2	4 303,0	997,8	796,4	2 508,0	5 409,6	5 726,2	616,6	4 042,7	750,3
2017 Jan. ^(p)	4 313,0	4 304,4	1 010,7	796,5	2 505,8	5 422,7	5 743,5	618,7	4 050,6	753,4
Transakcie										
2014	-61,1	-68,4	-14,2	2,3	-49,2	-14,9	5,6	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-13,1	21,1	-64,3	32,4	18,9	98,2	76,1	21,9	79,9	-3,6
2016	81,7	97,1	-17,4	45,2	54,0	119,0	110,9	23,4	105,9	-10,4
2016 Q1	35,9	28,1	19,2	13,2	3,5	36,2	24,7	8,0	28,6	-0,4
Q2	19,5	28,5	-4,1	8,6	15,0	14,5	29,5	1,6	13,5	-0,6
Q3	6,6	10,8	-23,1	14,9	14,8	33,8	27,4	5,1	32,5	-3,8
Q4	19,7	29,7	-9,4	8,5	20,6	34,5	29,2	8,7	31,4	-5,6
2016 Aug.	-4,0	1,3	-5,9	2,2	-0,3	11,5	8,4	3,3	9,3	-1,1
Sep.	-1,3	1,9	-11,8	5,8	4,7	14,7	9,9	1,3	14,8	-1,5
Okt.	16,0	11,4	13,3	0,9	1,8	7,2	9,7	4,4	4,5	-1,7
Nov.	16,1	8,3	6,7	6,9	2,6	18,9	10,8	2,2	16,1	0,6
Dec.	-12,4	9,9	-29,3	0,7	16,3	8,3	8,8	2,1	10,8	-4,5
2017 Jan. ^(p)	17,6	12,3	16,0	1,3	0,3	14,1	18,9	2,4	8,1	3,7
Miera rastu										
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,5	-5,8	4,5	0,8	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,7	6,0	2,2	2,2	2,0	3,9	2,7	-1,4
2016 Q1	0,9	1,2	-2,1	5,2	0,9	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
Q2	1,3	1,9	-2,1	5,3	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
Q3	1,5	2,1	-2,9	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
Q4	1,9	2,3	-1,7	6,0	2,2	2,2	2,0	3,9	2,7	-1,4
2016 Aug.	1,2	2,1	-3,9	6,4	1,9	2,0	1,8	3,5	2,3	-0,7
Sep.	1,5	2,1	-2,9	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
Okt.	1,7	2,2	-1,1	5,6	1,8	1,9	1,8	3,7	2,2	-1,1
Nov.	1,8	2,1	-1,8	6,6	1,9	2,1	1,9	3,6	2,5	-1,2
Dec.	1,9	2,3	-1,7	6,0	2,2	2,2	2,0	3,9	2,7	-1,4
2017 Jan. ^(p)	1,7	2,3	-1,8	5,4	2,1	2,4	2,2	4,1	2,7	-0,8

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

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

Tieto subjekty sú zaradené v bilančnej štatistike PFI v rámci položky finančné korporácie iné ako PFI a poisťovacie korporácie a penzijné fondy (PKPF).

3) Vrátane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

4) Očistené od predaja a sekuritizácie úverov (vyčlenené zo štatistickej bilancie PFI), ako aj od pozícií vyplývajúcich z fiktívneho cash poolingu poskytovaného PFI.

5 Peňažné a úverové agregáty

5.5 Protipoložky M3 iné ako pohľadávky voči rezidentom eurozóny¹⁾

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

	Pasíva PFI						Aktíva PFI			
	V držbe ústrednej štátnej správy ²⁾	Dlhodobejšie finančné záväzky voči rezidentom eurozóny					Čisté zahra- ničné aktíva	Ostatné		
		Spolu	Vklady s dohodnutou splatnosťou nad 2 roky	Vklady s výpovednou lehotou nad 3 mesiace	Dlhové cen- né papiere so splatnosťou nad 2 roky	Kapitál a rezervy		Repo obchody s centrálnymi protistranami ³⁾	Reverzné repo obchody s centrálnymi protistranami ³⁾	Spolu
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Stav										
2014	269,4	7 127,8	2 186,6	92,2	2 388,1	2 460,8	1 381,1	217,8	184,5	139,7
2015	284,8	6 996,4	2 119,7	79,8	2 254,0	2 543,0	1 331,6	277,1	205,9	135,6
2016	318,8	6 920,3	2 054,4	70,6	2 140,8	2 654,5	1 131,5	238,2	205,9	121,6
2016 Q1	314,7	6 962,3	2 113,6	76,9	2 179,5	2 592,3	1 282,0	304,9	247,1	152,1
Q2	319,3	7 006,3	2 094,1	74,6	2 175,8	2 661,8	1 275,3	313,9	238,0	144,0
Q3	310,1	6 960,6	2 068,5	72,4	2 125,1	2 694,6	1 171,0	309,7	209,2	129,1
Q4	318,8	6 920,3	2 054,4	70,6	2 140,8	2 654,5	1 131,5	238,2	205,9	121,6
2016 Aug.	318,8	6 967,2	2 077,7	73,2	2 142,1	2 674,3	1 182,9	316,2	215,4	134,6
Sep.	310,1	6 960,6	2 068,5	72,4	2 125,1	2 694,6	1 171,0	309,7	209,2	129,1
Okt.	324,1	6 950,9	2 071,2	72,4	2 123,5	2 683,9	1 113,4	320,1	193,0	133,7
Nov.	296,6	6 934,5	2 061,6	71,9	2 136,6	2 664,4	1 083,9	319,7	194,7	121,3
Dec.	318,8	6 920,3	2 054,4	70,6	2 140,8	2 654,5	1 131,5	238,2	205,9	121,6
2017 Jan. ^(p)	302,9	6 871,9	2 036,9	70,0	2 127,4	2 637,6	1 120,2	219,7	176,5	106,3
Transakcie										
2014	-4,0	-165,5	-120,8	2,0	-154,5	107,8	237,7	-5,9	0,7	17,8
2015	9,2	-221,6	-106,2	-13,5	-209,3	107,3	-98,6	-3,0	21,4	-4,0
2016	31,0	-148,7	-72,5	-9,1	-120,6	53,6	-295,4	-54,7	12,8	-12,0
2016 Q1	29,4	-56,6	-3,5	-2,8	-45,9	-4,4	-74,8	33,9	41,3	17,3
Q2	4,2	-13,0	-22,3	-1,8	-15,9	27,1	-71,6	8,2	-9,2	-8,1
Q3	-9,2	-53,8	-25,8	-2,0	-41,5	15,5	-106,2	-4,2	-19,2	-13,7
Q4	6,6	-25,3	-20,8	-2,6	-17,3	15,4	-42,8	-92,7	-0,2	-7,5
2016 Aug.	-7,6	-7,7	-7,1	-0,7	-7,2	7,3	-32,8	5,2	2,5	6,4
Sep.	-8,7	-21,3	-9,4	-0,6	-15,8	4,4	-18,7	-9,2	3,4	-4,3
Okt.	13,1	0,8	-1,3	-0,8	-8,7	11,6	-52,7	-8,6	-13,1	4,7
Nov.	-27,6	-10,2	-11,7	-0,5	-5,4	7,3	-11,6	-29,5	1,7	-12,4
Dec.	21,0	-15,9	-7,8	-1,3	-3,3	-3,5	21,5	-54,6	11,2	0,3
2017 Jan. ^(p)	-16,3	-22,2	-11,2	-0,6	-5,6	-4,8	11,8	-53,6	-28,3	-14,7
Miera rastu										
2014	-1,6	-2,2	-5,1	2,2	-6,1	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,6	-3,1	-4,8	-14,5	-8,6	4,3	-	-	11,6	-2,9
2016	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2016 Q1	11,0	-3,3	-3,5	-15,2	-8,4	2,0	-	-	3,8	-5,9
Q2	20,1	-2,3	-2,9	-13,3	-6,8	2,8	-	-	3,6	-2,9
Q3	5,3	-2,5	-4,3	-12,2	-6,4	2,7	-	-	1,5	-8,2
Q4	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2016 Aug.	15,4	-2,5	-3,9	-12,3	-6,6	2,8	-	-	1,4	1,1
Sep.	5,3	-2,5	-4,3	-12,2	-6,0	2,7	-	-	1,5	-8,2
Okt.	-7,2	-2,1	-3,4	-11,8	-6,0	2,8	-	-	4,5	-6,3
Nov.	0,1	-2,1	-3,2	-10,7	-5,9	2,5	-	-	-4,9	-15,6
Dec.	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2017 Jan. ^(p)	-1,4	-2,0	-3,6	-11,0	-4,8	1,8	-	-	-12,2	-23,8

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
2012	-3,6	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,2	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2015 Q4	-2,1	.	.	.	.	0,3
2016 Q1	-1,9	.	.	.	.	0,4
Q2	-1,8	.	.	.	.	0,5
Q3	-1,7	.	.	.	.	0,5

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
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,4	0,4	49,7	45,2	10,4	5,3	3,0	22,6	4,5
2013	46,7	46,2	12,6	13,0	15,5	0,5	49,7	45,6	10,4	5,3	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	23,0	4,0
2015	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,7	10,1	5,2	2,4	22,9	3,9
2015 Q4	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,7	10,1	5,2	2,4	22,9	3,9
2016 Q1	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,3	44,5	10,1	5,2	2,3	22,9	3,9
Q2	46,4	45,9	12,5	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,3	22,9	3,9
Q3	46,4	45,9	12,6	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,2	22,9	3,8

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

6.3 Pomer štátneho dlhu k HDP

(v % HDP; stav ku koncu obdobia)

	Spolu	Finančný nástroj			Držiteľ			Pôvodná splatnosť		Zostávajúca splatnosť			Mena	
		Obeživo a vklady	Úvery	Dlhové cenné papiere	Tuzemskí veritelia	PFI	Ostatní veritelia	do 1 roka	nad 1 rok	do 1 roka	nad 1 a do 5 rokov	nad 5 rokov	Euro alebo zúčastnené meny	Ostatné meny
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	89,5	3,0	17,6	68,9	45,6	26,3	43,9	11,3	78,1	19,6	31,4	38,4	87,3	2,2
2013	91,3	2,6	17,5	71,2	46,2	26,3	45,1	10,4	80,9	19,5	32,0	39,8	89,3	2,1
2014	92,0	2,7	17,1	72,2	45,1	26,0	46,9	10,0	82,0	18,9	31,9	41,2	89,9	2,1
2015	90,4	2,8	16,2	71,4	45,6	27,5	44,8	9,3	81,1	17,7	31,4	41,3	88,3	2,1
2015 Q4	90,4	2,8	16,2	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 Q1	91,3	2,7	16,1	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	91,2	2,7	16,0	72,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	90,1	2,7	15,6	71,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 preceňovania 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
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	1,9	0,2	-0,2	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,4	1,9	2,6
2014	0,7	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,8	2,5
2015	-1,6	-0,3	-0,9	-0,5	0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	1,3
2015 Q4	-1,7	-0,3	-0,9	-0,6	0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,5	1,2
2016 Q1	-1,5	-0,4	-0,6	-0,2	0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	1,4
Q2	-0,9	-0,5	0,2	0,4	0,8	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,6	2,0
Q3	-1,4	-0,5	-0,5	-0,1	0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,4	1,5

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

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

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

6.5 Štátne dlhové cenné papiere¹⁾

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

	Dlhová služba splatná v rámci 1 roka ²⁾					Priemerná zostatková splatnosť v rokoch ³⁾	Priemerný nominálny výnos ⁴⁾						
	Spolu	Istina		Úrok			Stav					Transakcie	
		splatnosť do 3 mesiacov	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
2014	15,9	13,8	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015	14,8	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016	14,6	12,8	4,7	1,8	0,5	6,7	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2015 Q4	14,8	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016 Q1	15,5	13,6	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1
Q2	15,3	13,5	5,0	1,8	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
Q3	14,9	13,1	4,1	1,8	0,5	6,8	2,6	1,2	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
2016 Aug.	15,0	13,2	4,7	1,8	0,5	6,8	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
Sep.	14,9	13,1	4,1	1,8	0,5	6,8	2,6	1,2	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
Okt.	14,9	13,1	3,9	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3
Nov.	14,9	13,1	4,5	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3
Dec.	14,6	12,8	4,7	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017 Jan.	14,8	13,0	5,0	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	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	Taliano 8	Cyprus 9
Deficit (-)/prebytok (+) verejnej správy									
2012	-4,2	0,0	-0,3	-8,0	-8,8	-10,5	-4,8	-2,9	-5,8
2013	-3,0	-0,2	-0,2	-5,7	-13,2	-7,0	-4,0	-2,7	-4,9
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,6	-6,0	-4,0	-3,0	-8,8
2015	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1
2015 Q4	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1
2016 Q1	-2,6	0,8	0,7	-1,5	-6,3	-5,1	-3,3	-2,5	-0,2
Q2	-2,8	0,8	0,8	-1,4	-5,2	-5,3	-3,1	-2,3	-1,2
Q3	-3,2	0,6	0,6	-1,8	-3,2	-4,8	-3,2	-2,3	-0,9
Dlh verejnej správy									
2012	104,1	79,9	9,7	119,5	159,6	85,7	89,5	123,3	79,3
2013	105,4	77,5	10,2	119,5	177,4	95,4	92,3	129,0	102,2
2014	106,5	74,9	10,7	105,2	179,7	100,4	95,3	131,9	107,1
2015	105,8	71,2	10,1	78,6	177,4	99,8	96,2	132,3	107,5
2015 Q4	106,0	71,2	10,1	78,6	177,4	99,3	96,2	132,3	108,9
2016 Q1	109,1	70,9	9,9	80,0	176,4	101,1	97,5	135,0	107,9
Q2	109,6	70,2	9,7	77,7	179,8	101,0	98,3	135,5	107,6
Q3	108,8	69,4	9,6	77,1	176,9	100,3	97,5	132,7	110,6

	Lotyšsko 10	Litva 11	Luxembursko 12	Malta 13	Holandsko 14	Rakúsko 15	Portugalsko 16	Slovinsko 17	Slovensko 18	Fínsko 19
Deficit (-)/prebytok (+) verejnej správy										
2012	-0,8	-3,1	0,3	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3	-2,2
2013	-0,9	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,0	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,5	-2,1	-2,3	-2,7	-7,2	-5,0	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,7	-2,8
2015 Q4	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,7	-2,8
2016 Q1	-1,0	-0,1	1,6	-0,2	-1,6	-0,8	-3,8	-2,5	-2,6	-2,0
Q2	-0,7	0,4	1,5	0,4	-0,8	-1,0	-3,5	-1,7	-2,5	-2,2
Q3	-0,2	0,3	1,5	0,6	-0,3	-0,4	-3,6	-1,5	-2,3	-2,1
Dlh verejnej správy										
2012	41,3	39,8	21,8	67,6	66,4	82,0	126,2	53,9	52,2	53,9
2013	39,0	38,7	23,5	68,4	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7	56,5
2014	40,7	40,5	22,7	67,0	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6	60,2
2015	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,5	63,6
2015 Q4	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,9	63,6
2016 Q1	36,1	40,0	22,4	62,1	64,8	86,5	128,9	83,6	51,8	64,2
Q2	38,8	40,1	22,0	61,4	63,7	86,7	131,7	82,4	52,9	61,6
Q3	37,9	41,3	21,5	60,4	61,9	84,4	133,4	82,6	52,7	61,6

Zdroj: Eurostat.

© Európska centrálna banka 2017

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

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

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

Redakčná uzávierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 8 marca 2017.

ISSN

2363-3549

Katalógové číslo

QB-BP-17-002-SK-N