



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 6/2017



Obsah

Hospodársky a menový vývoj	2
Stručný prehľad	2
1 Vonkajšie prostredie	5
2 Finančný vývoj	11
3 Hospodárska aktivita	16
4 Ceny a náklady	22
5 Peňažná zásoba a pohľadávky	27
6 Fiškálny vývoj	34
Boxy	36
1 Dynamika investícií vo vyspelých ekonomikách od finančnej krízy	36
2 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 3. mája do 25. júla 2017	40
3 Najnovší vývoj v oblasti ponuky pracovnej sily v eurozóne	45
4 Znižovanie nezamestnanosti z historického hľadiska	50
5 Potreba štrukturálnych reforiem v eurozóne: poznatky z prieskumu veľkých spoločností	54
6 Úloha bázických efektov pri očakávanom vývoji inflácie HICP	59
7 Menová báza, peňažná zásoba a program nákupu aktív	62
Štatistika	66

Hospodársky a menový vývoj

Stručný prehľad

Rada guvernérov na svojom menovopolitickom zasadaní 7. septembra 2017 skonštatovala, že hoci vzhľadom na pokračujúcu konjunktúru možno počítať s tým, že inflácia sa postupne vydá smerom k úrovni zodpovedajúcej inflačnému cieľu, dostatočne výrazný rast inflácie zatiaľ nevyvolala.

Hospodárska expanzia, ktorej tempo v prvom štvrtroku 2017 prekonal očakávaná, je naďalej stabilná a má široký sektorový a geografický rozsah. Nedávna volatilita výmenného kurzu na druhej strane vyvoláva neistotu, ktorú je vzhľadom na jej možný vplyv na strednodobý výhľad cenovej stability potrebné monitorovať. Miery základnej inflácie sa v posledných mesiacoch mierne zvýšili, no celkovo zostávajú nevýrazné. Na postupné zintenzívnenie základných inflačných tlakov a podporu vývoja celkovej inflácie v strednodobom horizonte je preto naďalej potrebná veľmi výrazná miera menovej akomodácie. Rada guvernérov tak zachovala súčasné nastavenie menovej politiky a o kalibrácii menovopolitických nástrojov na obdobie po konci roka rozhodne na jeseň.

Vyhodnotenie ekonomickej a menovej situácie v čase zasadnutia Rady guvernérov 7. septembra 2017

Hospodárska expanzia v eurozóne pokračuje a je čoraz stabilnejšia, pričom opatrenia menovej politiky ECB podporujú domáci dopyt. Reálny HDP eurozóny, ktorý v prvom štvrtroku 2017 vzrástol o 0,5 %, sa v druhom štvrtroku medzikvartálne zvýšil o 0,6 %. K rastu reálneho HDP prispieva najmä domáci dopyt. Súkromná spotreba profituje z rastu zamestnanosti, ktorý je okrem iného výsledkom uskutočnených reforiem na trhu práce, i zo zvyšovania majetku domácností. Prebiehajúce oživenie investičnej aktivity naďalej ťaží z veľmi priaznivých podmienok financovania a rastu ziskovosti podnikov. Výsledky prieskumov a krátkodobé ukazovatele potvrdzujú výhľad výrazného tempa hospodárskeho rastu v najbližšom období.

K vývozu z eurozóny bude prispievať rozsiahle globálne oživenie. Globálna ekonomická aktivita by sa mala vďaka pokračujúcej podpore menovej a fiškálnej politiky v rozvinutých ekonomikách a hospodárskemu oživeniu v rozvíjajúcich sa ekonomikách vyvážajúcich komodity mierne zrýchľovať. Po výraznom zlepšení na prelome roka sa globálny obchod nedávno stlmil, z hlavných ukazovateľov však aj naďalej vyplývajú pozitívne vyhliadky. Rozsiahle globálne oživenie bude celkovo zmierňovať potenciálny vplyv, ktorý by na vývoz mohol mať silnejší výmenný kurz. Ten sa od júnového menovopolitického zasadania Rady guvernérov v efektívnom vyjadrení zhodnotil o 3,4 %.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2017 dosiahne rast reálneho HDP eurozóny 2,2 % v roku 2017, 1,8 % v roku 2018

a 1,7 % v roku 2019. V porovnaní s projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2017 boli očakávané miery rastu na rok 2017 upravené nahor, pričom neskôr zostávajú zhruba nezmenené. Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu v eurozóne zostávajú celkovo vyvážené. Súčasná pozitívna cyklická dynamika na jednej strane zvyšuje šance na výraznejší hospodársky rast, než sa očakáva. Na druhej strane naďalej existujú riziká pomalšieho rastu súvisiace predovšetkým s globálnymi faktormi a vývojom na devízových trhoch.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu dosiahla ročná miera inflácie HICP eurozóny v auguste 2017 úroveň 1,5 % (oproti 1,3 % v júli). Príčinou bola vyššia inflácia cien energií a v menšom rozsahu aj spracovaných potravín. Na základe súčasných cien ropných futures je pravdepodobné, že ročná miera celkovej inflácie sa ku koncu roka dočasne zníži, najmä v dôsledku bazických efektov cien energií. Následne by mala zase stúpnuť.

Miera základnej inflácie sa v posledných mesiacoch mierne zvýšila, zatiaľ však nevykazuje známky presvedčivého trendu rastu. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu dosiahla inflácia HICP bez energií a potravín v auguste úroveň 1,2 %, čo je rovnako ako v júli, no o 0,4 percentuálneho bodu viac ako priemerná hodnota za posledný štvrtrok 2016. Domáce nákladové tlaky, najmä zo strany trhu práce, sú naďalej nevýrazné. V strednodobom horizonte sa očakáva postupný rast základnej inflácie v eurozóne, ktorý majú podporiť menovopolitické opatrenia ECB, pokračujúca hospodárska expanzia a zodpovedajúca postupná absorpcia nevyužitých kapacít a rastúce mzdy.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2017 ročná miera inflácie HICP dosiahne 1,5 % v roku 2017, 1,2 % v roku 2018 a 1,5 % v roku 2019. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2017 boli projekcie celkovej inflácie HICP upravené mierne nadol, najmä v dôsledku nedávneho zhodnotenia výmenného kurzu eura.

Rozpočtový deficit eurozóny by sa mal počas horizontu projekcií (2017 – 2019) ďalej znížiť vďaka zlepšujúcim sa cyklickým podmienkam a klesajúcim úrokovým platbám. Na základe makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2017 sa očakáva, že pomer deficitu verejnej správy v eurozóne klesne z 1,5 % HDP v roku 2016 na 0,9 % HDP v roku 2019. Štrukturálne deficity sa však napriek priaznivej dynamike rastu neznižujú.

Peňažná zásoba aj napriek určitej mesačnej volatilitate naďalej rástla výrazným tempom. Oživenie rastu úverov súkromnému sektoru pokračuje. V druhom štvrtroku 2017 podľa predpokladov zároveň došlo k určitému poklesu ročného toku celkového externého financovania do nefinančných spoločností.

Účinok opatrení menovej politiky prijatých v posledných rokoch naďalej výraznou mierou prispieva k zlepšovaniu úverových podmienok. Výnosy štátnych dlhopisov eurozóny zostali od júnového menovopolitického zasadania Rady guvernérov viac-menej nezmenené. Spready podnikových dlhopisov voči bezrizikovej sadzbe sa nepatrne znížili a zostali pod úrovňami zaznamenanými na

začiatku marca 2016, keď bol oznámený program nákupu aktív podnikového sektora.

Rozhodnutia o menovej politike

Na základe výsledkov ekonomickej analýzy a signálov vyplývajúcich z menovej analýzy dospela Rada guvernérov k záveru, že na zabezpečenie trvalého návratu inflácie k úrovni nižšej, ale blízkej 2 % je potrebné zachovať veľmi výraznú mieru menovej akomodácie. Rada guvernérov sa rozhodla ponechať kľúčové úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni, pričom očakáva, že na súčasnej úrovni zostanú počas dlhšieho obdobia a ešte podstatnú dobu po skončení čistého nákupu aktív. Pokiaľ ide o neštandardné opatrenia menovej politiky, Rada guvernérov potvrdila, že čistý nákup aktív by mal prebiehať súčasným tempom 60 mld. € za mesiac až do konca decembra 2017, v prípade potreby aj dlhšie, avšak rozhodne až dovtedy, kým sa podľa Rady guvernérov neprejaví trvalá zmena vývoja inflácie zodpovedajúca jej inflačnému cieľu. Popri čistom nákupe sa zároveň reinvestujú splátky istiny zo splatných cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív. Rada guvernérov navyše opätovne potvrdila, že ak dôjde k zhoršeniu výhľadu vývoja alebo ak finančné podmienky prestanú zodpovedať ďalšiemu napredovaniu k trvalej zmene vývoja inflácie, bude pripravená zväčšiť rozsah programu a/alebo predĺžiť jeho trvanie. Túto jeseň bude Rada guvernérov rozhodovať o kalibrácii menovopolitických nástrojov na obdobie po skončení roka, pričom bude zohľadňovať očakávaný vývoj inflácie a finančné podmienky nevyhnutné na zabezpečenie trvalého návratu inflácie k úrovni nižšej, ale blízkej 2 %.

1 Vonkajšie prostredie

Svetová ekonomika naďalej expanduje stabilným tempom. Po prechodnom spomalení, ktoré sa začiatkom roka prejavilo v niektorých krajinách, údaje začali poukazovať na obnovenie globálneho rastu HDP. V budúcnosti sa predpokladá mierne zrýchlenie globálnej hospodárskej aktivity, ktorú bude vo vyspelých ekonomikách ďalej podporovať menová a fiškálna politika, kým v krajinách rozvíjajúcich sa trhov vyvážajúcich komodity k aktivite prispeje oživenie. Svetový obchod sa po výraznom zlepšení na prelome rokov následne spomalil, no predstihové indikátory stále signalizujú jeho priaznivé vyhliadky. Očakáva sa, že svetová inflácia bude rásť so znižovaním voľných kapacít na globálnej úrovni.

Globálna hospodárska aktivita a obchod

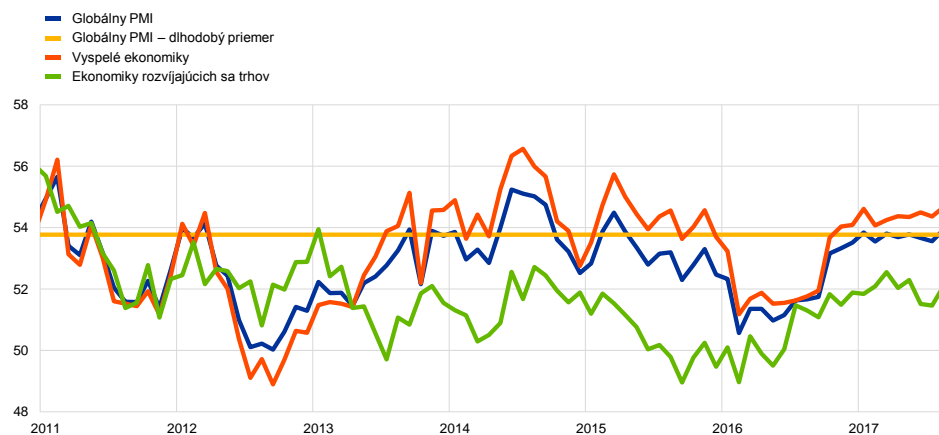
Svetová ekonomika ďalej expanduje stabilným tempom. Po prechodnom znížení rastu v niektorých ekonomikách zaznamenanom v prvom štvrtroku posledné údaje aj ukazovatele z prieskumov poukazujú na obnovenie globálneho rastu. Pokiaľ ide o vyspelé ekonomiky, rast HDP sa v druhom štvrtroku zlepšil v Spojených štátoch, kde sa spotrebiteľské výdavky a zásoby po predchádzajúcom nepriaznivom vývoji upravili vďaka zníženiu kapacít na pracovnom trhu a silnej dôvere domácností. Hospodárska aktivita Japonska zaznamenala v druhom štvrtroku výrazný rast podporený priaznivými vonkajšími podmienkami a fiškálnymi stimulmi. Naopak aktivita Spojeného kráľovstva zostala relatívne tlmená, keďže na príjmy domácností vplývala rastúca inflácia a klesajúce reálne mzdy. Pokiaľ ide o ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov, aktivitu v Brazílii a Rusku podporilo obnovenie rastu po hlbokéj recesii, zatiaľ čo v Indii a Číne priaznivý rast pokračoval.

Ukazovatele z prieskumov naznačujú stabilný celosvetový rast v krátkodobom horizonte. Globálny kompozitný index nákupných manažérov PMI pre výrobu (bez eurozóny) v auguste stúpol tesne nad dlhodobý priemer. Prieskum poukazuje na najrýchlejšie tempo expanzie od začiatku roka 2015 (graf 1). Za posledných niekoľko mesiacov sa zlepšili aj ukazovatele nálady.

Graf 1

Globálny kompozitný index PMI pre výrobu

(difúzný index)



Zdroj: Haver Analytics, Markit a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z augusta 2017. Dlhodobý priemer zahŕňa obdobie od januára 1999 do augusta 2017.

Globálne podmienky financovania zostali vo všeobecnosti priaznivé. Akciové trhy vo vyspelých ekonomikách boli za posledné týždne v podstate nezmenené vďaka tlmenej volatilita a nízkej averzii voči riziku. V Spojených štátoch a Spojenom kráľovstve došlo v posledných mesiacoch k ustáleniu dlhodobých úrokových mier. Vývoj výnosov v Japonsku bol stabilný vďaka programu Bank of Japan na kontrolu výnosovej krivky. Na finančné podmienky v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov pozitívne vplývali očakávania lepšieho výhľadu svetového rastu v prostredí priaznivého vývoja kapitálových tokov. Podmienky financovania v Číne sa mierne zlepšili v porovnaní s obdobím, keď ich orgány výrazne sprísnilo so zámerom znížiť pákový pomer vo finančnom sektore.

Menová politika vo vyspelých ekonomikách si zachovala akomodačné nastavenie a centrálné banky niektorých ekonomik rozvíjajúcich sa trhov znížili svoje úrokové sadzby. Ako sa na trhoch očakávalo, Federálny rezervný systém na svojom júnovom zasadnutí zvýšil úrokové sadzby. Oznamil tiež zámer začať neskôr v tomto roku s úpravami svojej súvahy. Trhy naďalej rátajú s veľmi postupným sprísňovaním menovej politiky v Spojených štátoch, zatiaľ čo sa očakáva, že centrálné banky v ostatných vyspelých ekonomikách zachovajú jej akomodačné nastavenie. Pokiaľ ide o ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov, niektorí vývozcovia komodít v dôsledku uvoľnenia inflačných tlakov a posilnenia výmenných kurzov znížili svoje základné úrokové sadzby.

Projekcie predpokladajú postupné zrýchlenie globálnej hospodárskej aktivity.

Výhľad vyspelých ekonomik sa spája s miernou expanziou, ktorú bude naďalej podporovať priaznivé nastavenie menovej a fiškálnej politiky v prostredí pokračujúceho cyklického oživenia a postupného uzatvárania produkčných medzier. V ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov na výhľad priaznivo vplýva silný rast Číny a Indie a oživenie krajín vývozcov komodít po odznení šokov súvisiacich s ich obchodnými podmienkami. Tempo globálnej expanzie však zostane pod predkrízovou úrovňou, čo zodpovedá odhadom, podľa ktorých sa potenciál rastu vo

väčšine vyspelých krajín aj ekonomík rozvíjajúcich sa trhov v posledných rokoch znížil. Jedným z faktorov tohto spomalenia sú nedostatočné kapitálové príspevky. Faktory stojace za nízkymi investíciami vo vyspelých ekonomikách sú rozpracované v boxe 1.

V Spojených štátoch sa očakáva zrýchlenie hospodárskej aktivity. Predpokladá sa, že aktuálne oslabenie amerického dolára a zrýchlenie globálneho rastu posilnia príspevok čistého vývozu k rastu. Zvýšenie cien nehnuteľností na bývanie a akcií spolu s narastajúcou spotrebiteľskou dôverou a znižovaním kapacít na trhu práce by malo ešte viac podporiť spotrebiteľské výdavky. Vzhľadom na vykázané lepšie výnosy podnikov a priaznivú podnikateľskú dôveru sa predpokladá stabilné tempo rastu investícií. Trhové očakávania nižších fiškálnych stimulov však povedú k tomu, že impulzy podporujúce hospodársku aktivitu budú slabšie, ako sa predpokladalo. Okrem toho sa krátkodobý výhľad spája s neistotou súvisiacou s hurikánom Harvey a jeho vplyvom na hospodársku aktivitu zasiahnutých oblastí.

V Spojenom kráľovstve sa v blízkej budúcnosti očakáva stále relatívne tlméný rast reálneho HDP. Hoci znehodnotenie libry pravdepodobne podporí vývoz, stúpajúca inflácia bude znižovať príjmy domácností a súkromnú spotrebu. Zvýšená neistota, pokiaľ ide o budúce obchodné dohody Spojeného kráľovstva, sa odráža na vývoji investícií.

Akomodačná politika v Japonsku naďalej prispieva k expanzii. Akomodačná menová politika a program fiškálnych stimulov by mali v krátkodobom horizonte podporiť domáci dopyt, kým so zvyšujúcim sa externým dopytom sa spája postupné oživenie vývozu. Neskôr, po odznení fiškálnej podpory a znížení nevyužitých hospodárskych kapacít, sa však predpokladá spomalenie hospodárskej aktivity na úroveň potenciálu. Navyše, napriek značnej tvorbe pracovných miest zostal rast miezd minimálny, čo tlmí výhľad súkromnej spotreby.

V Číne pokračuje výrazná expanzia hospodárskej aktivity, ktorú podporuje silná spotreba a rastúci trh nehnuteľností na bývanie. Očakáva sa, že k postupnej reštrukturalizácii po spomalení investičných tokov prispeje okrem pretrvávajúcej podpory fiškálnej politiky aj záujem orgánov obmedziť riziká vplývajúce na finančnú stabilitu.

Krajiny strednej a východnej Európy profitujú zo silnej spotreby a investícií, ktoré podporujú štrukturálne fondy EÚ. Hoci sa z dôvodu doznievania účinkov poklesu cien energií očakáva postupné zvyšovanie inflácie, narastajúci reálny disponibilný príjem v dôsledku zlepšovania podmienok na pracovnom trhu a zvyšovania miezd by mal prispieť k rastu HDP.

Veľkí vývozcovia komodít pokračujú v zotavovaní z hlbkej recesie.

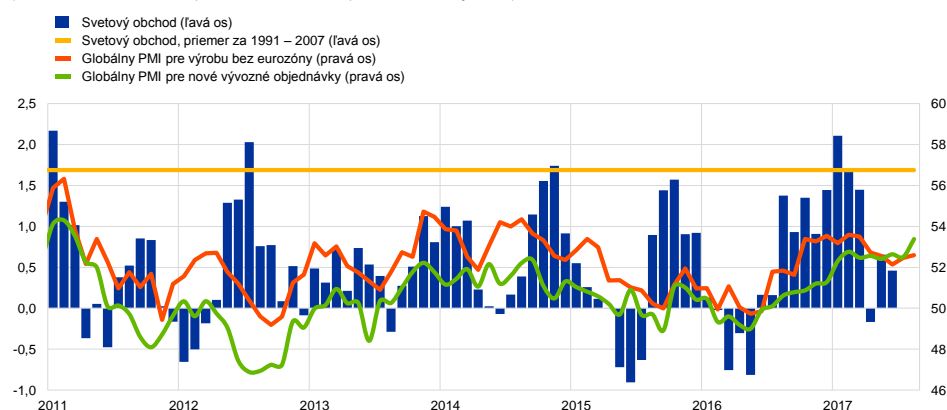
Predpokladá sa, že oživenie aktivity v Rusku zaznamenané na začiatku roka bude ďalej pokračovať vďaka vývoju v cenách ropy, priaznivému vonkajšiemu prostrediu a akomodačnej menovej politike. Spotreba by mala pomaly stúpať z veľmi nízkej úrovne, k čomu prispeje rast reálnych miezd a spotrebiteľskej dôvery. Na hospodársky rast však budú naďalej nepriaznivo vplývať fiškálne riziká. Hospodárska aktivita Brazílie by mala ťažiť zo stabilizovanej podnikateľskej dôvery,

zlepšujúcich sa obchodných podmienok a uvoľňovania podmienok financovania. Na strednodobý výhľad však zároveň naďalej nepriaznivo vplyva opätovná politická neistota a potreba fiškálnej konsolidácie.

Rast svetového obchodu sa v druhom štvrtroku spomalil, predstihové indikátory však stále signalizujú priaznivý výhľad. Objem svetového dovozu tovarov sa v druhom štvrtroku 2017 medzištvrtročne zvýšil o 0,5 %, teda pomalšie ako v predchádzajúcom štvrtroku (graf 2). Spomalenie obchodu s tovarmi bolo spôsobené najmä ekonomikami rozvíjajúcich sa trhov. Predstihové indikátory však naznačujú pozitívny krátkodobý výhľad svetového obchodu, keď globálny index PMI pre nové vývozné objednávky v auguste stúpol. V budúcnosti sa očakáva všeobecná expanzia svetového obchodu v súlade s vývojom globálnej hospodárskej aktivity.

Graf 2
Svetový obchod s tovarom

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



Zdroj: Markit, CPB a výpočty ECB.

Poznámka: Najnovšie údaje o PMI sú z augusta 2017 a o obchode z júna 2017.

V rokoch 2017 až 2019 sa celkovo predpokladá postupné zvyšovanie globálneho rastu. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2017 sa rast reálneho HDP sveta (bez eurozóny) bude zrýchľovať z 3,2 % v roku 2016 na 3,7 % v roku 2017 a 3,8 % v rokoch 2018 a 2019. Zahranický dopyt eurozóny by mal vzrásť z 1,6 % v roku 2016 na 4,7 % v roku 2017, následne dosiahne 3,4 % v roku 2018 a 3,5 % v roku 2019. V porovnaní s júnovými projekciami zostal globálny rast HDP v zásade nezmenený. Hoci bol výhľad v Spojených štátoch upravený smerom nadol z dôvodu očakávaných nižších fiškálnych stimulov, vyvažuje ho priaznivejší výhľad v niektorých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov. Vzhľadom na vyššie hodnoty dovozu v prvom štvrtroku sa rast zahraničného dopytu eurozóny na rok 2017 upravit smerom nahor.

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

V pozitívnom scenári existuje možnosť, že sa zlepšenie nálady (ktoré potvrdzujú prieskumy a vývoj na finančných trhoch) premietne do rýchlejšieho oživenia aktivity a obchodu v krátkodobom horizonte. Kľúčové riziká poklesu aktivity súvisia s nárastom obchodného protekcionizmu, s nejednotným sprísňovaním podmienok

globálneho financovania, ktoré by mohlo nepriaznivo zasiahnuť najmä zraniteľné ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov, s potenciálnymi výpadkami v dôsledku reformného a liberalizačného procesu v Číne a s možnou volatilitou vyplývajúcou z politickej a geopolitickej neistoty, napríklad v súvislosti s rokovaniami o budúcich vzťahoch medzi Spojeným kráľovstvom a Európskou úniou. Panuje tiež značná neistota, pokiaľ ide o výhľad fiškálnej politiky v Spojených štátoch.

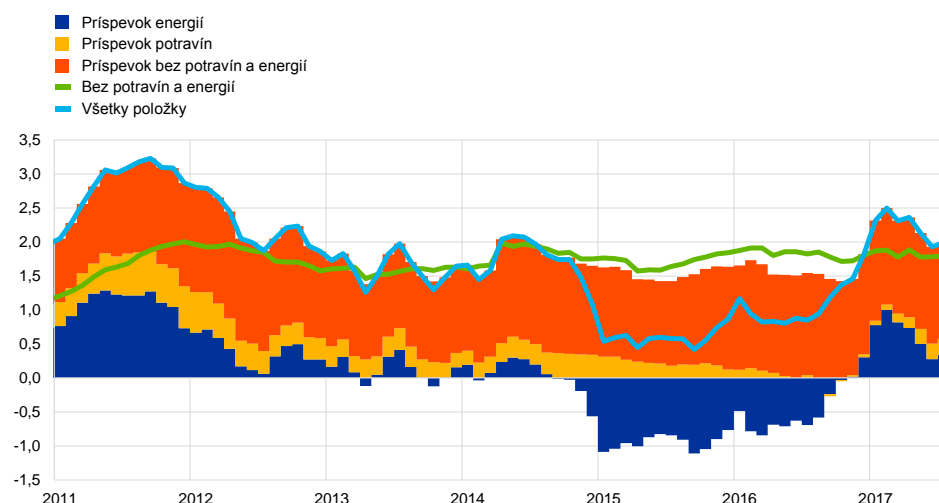
Vývoj globálnych cien

Globálna inflácia spotrebiteľských cien zostáva relatívne tlmená. Po poklese zaznamenanom na začiatku roka v dôsledku zníženia príspevku cien energií sa ročná miera inflácie spotrebiteľských cien v krajinách OECD v júli mierne zvýšila na 2,0 % (graf 3). Ročná miera inflácie krajín OECD bez cien potravín a energií zostala v júli stabilne na úrovni 1,8 %.

Graf 3

Inflácia spotrebiteľských cien OECD

(medziročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: OECD.

Poznámka: Posledné údaje sú z júla 2017.

Ceny ropy sa v posledných týždňoch zvýšili. Po niekoľkotýždňovom poklese na začiatku roka sa cena ropy Brent zvýšila približne na 52 USD za barel. Tento nárast odrážal očakávania mierne rýchlejšieho dosiahnutia rovnováhy na ropnom trhu. Zásoby americkej ropy klesli viac, ako sa na trhoch predpokladalo, zatiaľ čo dopyt v druhom štvrtroku 2017 bol mierne vyšší. Nižšie ropné zásoby zároveň spôsobili rast cien vzhľadom na spomalenie miery rastu počtu amerických ropných veží a očakávania, že Saudská Arábia môže znížiť vývoz tejto komodity. Ceny ropy Brent ani jej futures zatiaľ nezaznamenali vplyv tropickej búrky Harvey, ktorá zasiahla americký Mexický záliv.

Očakáva sa, že globálna inflácia bude po miernom spomalení v krátkodobom horizonte následne pomaly stúpať. Krivka ropných futures naznačuje malý nárast cien ropy v horizonte projekcie, pričom rast inflácie čiastočne podporujú aj ceny

energií. Zároveň by pomaly klesajúce nevyužité globálne kapacity mali prispieť k zvýšeniu základnej inflácie.

2 Finančný vývoj

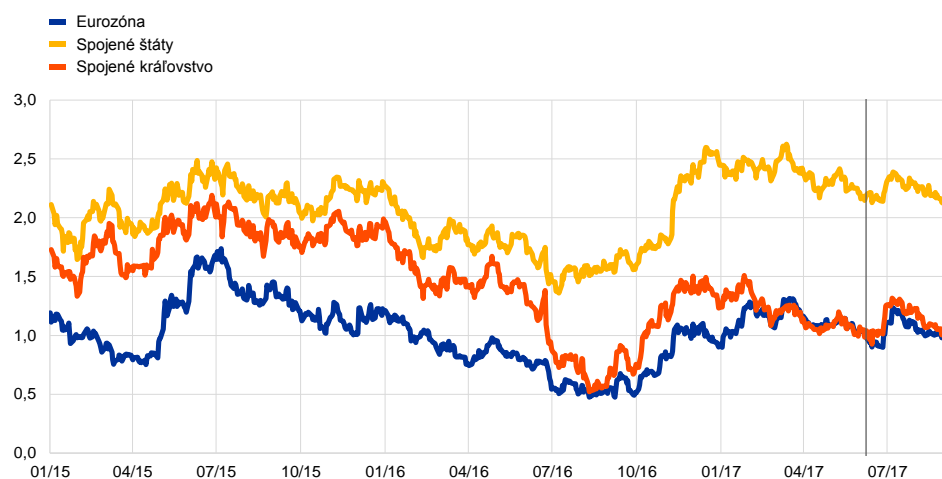
Od zasadnutia Rady guvernérov k menovopolitickým otázkam dňa 8. júna sa výnosy štátnych dlhopisov eurozóny prakticky nezmenili. Spready podnikových dlhopisov voči bezrizikovej sadzbe mierne poklesli a zostali na nižšej úrovni ako začiatkom marca 2016, keď bol vyhlásený program nákupu cenných papierov podnikového sektora. Ceny akcií nefinančných korporácií poklesli najmä v dôsledku nárastu vnímaných geopolitických rizík, ale naďalej sú podporované očakávaniami robustných ziskov. Euro na devízových trhoch výrazne posilnilo.

Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov eurozóny zostali od začiatku júna v podstate nezmenené. Počas sledovaného obdobia (od 8. júna do 6. septembra 2017) sa desaťročné úrokové miery jednodňových indexových swapov eurozóny zvýšili o približne 3 bázické body na úroveň okolo 0,58 %, pričom výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP sa zvýšili o jeden bázický bod na 0,99 % (graf 4). V Spojených štátoch poklesli výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov o 8 bázických bodov na úroveň 2,11 %. Vývoj dlhodobých úrokových mier v eurozóne bol od začiatku júna celkovo tlmený, avšak tento vývoj maskuje jednu konkrétnu epizódu volatility, keď účastníci trhu trochu neočakávane revidovali svoje odhady budúceho vývoja úrokových sadzieb menovej politiky a v dôsledku toho sa výnosy následne zvýšili. Tento nárast sa však postupne ku koncu sledovaného obdobia oslabil, čiastočne z dôvodu geopolitických napätí a čiastočne z dôvodu menej priaznivých makroekonomických správ v eurozóne i v zahraničí.

Graf 4

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

(v % p. a.)



Zdroje: Bloomberg a ECB.

Poznámky: Za eurozónu sa vykazuje priemer výnosov desaťročných štátnych dlhopisov vážený HDP. Vertikálna šedá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia, 8. jún 2017. Posledný údaj je zo 6. septembra 2017.

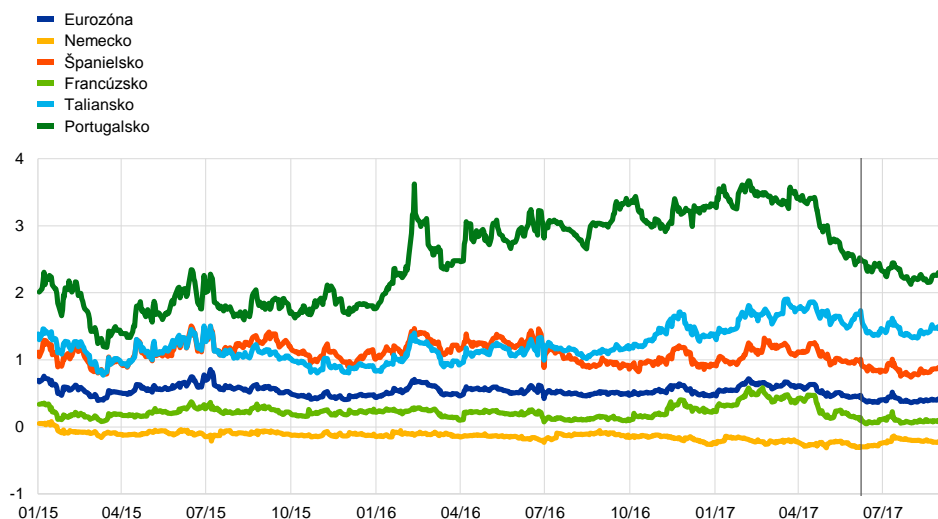
V prostredí lepších makroekonomických vyhládok eurozóny došlo v celom rade krajín k zúženiu spreadov medzi výnosmi štátnych dlhopisov a úrokovými mierami jednodňových indexových swapov. Toto zúženie sa pohybovalo od 1 bázického bodu vo Francúzsku do 19 bázických bodov v Taliansku a 20 bázických

bodov v Portugalsku (graf 5). Zužovanie spreadov výnosov štátnych dlhopisov bolo po výsledkoch francúzskych prezidentských volieb v apríli spočiatku tlmené. Potom v zásade odrážalo zlepšenie makroekonomického prostredia v eurozóne.

Graf 5

Spready medzi výnosmi štátnych dlhopisov eurozóny a sadzbou jednoduchých indexových swapov

(v % p. a.)



Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

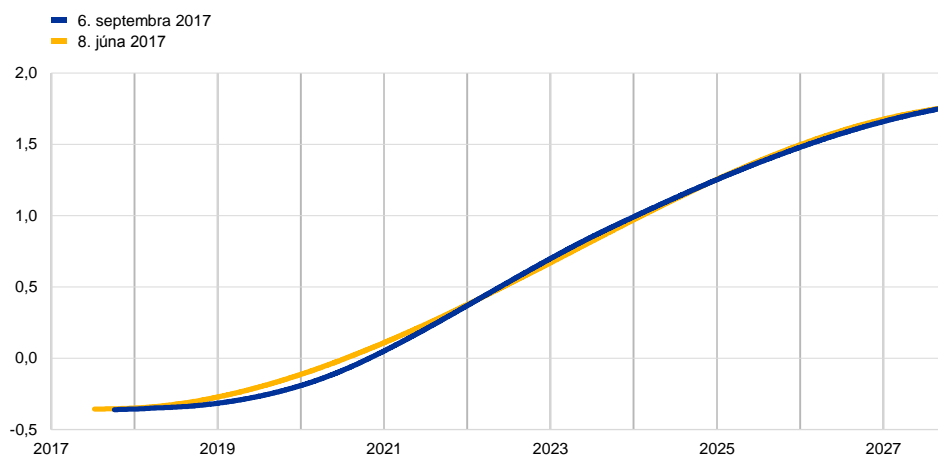
Poznámky: Spread sa určí odpočítaním sadzby jednoduchých indexových swapov od výnosov štátnych dlhopisov. Za eurozónu sa vykazuje priemer výnosov desaťročných štátnych dlhopisov vážený HDP. Vertikálna šedá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia, 8. jún 2017. Posledný údaj je zo 6. septembra 2017.

Krivka forwardových sadzieb EONIA (euro overnight index average) sa pri krátkych splatnostiach posunula mierne nadol, ale pri dlhších splatnostiach zostala v podstate nezmenená (graf 6).

Graf 6

Forwardové sadzby EONIA

(percentages per annum)



Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Postupné zväčšovanie sa jej sklonu naznačuje, že účastníci trhu naďalej očakávajú dlhšie obdobie záporných sadziieb EONIA, približne do polovice dvadsiaty rokov.

Sadzba EONIA sa počas sledovaného obdobia pohybovala na úrovni

-36 bázických bodov. Nadbytočná likvidita sa zvýšila o asi 100 mld. € na približne 1 770 mld. €. Tento nárast možno pripísať pokračujúcim nákupom v rámci rozšíreného programu nákupu aktív. Podmienky likvidity sú podrobnejšie opísané v boxe 2.

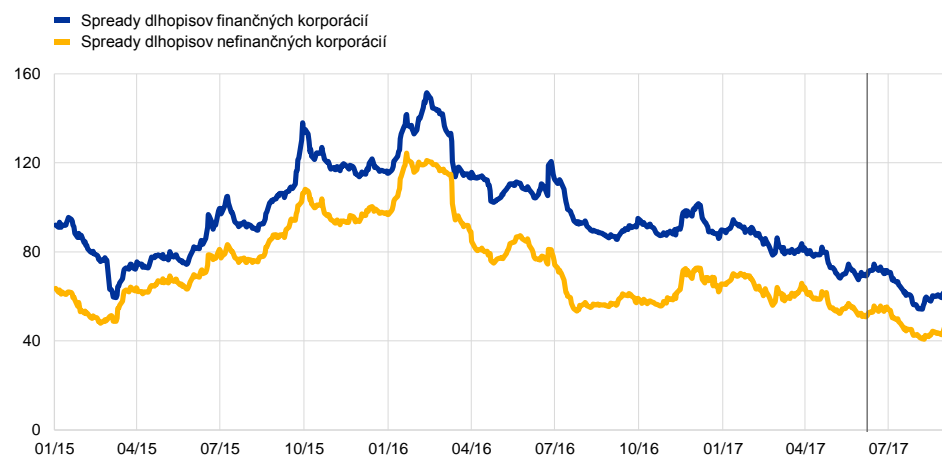
Spready dlhopisov vydaných nefinančnými korporáciami sa počas

sledovaného obdobia mierne zúžili (graf 7). Dňa 6. septembra boli spready dlhopisov nefinančných korporácií s ratingom investičného stupňa (voči krivke zodpovedajúcich dlhopisov eurozóny s ratingom AAA) v priemere o 5 bázických bodov užšie ako začiatkom júna a okolo 70 bázických bodov užšie, ako v marci 2016, pred oznámením a následným spustením programu nákupu podnikových cenných papierov. Spready dlhopisov nefinančných korporácií s ratingom neinvestičného stupňa a dlhopisov finančného sektora sa počas sledovaného obdobia takisto zúžili zodpovedajúco o 39 a 6 bázických bodov. Nízka úroveň a ďalšie zužovanie spreadov podnikových dlhopisov je v súlade s prebiehajúcim oživovaním ekonomiky.

Graf 7

Spready podnikových dlhopisov eurozóny

(v percentuálnych bodoch)



Zdroje: Indexy iBoxx a výpočty ECB.

Poznámky: Vertikálna šedá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia, 8. jún 2017. Posledné údaje sú zo 6. septembra 2017.

Ceny akcií eurozóny od začiatku júna poklesli (graf 8).

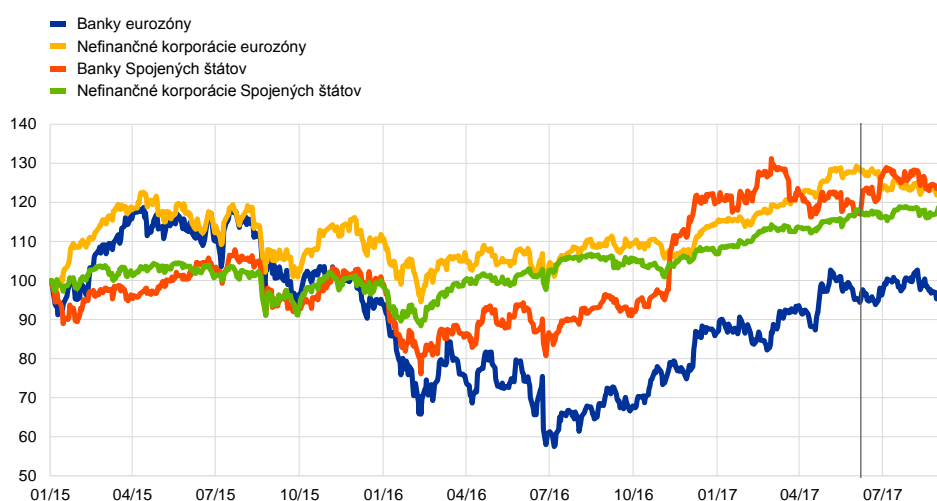
Počas sledovaného obdobia ceny akcií nefinančných korporácií eurozóny klesli o približne 3 %, zatiaľ čo ceny finančných korporácií poklesli o 2,5 %. Toto zníženie je predovšetkým odrazom nárastu vnímaného geopolitického rizika. Ceny akcií bánk sa však aj tak stále pohybujú celkovo na úrovni vyššej o okolo 65 % ako v čase ich miním po referende v Spojenom kráľovstve o členstve v EÚ v júni 2016 (ceny akcií nefinančných korporácií sú vyššie len o 25 %). Na rozdiel od poklesu cien akcií nefinančných korporácií v eurozóne boli na konci sledovaného obdobia ceny akcií nefinančných korporácií v Spojených štátoch o 1,5 % vyššie. Jedným z možných dôvodov nízkej

výkonnosti cien akcií nefinančných korporácií eurozóny je, že zhodnocovanie výmenného kurzu eura tlmili trhové očakávania krátkodobých ziskov firiem, ktoré vo veľkej miere závisia od vývozu. Očakávania dlhodobých ziskov však zostali výrazné a naďalej podporovali ceny akcií nefinančných korporácií. Očakávania účastníkov trhu pokiaľ ide o volatilitu cien akcií sa v eurozóne zintenzívnili v reakcii na vzbĺknutie geopolitických napätí v polovici augusta, ale potom sa vrátili na nízke úrovne, ktoré prevládali počas roka 2017. V Spojených štátoch očakávania volatility cien akcií tak isto celkovo poklesli.

Graf 8

Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(štvrtok, 1. januára 2015 = 100)



Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB

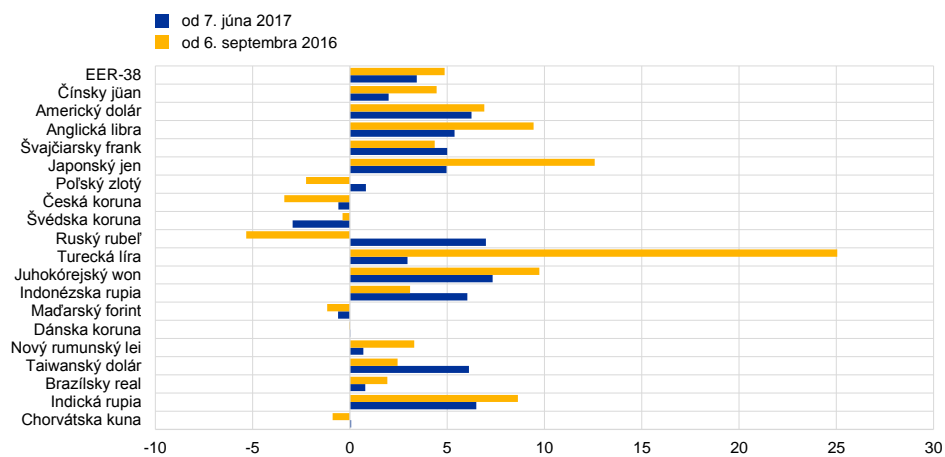
Poznámky: Vertikálna šedá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia, 6 september 2017. Posledné údaje sú zo 6. septembra 2017.

Euro vážené zahraničným obchodom sa na devízových trhoch od začiatku júna zhodnotilo o 3,7 % (graf 9). Na pozadí lepších makroekonomických vyhládok eurozóny sa euro posilnilo voči väčšine ďalších významných mien. V období od 8. júna euro posilnilo o 6,3 % voči americkému doláru, o 5,0 % voči japonskému jenu, o 5,4 % voči britskej libře a o 5,0 % voči švajčiarskemu franku. Euro posilnilo aj voči menám väčšiny rozvíjajúcich sa trhových ekonomík, vrátane čínskeho jüanu (o 2,0 %), ako aj voči menám ďalších ekonomík v Ázii, zatiaľ čo voči menám členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny mierne oslabilo. Posilnenie eura voči americkému doláru bolo spôsobené tromi, približne rovnako pôsobiacimi silami: zlepšenými rastovými vyhládkami eurozóny, sprísnením nastavenia menovej politiky vo vzťahu k Spojeným štátom a exogénnou zložkou, ktorá môže odrážať priaznivejšie pociťovanie výmenného kurzu eur voči americkému doláru.

Graf 9

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. Všetky zmeny sú vypočítané voči výmenným kurzom zo 6. septembra 2016.

3 Hospodárska aktivita

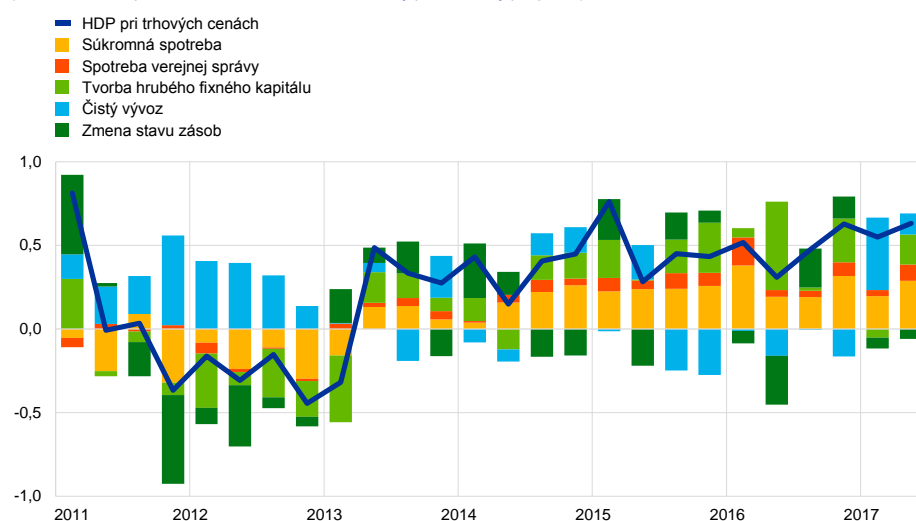
Hospodárska expanzia eurozóny pokračuje a je stále odolnejšia. Rast reálneho HDP podporuje najmä domáci dopyt. Prieskumy a krátkodobé ukazovatele potvrdzujú výhľad na mohutnú rastovú dynamiku v najbližšom období. Makroekonomické projekcie odborníkov ECB zo septembra 2017 sa v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2017 upravili smerom nahor a v ďalšom období zostávajú v podstate nezmenené. Rast reálneho HDP eurozóny by sa mal zvýšiť v roku 2017 o 2,2 % v roku 2018 o 1,8 % a v roku 2019 o 1,7 %.

Hospodárska expanzia v eurozóne postupne nabera dynamiku a má oporu najmä v domácom dopyte. Reálny HDP sa v druhom štvrtroku 2017 zvýšil medzištvrtročne o 0,6 %, pričom v predchádzajúcom štvrtroku vzrástol o 0,5 % (graf 10). Hybnou silou rastu bol naďalej domáci dopyt spolu s menším príspevkom čistého vývozu, zatiaľ čo zmeny stavu zásob vykázali malý záporný príspevok. Hospodárska aktivita sa zaznamenala vo všetkých sektoroch s kladným nárastom pridanej hodnoty v priemysle (bez stavebníctva), a taktiež v stavebnom sektore aj v sektore služieb.

Graf 10

Rast reálneho HDP eurozóny a jeho zložky

(medzištvrtročná percentuálna zmena a medzištvrtročný percentuálny príspevok)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Posledné údaje sú za druhý štvrtrok 2017.

Trhy práce v eurozóne naďalej vykazujú priaznivú dynamiku. Rast zamestnanosti v eurozóne pokračoval aj v prvom štvrtroku 2017 medzištvrtročne na úrovni 0,4 %, takže po prvýkrát prekročil najvyššiu hodnotu pred krízou zaznamenanú v roku 2008 (graf 11). Oživenie sa prejavilo aj v celkovom počte odpracovaných hodín, pričom priemerný počet odpracovaných hodín na zamestnanú osobu zostal stabilný napriek tomu, že zamestnanci s plným úväzkom aj zamestnanci s čiastočným úväzkom odpracovali v priemere viac hodín, pretože toto

zvýšenie bolo kompenzované meniacim sa zložením zamestnanosti v prospech vyššieho podielu zamestnancov s čiastočným úväzkom.¹ Nezamestnanosť v eurozóne vykázala výrazný pokles po tom, ako v druhom štvrtroku 2013 zaznamenala najvyššiu hodnotu 12,1 %. V júli 2017 dosiahla miera nezamestnanosti 9,1 %, čo je najnižšia hodnota od februára 2009. Údaje z prieskumov, ktoré sú dostupné do augusta 2017, poukazujú na ďalšie zlepšenie podmienok na trhu práce so stále častejšími hláseniami o nedostatku pracovných síl vo všetkých veľkých ekonomikách eurozóny.

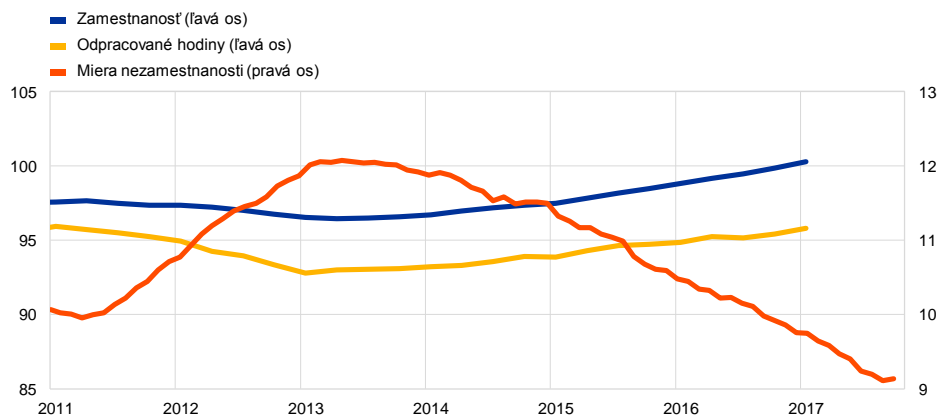
Rýchly pokles nezamestnanosti v eurozóne je povzbudzujúci najmä

v prostredí zvyšujúcej sa ponuky pracovnej sily. Ponuka pracovnej sily, ktorá sa zvyšovala počas celej krízy a až do oživenia, sa vysvetľuje hlavne rastúcou mierou účasti starších pracovníkov a žien na trhu práce (viac v boxe 3 s názvom Najnovší vývoj v oblasti ponuky pracovnej sily v eurozóne v tomto čísle Ekonomického bulletinu). Širšie ukazovatele nezamestnanosti však naznačujú, že v mnohých krajinách eurozóny je na trhu práce ešte stále vysoká miera nevyužitých kapacít. Prieskum vo veľkých firmách eurozóny (viac v boxe 5 s názvom Potreba štrukturálnych reforiem v eurozóne: poznatky z prieskumu veľkých spoločností v tomto čísle Ekonomického bulletinu) naznačuje, že ďalšie štrukturálne reformy trhu práce eurozóny by zlepšili jeho fungovanie a posilnili celkový výhľad rastu.

Graf 11

Vývoj trhu práce eurozóny

(ľavá os: index: 1Q 2008 = 100; pravá os: percentuálne body)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú pri zamestnanosti a odpracovaných hodinách za prvý štvrtrok 2017 a pri miere nezamestnanosti za júl 2017.

Zlepšujúci sa trh práce podporuje rast príjmu a spotrebiteľské výdavky.

Rast súkromnej spotreby v eurozóne zostal v druhom štvrtroku 2017 medzištvrtročne stabilný na úrovni o 0,5 %, pričom v porovnaní s 0,4 % v prvom štvrtroku vzrástol. Výrazný rast pracovných príjmov, ktorý je hlavnou hybnou silou disponibilného príjmu domácností, spolu s miernym poklesom miery úspor naďalej prospievali

¹ Viac v boxe Faktory ovplyvňujúce vývoj priemerného počtu odpracovaných hodín na zamestnanú osobu od roku 2008, *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2016.

spotrebe domácností. Spotrebu domácností podporovali aj menovopolitické opatrenia ECB, ktoré zlepšujú podmienky financovania. Spotrebiteľská dôvera, ktorá stúpala aj v auguste 2017, zostáva výrazne nad úrovňou dlhodobého priemeru a naznačuje vystupňovanie základnej dynamiky spotrebiteľských výdavkov v najbližšom období.

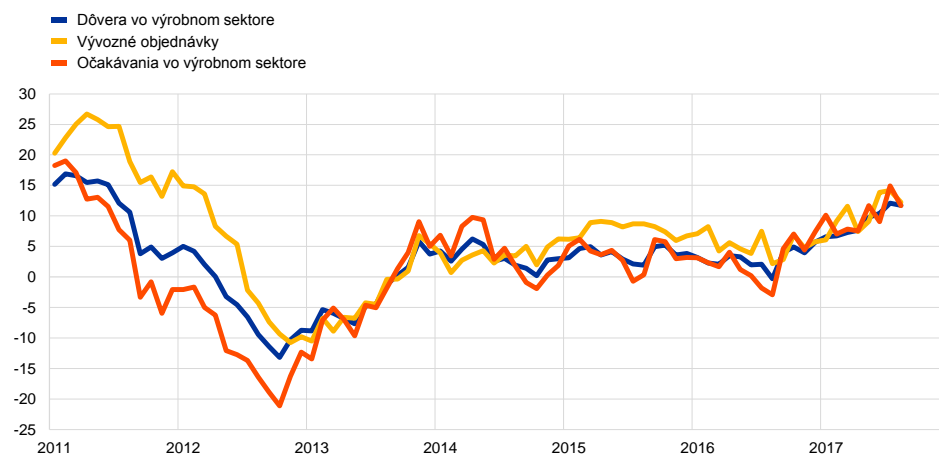
Vývoj trhov nehnuteľností na bývanie v eurozóne stále viac podporuje dynamiku rastu. Investície do nehnuteľností na bývanie sa zvýšili v druhom štvrtroku 2017 o 1,3 %, čo znamená, že oživenie v eurozóne aj v mnohých krajinách eurozóny pokračuje. Toto oživenie, v niektorých krajinách z veľmi nízkych úrovní, podporuje výrazný rast disponibilného príjmu domácností, lepšie podmienky na trhu práce, priaznivé podmienky financovania a stále väčšie uprednostňovanie investícií do nehnuteľností na bývanie v súvislosti s nízkymi výnosmi z úročených aktív. Výrazne sa zvýšila aj podnikateľská dôvera v stavebnom sektore. Stúpajúci počet vydaných stavebných povolení, rastúci dopyt po úveroch na nákup nehnuteľností na bývanie a lepšie úverové podmienky bánk by mali v eurozóne ďalej podporovať celkový rastový trend v oblasti investícií do nehnuteľností na bývanie.

V druhom štvrtroku 2017 sa oživil podnikateľské investície. Toto zvýšenie (medzištvrtročne o 1,0 %) spôsobili investície do produktov duševného vlastníctva, strojového vybavenia a zariadení a do zbrojných systémov bez dopravných zariadení. Údaje o priemyselnej výrobe v sektore investičných tovarov, ktorá vzrástla v druhom štvrtroku 2017 medzištvrtročne o 0,7 %, naznačujú zvyšovanie podnikateľských investícií eurozóny.

Graf 12

Vývoj v sektore investičných tovarov eurozóny

(index, odchýlka od dlhodobého priemeru)



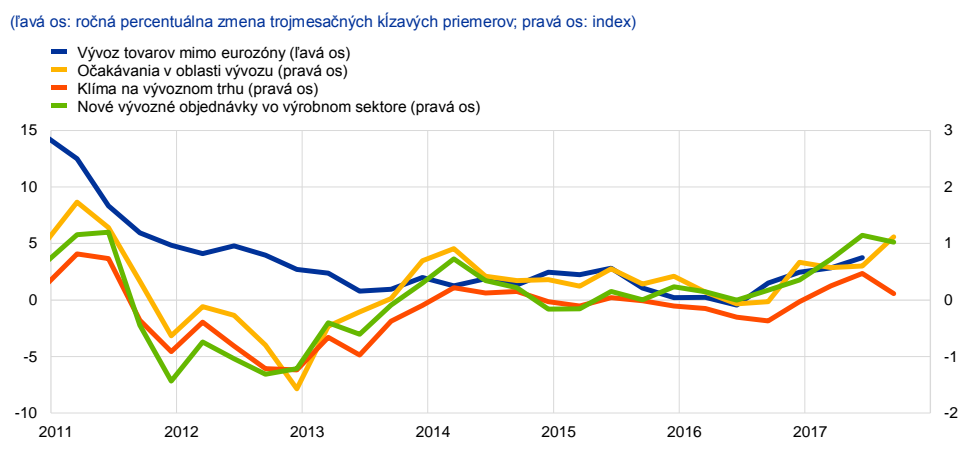
Zdroj: Európska komisia.
Poznámka: Posledné údaje sú z augusta 2017.

Očakáva sa ďalšie oživenie podnikateľských investícií. Výhľad v oblasti investícií priaznivo ovplyvňuje viacero faktorov. Podnikateľská dôvera, očakávania vo výrobnom sektore a vývozné objednávky v sektore investičných tovarov zostávajú aj napriek miernemu poklesu v auguste na vysokej úrovni (graf 12). Využívanie kapacít stúplo až nad priemernú úroveň spred krízy, veľmi priaznivé sú podmienky

financovania, vysoké sú nerozdelené výnosy firiem určené na potenciálne investičné výdavky a po niekoľkých rokoch nízkych investícií je potrebné modernizovať majetok. Na výhľad v oblasti podnikateľských investícií by však malo naďalej záporne vplývať niekoľko faktorov. Patria k nim očakávania nižšieho rastového potenciálu z dlhodobého hľadiska v porovnaní s minulosťou, nepružnosti trhu tovarov a služieb a pomalé tempo zmeny regulačného prostredia. V mnohých krajinách by mala sprostredkovateľskú schopnosť bánk, a následne aj investičné financovanie firiem v blízkej budúcnosti, sťažovať aj nízka ziskovosť bánk a ešte stále vysoká úroveň nesplácaných úverov v ich súvahách.

Obchod eurozóny sa ďalej zvyšuje. Vývoz tovarov a služieb eurozóny sa v druhom štvrtroku 2017 zvýšil medzištvrtročne o 1,1 % a dynamika zahraničného obchodu s tovarom a službami sa od leta 2016 neustále zvyšuje. Podľa mesačných údajov o obchode vývoz tovaru mimo eurozónu v prvom polroku 2017 podporil hlavne vývoz do Číny, zvyšku Ázie a do členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny. To znamená dobré vyhladky pre celkový rast eurozóny, pretože zahraničný dopyt sa celkovo zlepšuje. Krátkodobé ukazovatele ako sú prieskumy a nové vývozné objednávky s dopadom na druhý štvrtrok 2017 poukazujú na trvalú dynamiku vývozu aj napriek nedávnomu posilneniu efektívneho výmenného kurzu eura (graf 13). Pokiaľ ide o ďalší vývoj, vývoz eurozóny bude podporovať celkové globálne oživenie. Riziká pre obchod zostávajú vysoké a primárne súvisia s geopolitickým napätím, ktoré môže zabrzdiť globálny rast.

Graf 13
Vývoz tovaru mimo eurozónu



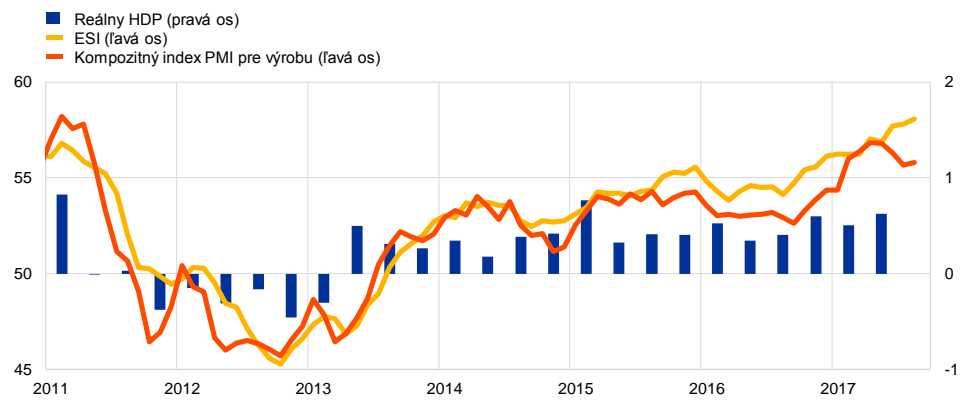
Zdroj: Eurostat, Markit a Európska komisia.
Poznámka: Posledné údaje sú pri prieskumoch z augusta 2017 a pri vývoze z druhého štvrtroka 2017.

Najnovšie údaje poukazujú na výraznú dynamiku rastu v tretom štvrtroku 2017. Ukazovateľ ekonomického sentimentu Európskej komisie (ESI) aj kompozitný index nákupných manažérov (PMI) pre výrobu dosahovali v auguste vysokú úroveň a držia sa výrazne nad priemernými hodnotami (graf 14). Celkovo teda signalizujú výrazný rast v tretom štvrtroku 2017.

Graf 14

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

(medzištvrtročná percentuálna zmena, normalizovaná percentuálna odchýlka a difúzný index)



Zdroj: Markit, Európska komisia a Eurostat.

Poznámka: Posledné údaje sú pri reálnom HDP za druhý štvrťrok 2017 a pri ukazovateľoch ESI a indexe PMI za august 2017.

Súčasná hospodárska expanzia eurozóny by mala pokračovať s podporou menovopolitických opatrení ECB, ktoré sa prenášajú do reálnej ekonomiky.

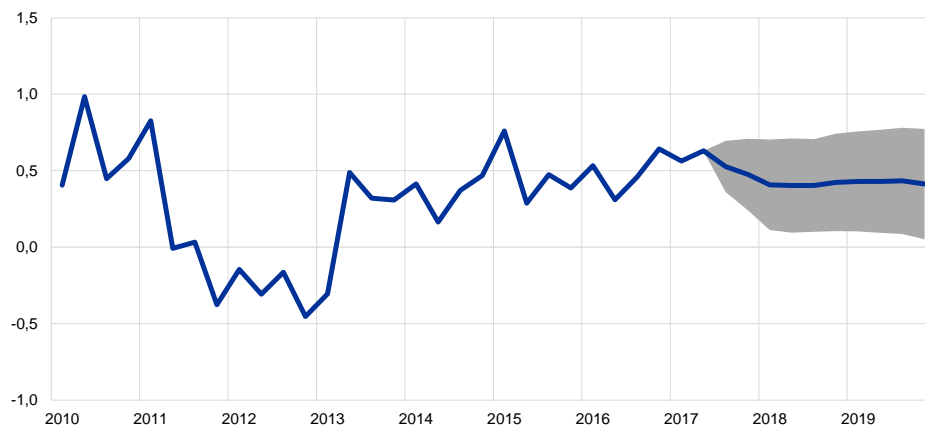
Veľmi priaznivé podmienky financovania, nízke úrokové miery a lepšie podmienky na trhu práce podporujú súkromnú spotrebu a oživenie investícií v súvislosti s rastúcim ziskom a menšou potrebou oddlžovania. Rast podporujú aj impulzy z vonkajšieho prostredia spolu so silnejúcou globálnou hospodárskou aktivitou a s ňou súvisiacim zvýšením zahraničného dopytu.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2017 sa v eurozóne predpokladá v roku 2017 ročný rast reálneho HDP o 2,2 %, v roku 2018 o 1,8 % a v roku 2019 o 1,7 % (graf 15). V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2017 bol výhľad rastu reálneho HDP na rok 2017 upravený nahor a na ďalšie obdobie zostáva v podstate nezmenený. Úprava na rok 2017 smerom nahor súvisí hlavne s nedávnou výraznou dynamikou rastu HDP.

Graf 15

Reálny HDP eurozóny (vrátane projekcií)

(medzištvrtročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – september 2017 uverejnený na internetovej stránke ECB 7. septembra 2017.

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 v auguste 2017 úroveň 1,5 % (oproti 1,3 % v júli). Čo sa týka budúceho vývoja, na základe súčasných cien ropných futures je pravdepodobné, že ročná miera celkovej inflácie sa ku koncu roka dočasne zníži, najmä v dôsledku základných efektov cien energií. Miera základnej inflácie sa pritom v posledných mesiacoch mierne zvýšila, hoci zatiaľ nevykazuje presvedčivé známky trvalého trendu rastu.

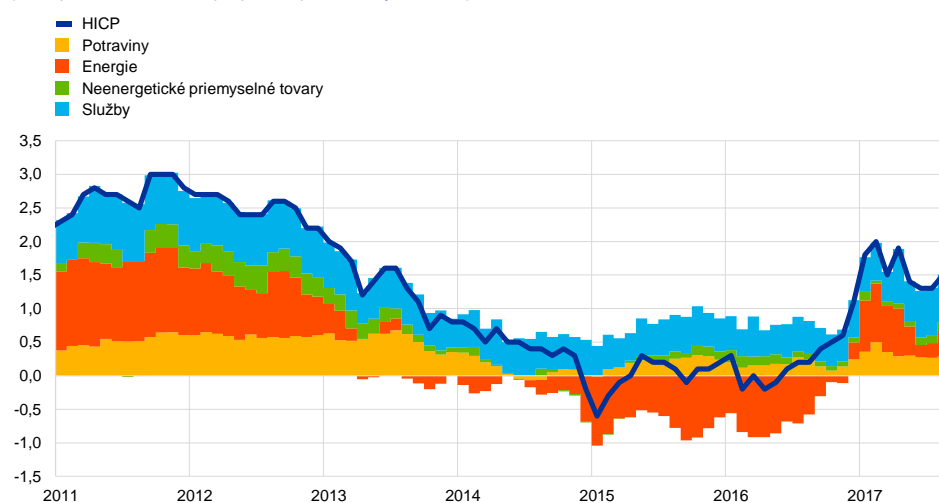
Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2017 ročná miera inflácie HICP dosiahne 1,5 % v roku 2017, 1,2 % v roku 2018 a 1,5 % v roku 2019.

Celková inflácia sa v auguste zvýšila. Celková inflácia HICP, ktorá v júni a júli dosahovala úroveň 1,3 %, v auguste podľa rýchleho odhadu Eurostatu stúpila na 1,5 % (graf 16). Príčinou bola vyššia inflácia cien energií a v menšom rozsahu aj spracovaných potravín. Nárast inflácie cien energií bol očakávaný, keďže odráža vplyv kladného základného efektu a tlaku na rast cien, ktorý vyplýva z nedávneho zvyšovania cien ropy.

Graf 16

Príspevok jednotlivých zložiek k celkovej inflácii HICP v eurozóne

(ročná percentuálna zmena; príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

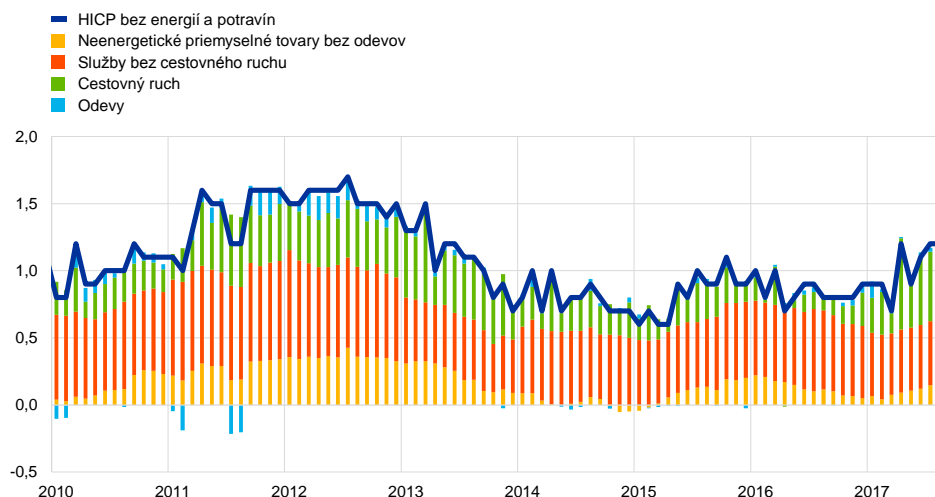
Poznámka: Posledné údaje sú z augusta 2017 (rýchly odhad).

Miery základnej inflácie sa od konca minulého roka mierne zvýšili. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu dosiahla inflácia HICP bez energií a potravín v auguste úroveň 1,2 %, čo je rovnako ako v júli, no o 0,4 percentuálneho bodu viac ako priemerná hodnota za posledný štvrtrok minulého roka (graf 17). Inflácia HICP bez energií, ako aj bez potravín a veľmi volatilných zložiek (položky súvisiace s cestovným ruchom, odevy a obuv) však za rovnaké obdobie zaznamenala len pomerne nevýrazný nárast.

Graf 17

Zloženie HICP bez energií a potravín

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: V prípade inflácie HICP bez potravín a energií sú posledné údaje z augusta 2017 (rýchly odhad) a v prípade všetkých ostatných premenných z júla 2017.

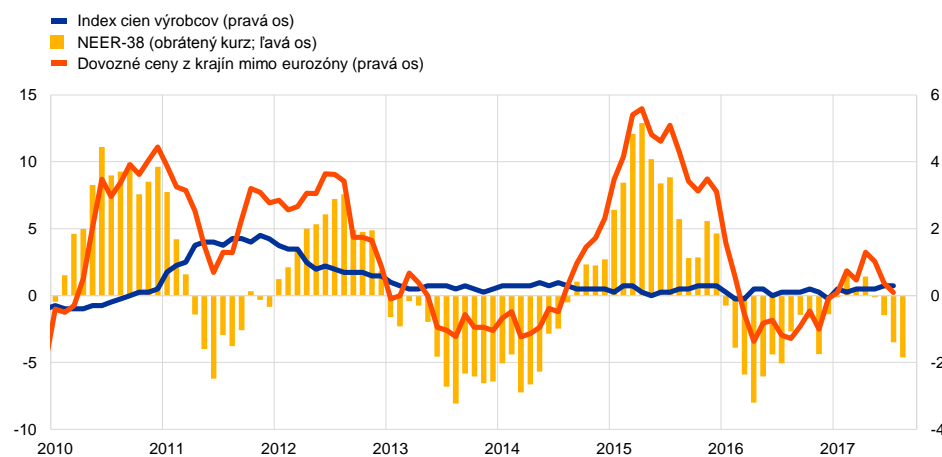
Z nedávneho zhodnocovania eura vyplýva určité zmiernenie tlakov na rast cien v skorých fázach produkčného a cenového reťazca.

Zhodnocovanie nominálneho efektívneho výmenného kurzu eura (nominal effective exchange rate – NEER), ku ktorému dochádza v posledných mesiacoch, začalo vyvíjať tlak na znižovanie dovozných cien. Ročná zmena dovozných cien nepotravinových spotrebiteľských tovarov klesla z 1,3 % v apríli na 0,1 % v júli (graf 18). Tento tlmiaci vplyv bude zmiernovať tlak na rast cien vyplývajúci z výrazného oživenia globálneho rastu cien výrobcov neenergetických tovarov, ktoré pretrváva od polovice roka 2016. Napriek výrazným vonkajším tlakom v cenovom reťazci, ktoré sa teraz môžu do určitej miery znížiť, zostávajú domáce výrobné ceny nepotravinových spotrebiteľských tovarov viac-menej stabilné – zaznamenaný bol len nepatrný nárast z 0,2 % v máji na 0,3 % v júni a v júli. Vplyv nedávneho zhodnocovania eura na domáce tlaky v cenovom reťazci je spojený so značnou mierou neistoty a závisí aj od potenciálnych úprav ziskových marží.

Graf 18

Vývoj výmenných kurzov a dovozných a výrobných cen nepotravinových spotrebitel'ských tovarov

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: V prípade nominálneho efektívneho výmenného kurzu eura voči 38 hlavným obchodným partnerom (NEER-38) sú posledné údaje z augusta 2017; v prípade dovozných a výrobných cien z júla 2017.

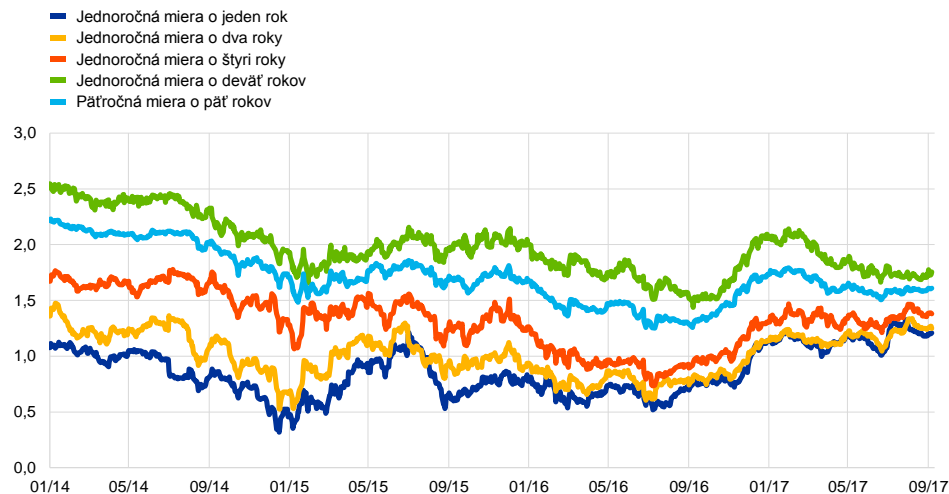
Mzdový rast zostáva obmedzený. Ročná zmena dojednaných miezd na zamestnanca v druhom štvrtroku 2017 dosiahla 1,4 %, čo je o niečo menej v porovnaní s 1,6 % v prvom štvrtroku, no po vylúčení volatilných jednorazových platieb zostala na nezmenenej úrovni. Úroveň kompenzácií na zamestnanca zostala až do prvého štvrtroka 2017 nízka, avšak v dôsledku poklesu priemerného počtu odpracovaných hodín zaznamenala odklon od úrovne kompenzácií na odpracovanú hodinu. Medzi faktory, ktoré pravdepodobne brzdia mzdový rast, patrí stále výrazná miera nevyužitých kapacít na trhu práce, nízka úroveň inflácie, slabý rast produktivity a pretrvávajúci vplyv reforiem na trhu práce zavedených v niektorých krajinách počas krízy.

Trhové ukazovatele dlhodobých inflačných očakávaní i ukazovatele odvodené z prieskumov zostávajú stabilné. Päťročná forwardová miera inflácie o päť rokov dosahovala 6. septembra 2017 úroveň 1,61 %, tzn. o niečo viac ako na začiatku júna (graf 19). Ukazovatele dlhodobějších inflačných očakávaní pre eurozónu odvodené z výsledkov prieskumov, vykázané v rámci prieskumu ECB Survey of Professional Forecasters za tretí štvrtrok 2017, zostali nezmenené na úrovni 1,8 %.

Graf 19

Trhové ukazovatele inflačných očakávaní

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú zo 6. septembra 2017.

Čo sa týka ďalšieho vývoja, rast inflácie HICP v eurozóne by mal byť o niečo pomalší, než sa očakávalo. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2017 (na základe informácií dostupných v polovici augusta) by mala inflácia HICP dosiahnuť 1,5 % v roku 2017, 1,2 % v roku 2018 a 1,5 % v roku 2019 (graf 20).² V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2017 boli projekcie celkovej inflácie HICP upravené mierne nadol, najmä v dôsledku nedávneho zhodnocovania výmenného kurzu eura. Bázické efekty by mali od posledného štvrtroka 2017 do prvého štvrtroka 2018 viesť k značnému poklesu príspevku energetickej zložky inflácie HICP k celkovej inflácii (viac v boxe „The role of base effects in the projected path of HICP inflation“ v tomto čísle Ekonomického bulletinu). Z predpokladaného (aj keď len nevýrazného) nárastu cien ropy počas zvyšku sledovaného obdobia, na ktorý poukazuje krivka cien ropných futures, vyplýva určité oživenie energetickej zložky inflácie HICP v roku 2019.

Očakáva sa, že inflácia HICP bez energií a potravín sa bude v strednodobom horizonte postupne zvyšovať. Inflácia HICP bez energií a potravín by mala dosiahnuť 1,1 % v roku 2017, 1,3 % v roku 2018 a 1,5 % v roku 2019.

Zhodnocovanie výmenného kurzu eura síce bude základnú infláciu počas horizontu projekcií tmiť, tento vplyv ale bude čiastočne kompenzovať lepší výhľad vývoja domáceho dopytu eurozóny. Pokiaľ ide o domáce nákladové tlaky, jedným z dôležitých faktorov postupného oživenia základnej inflácie je predpokladané znižovanie miery nevyužitých kapacít na trhu práce a rastúci nedostatok pracovných síl v niektorých častiach eurozóny, ktoré by mali podľa očakávaní prispieť k oživeniu mzdového rastu. Okrem toho možno očakávať, že do rýchlejšieho rastu nominálnych

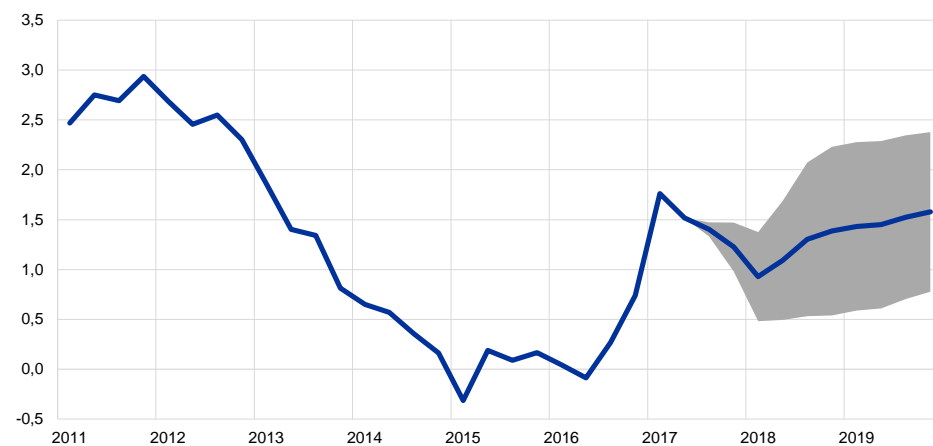
² Ďalšie informácie sú v článku „Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – september 2017“ zverejnenom 7. septembra 2017 na internetovej stránke ECB.

miezd v krajinách eurozóny, v ktorých systém tvorby miezd zahŕňa retrospektívne prvky súvisiace s indexáciou alebo očakávaniami, sa časom bude premietat' i nedávny výrazný nárast celkovej inflácie.

Graf 20

Inflácia HICP eurozóny (vrátane projekcií)

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok *Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – september 2017* zverejnený 7. septembra 2017 na internetovej stránke ECB.

5 Peňažná zásoba a pohľadávky

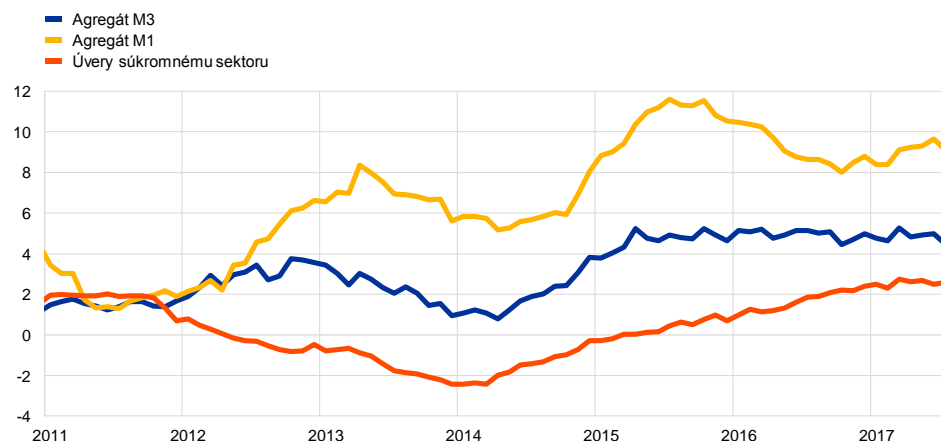
V druhom štvrtroku 2017 rástla peňažná zásoba vo všeobecnosti vysokým tempom, ktoré sa pozorovalo od polovice roka 2015 a ktoré sa v júli spomalilo. Zotavovanie rastu úverov súkromnému sektoru pokračovalo. Odhaduje sa, že celkový ročný tok financovania nefinančných korporácií z vonkajších zdrojov sa v druhom štvrtroku 2017 mierne znížil.

Rast peňažnej zásoby bol v druhom štvrtroku 2017 robustný, na úrovni 5 %, čím nasledoval tempo, ktoré sa zaznamenáva od polovice roka 2015, a v júli sa potom spomalil. Ročná miera rastu agregátu M3 v júli 2017 poklesla na 4,5 %, pravdepodobne v dôsledku dočasných faktorov (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. Príspevok najlikvidnejších komponentov k ročnému rastu agregátu M3 však poklesol, keď ročná miera rastu M1 poklesla v júli na 9,1 % (po 9,3 % v druhom štvrtroku 2017 a 9,7 % v júni).

Graf 21

Agregáty M3 a M1 a úvery súkromnému sektoru

(ročná percentuálna zmena, očistené 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 júl 2017.

K rastu agregátu M3 naďalej hlavnou mierou prispievali jednoduché vklady.

Konkrétne, ročná miera rastu jednoduchých vkladov v držbe domácností a nefinančných korporácií zostala v druhom štvrtroku 2017 výrazná, ale v júli 2017 sa spomalila, pravdepodobne v dôsledku dočasných faktorov. Ročná miera rastu objemu peňazí v obehu v júli tak isto poklesla a nič nenasvedčuje tomu, že by sektor držby peňazí v prostredí veľmi nízkych alebo záporných úrokových mier mal tendenciu nahrádzať vklady hotovosťou. Objem krátkodobých vkladov iných ako jednoduché vklady (t. j. M2 mínus M1) mal v druhom štvrtroku a júli naďalej záporný vplyv na agregát M3. Ročná miera zmeny obchodovateľných nástrojov (t. j. M3 mínus M2) – ktoré tvoria malú zložku agregátu M3 – sa v júli dostala do výrazne záporných hodnôt, čo prispelo k zmierneniu rastu agregátu M3, ktorý sa pozoroval v tom čase. Po tomto vývoji nasledoval kladný príspevok v druhom štvrtroku 2017,

ktorý bol spôsobený najmä ďalším poklesom krátkodobých dlhových cenných papierov vydaných peňažnými finančnými inštitúciami. Naopak, ročný rast akcií/podielov fondov peňažného trhu zostal kladný.

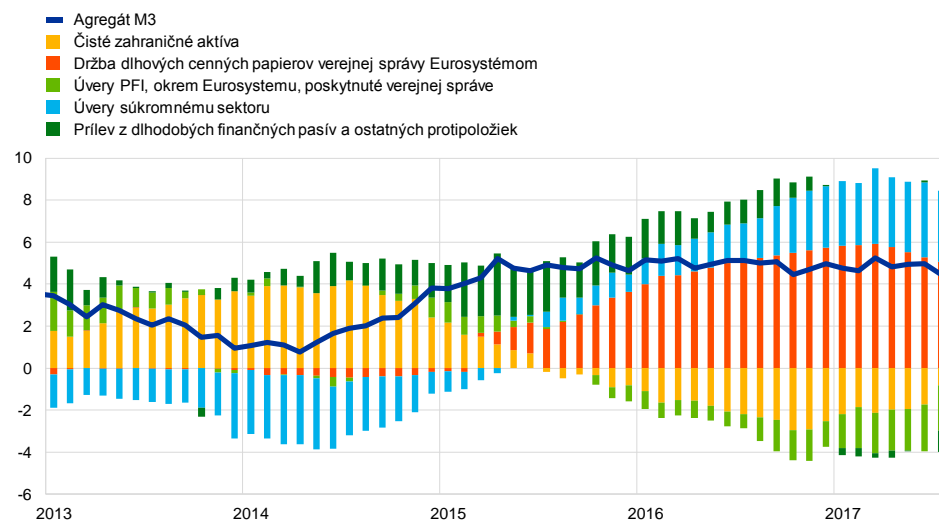
K rastu peňažnej zásoby naďalej hlavnou mierou prispievali domáce zdroje (graf 22). Z pohľadu protipoložík k rastu agregátu M3 pozitívne prispeli nákupy dlhových cenných papierov verejného sektora Eurosystemom (červená časť grafu 22), najmä v rámci programu ECB nákupu cenných papierov verejného sektora.³ K rastu agregátu M3 naďalej prispievalo prebiehajúce oživovanie úverov súkromnému sektoru (modré časti grafu 22). Tieto zahŕňajú tak úvery PFI súkromnému sektoru, ako aj dlhové cenné papiere vydané súkromným sektorom nepeňažných finančných inštitúcií eurozóny v držbe PFI. Ako také zahŕňajú aj nákupy dlhových cenných papierov Eurosystemom v rámci programu nákupu cenných papierov podnikového sektora. Dlhodobé finančné pasíva a ostatné protipoložky mali v dôsledku ostatných protipoložík (najmä dohôd o spätnom odkúpení) na rast agregátu M3 celkovo mierne negatívny vplyv (tmavozelené časti grafu 22). K rastu agregátu M3 však pozitívne prispievalo pretrvávajúce znižovanie dlhodobejších finančných pasív PFI (okrem kapitálu a rezerv). Ročná zmena týchto pasív zostáva záporná od druhého štvrt'roka 2012, najmä v dôsledku vplyvu dlhodobejších refinančných operácií ECB (TLTRO-II), ktoré môžu pôsobiť ako náhrada dlhodobejšieho financovania bánk prostredníctvom trhu. Napokon, predaj štátnych dlhopisov PFI eurozóny (okrem Eurosystemu), prispel k zápornej ročnej miere rastu úverov týchto PFI verejnej správe, čo spomalilo rast agregátu M3 (svetlozelené časti grafu 22).

³ Podrobnejšie informácie sú v boxe Menová báza, peňažná zásoba a program nákupu aktív v tomto Ekonomickom bulletin, v ktorom je opísaný vývoj menovej bázy počas uplynulých rokov a vplyv neštandardných opatrení ECB na jej vývoj.

Graf 22

Agregát M3 a jeho protipoložky

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



Zdroj: ECB.

Poznámky: Úvery súkromnému sektoru zahŕňajú úvery PFI súkromnému sektoru a dlhové cenné papiere vydané sektorom súkromných finančných inštitúcií eurozóny v držbe PFI. Zahŕňajú teda dlhové cenné papiere v držbe Eurosystemu nakúpené v rámci programu nákupu cenných papierov podnikového sektora. Posledné údaje sú za júl 2017.

Čistá pozícia zahraničných aktív PFI naďalej vyvíjala tlak na ročný rast

agregátu M3. Zatiaľ čo ročná zmena čistej pozície zahraničných aktív zostala v druhom štvrtroku 2017 a júli negatívna, v júli 2017 sa zaznamenal čistý prílev. To pomohlo znížiť s tým súvisiaci tlak na znižovanie rastu agregátu M3 (žlté časti grafu 22). Ročný tok naďalej odrážal odlev kapitálu z eurozóny, čo možno sčasti vysvetliť predajom štátnych dlhopisov eurozóny nerezidentmi v rámci programu nákupu cenných papierov. Nedávny vývoj naznačuje, že v rámci programu nákupu cenných papierov nedošlo žiadnym veľkým nákupom Eurosystemom od nerezidentov.

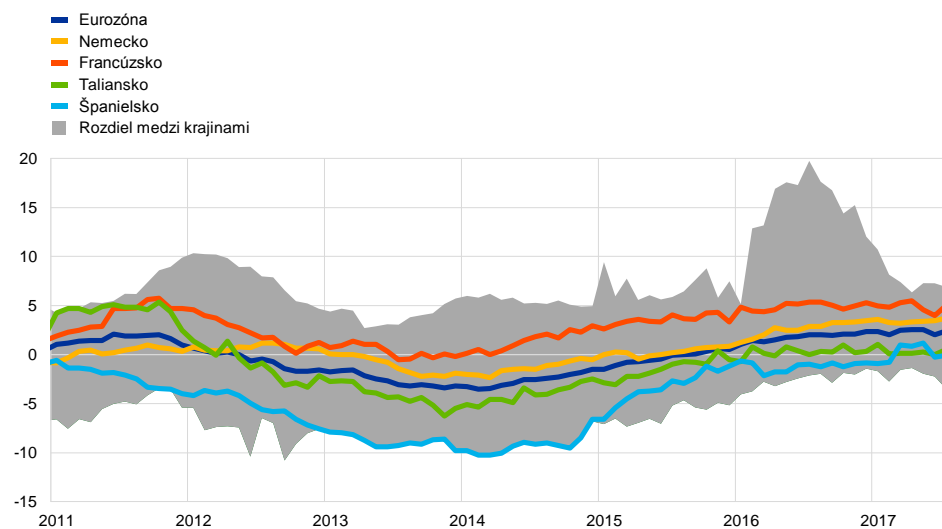
Pokračuje zotavovanie rastu, ktoré sa zaznamenáva od začiatku roka 2014.

Ročná miera rastu úverov PFI súkromnému sektoru (upravená o predaj úverov, sekuritizáciu a účelové vytváranie spoločných peňažných fondov) bola v druhom štvrtroku 2017 a júli v podstate stabilná (graf 21). Pokiaľ ide o jednotlivé sektory, ročná miera rastu úverov nefinančným spoločnostiam sa v druhom štvrtroku a v júli zvýšila na 2,4 %, po dočasnom poklese v júni v dôsledku osobitných vplyvov v niektorých krajinách (graf 23). Celkovo sa rast úverov nefinančným korporáciám od prvého štvrtroku 2014 výrazne zotavil z minimálnej hodnoty. Na tomto vývoji sa rovnakou mierou podieľali najväčšie krajiny, hoci miera rastu úverov zostala v niektorých jurisdikciách stále záporná. Ročná miera rastu úverov domácnostiam sa v druhom štvrtroku 2017 zvýšila a v júli dosiahla úroveň 2,6 % (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 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 poskytovanie bankových úverov.

Graf 23

Úvery PFI nefinančným korporáciám vo vybraných krajinách eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



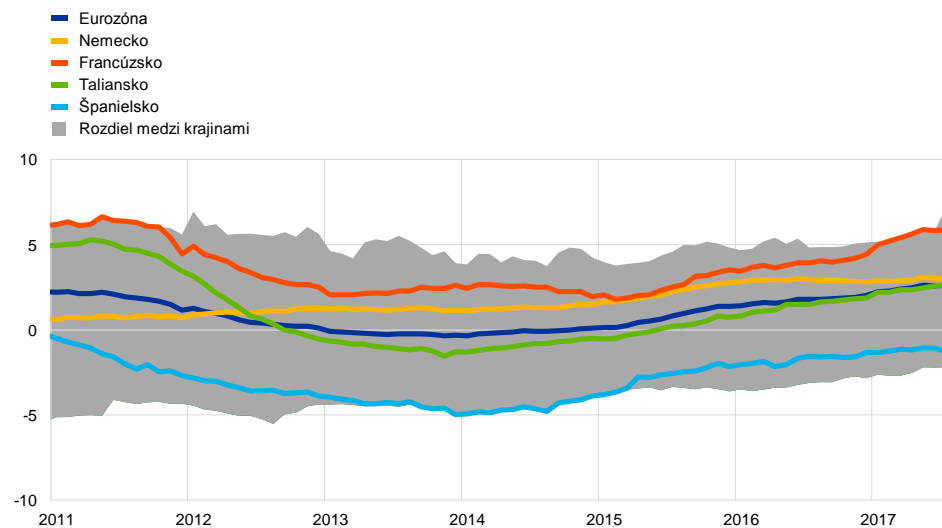
Zdroj: ECB.

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 júl 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 júl 2017.

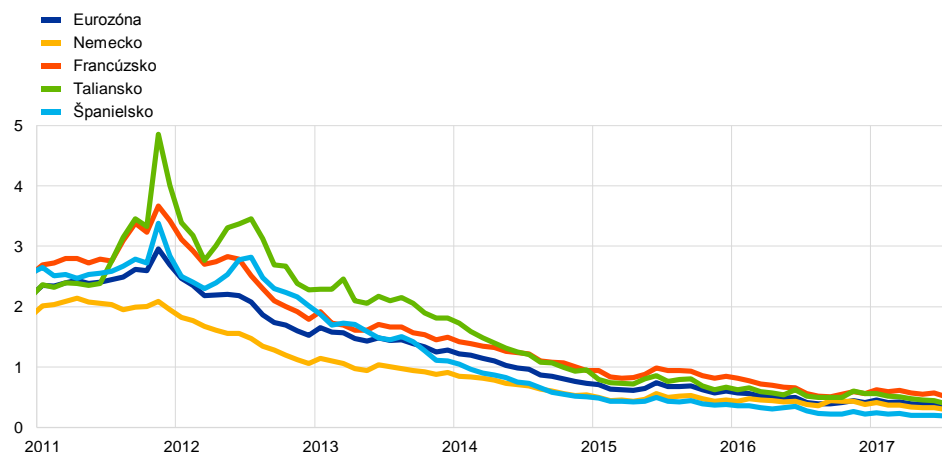
Podmienky financovania bánk zostali priaznivé. V júli poklesli zložené náklady bánk na dlhové financovanie na nové historické minimum potom, ako sa v druhom štvrtroku 2017 celkovo stabilizovali (graf 25). Tento trend bol spôsobený najmä vývojom nákladov na vklady, ktoré po celkovo stabilnej úrovni v druhom štvrtroku 2017 mierne v júli poklesli na nové historické minimum. Okrem toho zostali výnosy dlhopisov bánk v druhom štvrtroku celkovo stabilné, napriek dočasnému zvýšeniu

v júni a poklesu v júli. K týmto priaznivým podmienkam prispelo akomodačné nastavenie menovej politiky ECB, čisté splácanie dlhodobějších finančných pasív PFI, zlepšovanie bilancií 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 % za rok)



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, ktoré sú vážené ich zodpovedajúcimi nesplatenými sumami. Posledné údaje sú za júl 2017.

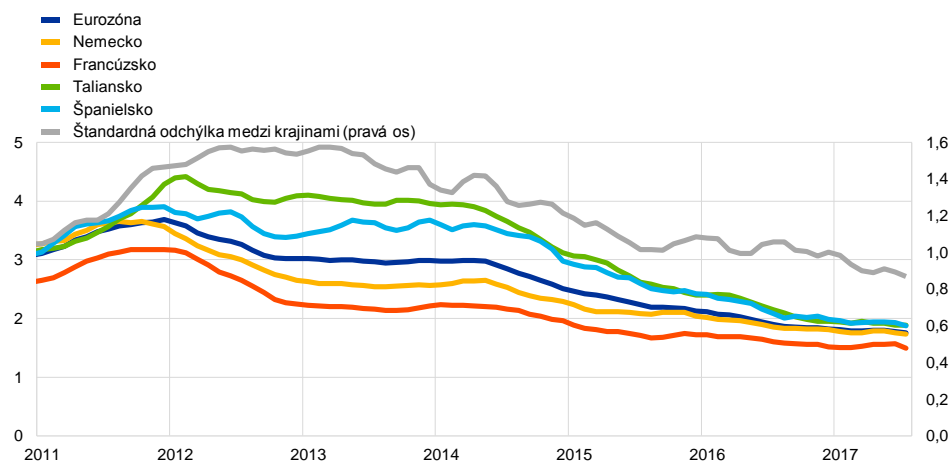
V štvrtom štvrtroku 2017 a júli zostali úrokové miery bankových úverov nefinančným korporáciám a domácnostiam na historických minimách, resp. v ich blízkosti (graf 26 a graf 27).

Od začiatku roka 2014 do konca roka 2016 zložené úrokové miery úverov nefinančným korporáciám a domácnostiam klesali, ale potom sa vyvíjali odlišne, pričom zložené úrokové miery úverov na nákup nehnuteľností na bývanie sa do júla 2017 mierne zvýšili a zložené úrokové miery úverov nefinančným korporáciám ďalej klesali a v júli dosiahli nové historické minimum. Zložené úrokové miery bankových úverov pre nefinančné korporácie a domácnosti poklesli od vyhlásenia opatrení ECB na uľahčenie prístupu k úverom v júni 2014 omnoho viac ako referenčné miery peňažného trhu. Signalizuje to zlepšenie prenosu opatrení menovej politiky do úrokových mier bankových úverov. Uvedený pokles zložených nákladov na financovanie bánk prispel k poklesu zložených úrokových mier bankových úverov. Od mája 2014 do júla 2017 poklesli zložené úrokové miery úverov nefinančným korporáciám o približne 119 bázických bodov a domácnostiam o približne 103 bázických bodov. Tento pokles úrokových mier bankových úverov nefinančným korporáciám bol obzvlášť výrazný v rizikových krajinách, čo prispelo k homogénnejšej transmisii mechanizmu menovej politiky do úrokových mier v rámci jednotlivých krajín. Počas rovnakého obdobia sa spready medzi úrokovými mierami veľmi malých úverov (do 0,25 mil. €) a veľkých úverov (nad 1 mil. €) v eurozóne výrazne zúžili a v júli 2017 sa dosiahli na úroveň blízku historickému minimu. To svedčí o tom, že z poklesu úrokových mier bankových úverov majú vo všeobecnosti väčší prospech malé a stredné podniky ako veľké spoločnosti.

Graf 26

Zložené úrokové sadzby úverov pre nefinančné korporácie

(v % za rok; trojmesačný kĺzavý priemer)



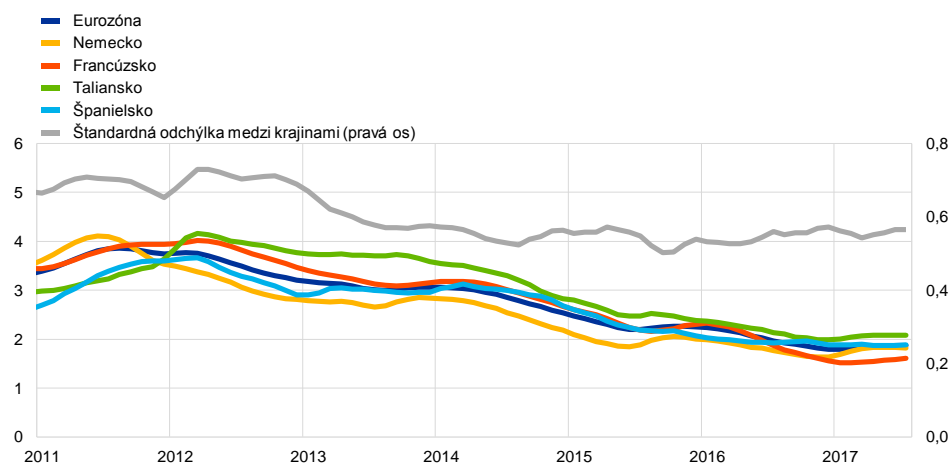
Zdroj: ECB.

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

Graf 27

Zložené úrokové miery úverov na bývanie

(v % za rok; trojmesačný kĺzavý priemer)



Zdroj: ECB.

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

Odhaduje sa, že celkový ročný tok financovania nefinančných korporácií eurozóny z vonkajších zdrojov sa v druhom štvrtroku 2017 mierne znížil.

Toto zníženie je odrazom oslabovania dynamiky poskytovania bankových úverov a vydávania dlhových cenných papierov, čo možno čiastočne pripísať osobitným faktorom a v prípade bankových úverov dočasnosti. K oživeniu, ktoré sa pozoruje pri financovaní nefinančných korporácií z vonkajších zdrojov od začiatku roka 2014, celkovo prispelo zlepšovanie ekonomickej aktivity, ďalší pokles nákladov na dlhové financovanie, uvoľňovanie podmienok poskytovania bankových úverov a veľký počet

fúzií a akvizícií. Objem hotovosti v držbe nefinančných korporácií zároveň znížil potrebu financovania z vonkajších zdrojov.

Čisté vydávanie dlhových cenných papierov nefinančnými korporáciami eurozóny bolo v júli a auguste 2017 nevýrazné, potom ako sa v júni zlepšilo.

Najnovšie údaje ECB naznačujú výraznú aktivitu vydávania v júni, ktorá nasledovala po zmiernení aktivity v apríli a máji. Aktivita v oblasti vydávania v čistom vyjadrení bola pritom záporná, v dôsledku výrazného čistého odkupovania krátkodobých cenných papierov. Okrem toho treba poznamenať, že trhové údaje poukazujú na nízku aktivitu v oblasti vydávania v júli a auguste, ktorá bola do značnej miery odrazom sezónnych faktorov. V tomto období bolo čisté vydávanie kótovaných akcií nefinančnými korporáciami výraznejšie ako v prvých mesiacoch roku 2017, keď bolo tlmené veľkým objemom spätného odkupovania akcií.

Náklady na financovanie nefinančných korporácií zostávajú veľmi priaznivé.

Odhaduje sa, že celkové nominálne náklady na financovanie nefinančných korporácií eurozóny z vonkajších zdrojov, ktoré tvoria bankové úvery, vydávanie dlhových cenných papierov na trhu a financovanie prostredníctvom akcií, v auguste 2017 mierne poklesli na 4,4 %, po miernom náraste v júni a júli. Tento vývoj vo veľkej miere odráža vývoj v oblasti nákladov na financovanie prostredníctvom akcií. Náklady na financovanie sa teraz pohybujú 40 bázických bodov nad historickým minimom z júla 2016, ale sú aj naďalej podstatne nižšie ako úroveň, ktorá sa zaznamenala v lete 2014, pred obdobím, keď trhy začali dvíhať ceny v očakávaní pripravovaného programu nákupu aktív. Náklady na dlhové financovanie, vyjadrené ako vážený priemer nákladov na bankové úvery a nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu sa stále pohybujú okolo svojho historického minima.

6 Fiškálny vývoj

Rozpočtový deficit eurozóny by mal podľa projekcií v horizonte rokov 2017 až 2019 ďalej klesať v dôsledku zlepšujúcich sa cyklických podmienok a znižujúcich sa úrokových platieb. Predpokladá sa, že agregovaná fiškálna pozícia eurozóny bude v roku 2017 mierne expanzívna a v rokoch 2018 až 2019 celkovo neutrálna. Hoci pomer dlhu verejnej správy k HDP v eurozóne bude ďalej klesať, zotrúva na zvýšenej úrovni. Najmä krajinám s vysokou úrovňou dlhu by pomohlo ďalšie konsolidačné úsilie zamerané na stabilné znižovanie podielu verejného dlhu.

Rozpočtový deficit verejných financií eurozóny by sa mal v sledovanom období postupne znižovať. Podľa septembrových makroekonomických projekcií odborníkov ECB⁴ by sa mal podiel deficitu verejných financií eurozóny znížiť z úrovne 1,5 % HDP v roku 2016 na 0,9 % HDP v roku 2019 (tabuľka). K zlepšeniu fiškálneho výhľadu, ktorý je v porovnaní s júnovými projekciami o niečo lepší, prispievajú najmä priaznivé cyklické podmienky a klesajúce úrokové platby.

Tabuľka

Fiškálny vývoj v eurozóne

(v % HDP)

	2016	2017	2018	2019
a. Príjmy spolu	46,2	46,0	45,9	45,8
b. Výdavky spolu	47,7	47,3	46,9	46,6
z toho:				
c. Úrokové náklady	2,2	2,0	1,9	1,8
d. Primárne výdavky (b – c)	45,5	45,3	45,0	44,8
Saldo rozpočtu (a – b)	-1,5	-1,3	-1,0	-0,9
Primárne saldo rozpočtu (a – d)	0,7	0,7	0,9	0,9
Cyklicky upravené saldo rozpočtu	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2
Štrukturálne primárne saldo	0,7	0,6	0,6	0,6
Hrubý dlh	89,1	87,5	86,0	84,2
Informatívna položka: reálny HDP (percentuálna zmena)	1,8	2,2	1,8	1,7

Zdroj: Eurostat, ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – september 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, môžu sa líšiť od posledných overených údajov Eurostatu.

Fiškálna pozícia eurozóny by v roku 2017 mala byť mierne expanzívna a v rokoch 2018 až 2019 celkovo neutrálna.⁵ Výhľad na rok 2017 vychádza z oživenia investícií verejnej správy a jednorazovej platby Nemecka v prospech producentov jadrovej energie.⁶ Predpokladaná neutrálna fiškálna pozícia v rokoch 2018 až 2019 bude dôsledkom kompenzačných účinkov príjmov a výdavkov verejnej

⁴ Viac informácií v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2017.

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 štrukturálneho primárneho salda, t. j. cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od dočasných opatrení, ako je štátna pomoc finančnému sektoru. Konceptia fiškálnej pozície eurozóny sa podrobne rozoberá v článku s názvom [The euro area fiscal stance](#), *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

⁶ Jednorazová platba Nemecka predstavuje 0,2 % HDP Nemecka.

správy. Celkovo neutrálna fiškálna pozícia zároveň znamená, že krajiny v plnej miere nevyužívajú priaznivú dynamiku ekonomického rastu na tvorbu rozpočtových rezerv.

Podľa očakávaní by sa vysoká úroveň dlhu verejnej správy v eurozóne mala ďalej znižovať. Pomer dlhu k HDP v eurozóne, ktorý bol najvyšší v roku 2014, by mal podľa projekcií klesnúť z úrovne 89,1 % HDP v roku 2016 na 84,2 % HDP koncom roka 2019. Tento pokles vyplýva najmä z rastu primárneho prebytku a priaznivého diferenciálu úrokových sadzieb a rastu, ktorý odzrkadľuje relatívne stabilný makroekonomický výhľad. Predpokladá sa, že úprava vzťahu deficitu a dlhu bude mať v roku 2018 minimálny negatívny vplyv. Keďže výhľad sa oproti júnovým projekciám trochu zmenil, úroveň dlhu v roku 2017 by mala byť najmä vzhľadom na priaznivejší diferenciál úrokových sadzieb a rastu o niečo nižšia. Z pohľadu jednotlivých krajín sa predpokladá, že výhľad dlhu sa vo väčšine krajín eurozóny zlepší, v niekoľkých krajinách sa však podiel dlhu verejnej správy v horizonte projekcií pravdepodobne zvýši. Najmä krajinám s vysokou úrovňou dlhu by pomohlo ďalšie konsolidačné úsilie zamerané na stabilné znižovanie podielu verejného dlhu. Prispelo by to k zníženiu ich zraniteľnosti v prípade opätovnej nestability na finančných trhoch alebo oživenia úrokových sadzieb.

Všetkým krajinám eurozóny by pomohlo intenzívnejšie úsilie na dosiahnutie takého zloženia verejných financií, ktoré podporuje rast vo väčšej miere.

Presuny výdavkov do kategórií najviac podporujúcich rast, akými sú vzdelanie a infraštruktúra, prípadne presuny daňového bremena na menej deformujúce dane, akými sú spotrebná daň a daň z nehnuteľnosti, by mohli pozitívne ovplyvniť hospodársky rast a prispieť k tvorbe rozpočtových rezerv.⁷

Pre budúcnosť bude dôležité, aby návrhy rozpočtových plánov, ktoré majú byť predložené v polovici októbra, boli v plnom súlade s požiadavkami Paktu stability a rastu. Postupy súvisiace s návrhmi rozpočtových plánov, pokiaľ sa v celom rozsahu a konzistentne implementujú, sú dôležitým a účinným nástrojom včasného varovania a korekcie. Komisia po predložení návrhov rozpočtových plánov jednotlivých krajín eurozóny vyhodnotí, či sú v plnom súlade s požiadavkami Paktu stability a rastu. V prípade nesúlady bude musieť návrhy rozpočtových plánov zaslať príslušným krajinám späť.

⁷ Viac v článku s názvom [The composition of public finances in the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2017.

Boxy

1 Dynamika investícií vo vyspelých ekonomikách od finančnej krízy

Tento box sa z cezhraničného hľadiska zameriava na šoky, ktoré od vypuknutia finančnej krízy vplývali na investície vo vyspelých ekonomikách.

Často sa uvádza, že jedným z kľúčových faktorov, ktoré brzdili globálne hospodárske oživenie v rámci aktuálneho hospodárskeho cyklu, bolo tlmené tempo investičnej aktivity, a to najmä vo vyspelých ekonomikách. Pripisuje sa to zhoršenému vývoju na finančných trhoch, rozpočtovým obmedzeniam vo verejnom sektore, zvýšenej neistote súvisiacej s politikami a nepriaznivému hospodárskemu výhľadu. Zároveň sa však zdá, že dynamika v podnikateľskom sektore je oveľa slabšia ako počas predchádzajúcich oživení, čo spolu s výraznejším poklesom investičných výdavkov po vypuknutí veľkej recesie viedlo k značným investičným výpadkom, a teda k pretrvávaniu zápornej odchýlky od dlhodobého priemeru.

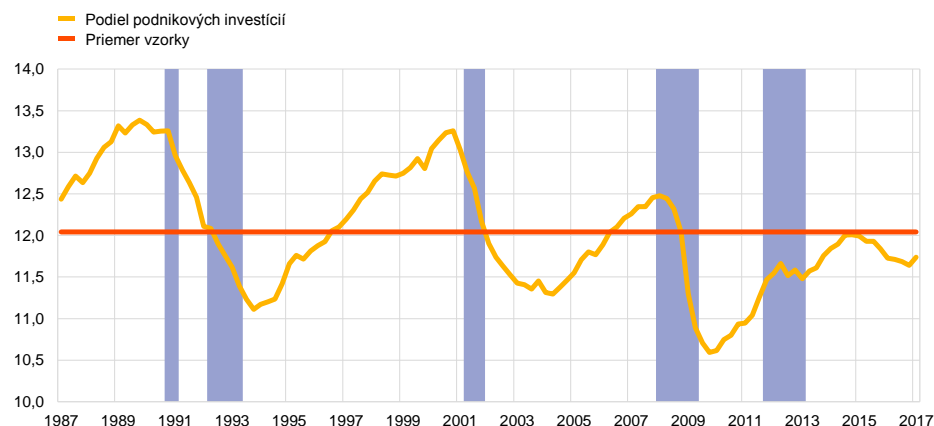
Po veľkej recesii nedošlo v plnom rozsahu k naplneniu tradičného vzorca vývoja podnikových investícií, keď sa investície po dosiahnutí dna krátko po recesii následne relatívne rýchlo vrátia na úroveň pred recesiou.⁸ Hoci sa takýto vzorec zaznamenal v obchodnom cykle v deväťdesiatych rokoch minulého storočia aj na začiatku druhého milénia, súčasný cyklus bol rozdielny: pôvodné oživenie investovania po dosiahnutí dna v prvom štvrtroku 2009 bolo prerušené druhou recesiou v eurozóne vyvolanou dlhovou krízou. Toto prerušenie oživenia možno pozorovať na grafe A, ktorý zobrazuje podiel investícií na HDP vo vyspelých ekonomikách. Tento ukazovateľ začal klesať z úrovne (12,5 %), ktorá už bola v porovnaní s predchádzajúcimi cyklami relatívne nízka, pričom v roku 2009 sa priblížil k 10,5 %. Na tejto úrovni sa začalo trvalé a rýchle oživovanie podnikových investícií, ktoré však zastavila dlhová kríza v eurozóne. Následne sa ukazovateľ investícií v období od druhej polovice roka 2015 do konca roka 2016 znova znižoval. Spôsobili to najmä producenti komodít ako Kanada, Austrália a v menšej miere aj Spojené štáty, ktorí znížili svoje investície čiastočne kvôli prudkému a výraznému poklesu cien komodít (obzvlášť ropy). Obnovenie investícií sa začalo prejavovať len nedávno, na začiatku roka 2017. Celkovo však bol podiel podnikových investícií na HDP vo vyspelých ekonomikách v prvom štvrtroku 2017 stále pod úrovňou dlhodobého priemeru.

⁸ Investície sa v tomto boxe chápu ako podnikové investície (súkromné nerezidenčné) a zahŕňajú investície súkromného sektora do stavieb, zariadení (informačné, priemyselné a dopravné) a do práv duševného vlastníctva. Táto koncepcia sa však v jednotlivých krajinách môže okrajovo líšiť.

Graf A

Podiel investícií na HDP vo vyspelých ekonomikách

(v %; štvrtočné údaje)



Zdroj: Výpočty ECB založené na údajoch z Haver Analytics.

Poznámka: Vzorka vyspelých ekonomik zahŕňa Austráliu, Kanadu, eurozónu, Japonsko, Nový Zéland, Švédsko, Švajčiarsko, Spojené kráľovstvo a Spojené štáty. Agregovaná hodnota predstavuje vážený priemer podielu podnikových investícií v jednotlivých krajinách, pričom sa uplatňujú časovo-variantné váhy HDP v parite kúpnej sily. Vytieňované oblasti predstavujú kombinovaný ukazovateľ za obdobia recesie v eurozóne (Centrum pre výskum hospodárskej politiky – CEPR) a v Spojených štátoch (National Bureau for Economic Research). Posledné údaje sú za prvý štvrťrok 2017.

Na makroekonomickej úrovni sa ako potenciálne činitele podporujúce investície vo všeobecnosti vnímajú štyri faktory: očakávaný dopyt, finančné podmienky, neistota a ponukové šoky.⁹ Od vypuknutia finančnej krízy sa debaty o investíciách sústredili na tieto faktory, a to z teoretického, ako aj empirického hľadiska. Zhoršenie finančných podmienok a negatívne dopytové šoky sa vnímajú ako škodlivé pre podnikové investície.¹⁰ Konkrétne, globálne sa zhoršujúci hospodársky výhľad sa spája s očakávaním poklesu návratnosti investícií, a teda so znížením tvorby nového kapitálu a odkladaním výmeny starého kapitálu. Na podnikové investície môžu mať dlhodobu negatívny vplyv aj šoky spojené s neistotou.¹¹ Napokon, neočakávané negatívne ponukové šoky, ako je prepád produktivity práce naprieč krajinami, by mohli znížiť očakávania budúcich ziskov a viesť k poklesu investičnej aktivity.

Vývojové vzorce investícií po rôznych zohľadnených šokoch sa následne empiricky potvrdzujú funkciami impulzných odpovedí. Na základe použitého modelu sa dospelo k hlavným záverom, že šoky súvisiace s neistotou majú dlhodobu nepriaznivý vplyv v tvare zvonovej krivky na ukazovateľ podielu podnikových investícií na HDP;¹² zhoršujúci sa očakávaný dopyt a zväčšujúce sa finančné obmedzenia znižujú investičné výdavky; a že vyššia produktivita nepretržite zvyšuje

⁹ Na odhad údajov za Kanadu, Japonsko, Spojené kráľovstvo a Spojené štáty sa použil Bayesovský panelový vektorový autoregresný model, ktorý umožňuje pracovať s heterogénnymi údajmi krajín. Premenné zahŕňajú neistotu meranú pomocou rozptylu očakávaní rastu medzi profesionálnymi prognostikmi; finančné podmienky, indexy finančných podmienok založené na krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzbách a ceny akcií; očakávaný rast; a vývoj cien. Identifikácia štrukturálnych šokov sa dosahuje pomocou nulovej, znamienkovej a rozsahovej reštrikcie.

¹⁰ Keďže medzi neistotou a finančnými premennými je vysoká korelácia, na identifikovanie štrukturálne významných šokov sa využíva relatívna rozsahová reštrikcia.

¹¹ Hlbšia analýza vplyvov na podnikové investície v súvislosti so Spojenými štátmi je v práci Bloom, N., The impact of uncertainty shocks, *Econometrica*, Vol. 77, 2009.

¹² Toto empirické zistenie je v súlade s dostupnými odhadmi jednotlivých krajín a s ekonomickou teóriou.

podnikové investície. Vo všetkých krajinách boli najdôležitejším faktorom ovplyvňujúcim investície práve dopytové faktory, ktoré predstavovali viac ako polovicu zmien v Spojených štátoch, Spojenom kráľovstve a Japonsku, kým v Kanade to bolo približne len 40 % (po 16 štvrtrokoch). Druhým najvýznamnejším činiteľom sú ponukové faktory (v Spojených štátoch a Spojenom kráľovstve), neistota (v Kanade) a finančné faktory (v Japonsku).

Hlavným činiteľom poklesu podnikových investícií v analyzovaných krajinách zahrnutých vo vzorke boli počas veľkej recesie jednoznačne nepriaznivé dopytové faktory; po odznení krízy bol však vývoj v týchto krajinách heterogénnejší (graf B).¹³ Do roku 2012 sa americké ukazovatele investícií vrátili

na úroveň trendu a následne sa pohybovali okolo tejto úrovne. Model naznačuje, že k tomuto oživeniu prispelo znižovanie negatívneho dopytu a neistoty, ako aj priaznivé finančné podmienky. V roku 2015 sa však investície znova znížili, čo čiastočne súviselo s poklesom cien ropy a jeho výrazným vplyvom na investície do sektora americkej bridlicovej ropy. Oživenie v Japonsku súviselo najmä s priaznivejšími finančnými podmienkami spojenými s uvoľnením menovej politiky a nižšou úrovňou záporných očakávaní v oblasti dopytu. Na druhej strane, v Kanade sa ukazovateľ investícií po veľkej recesii oživil rýchlo a až do druhého polroka 2014 sa pohyboval nad trendom. Model naznačuje, že podnikové investície podporil výhľad pozitívneho dopytu, nízka neistota a akomodačné finančné podmienky, ku ktorým prispel priaznivý vývoj cien komodít. Zníženie cien komodít v roku 2015 viedlo k prudkému poklesu podnikových investícií, ktorý bol neskôr znásobený nárastom neistoty a horšími finančnými podmienkami. Naopak podiel investícií v Spojenom kráľovstve zostal prevažne pod svojou dlhodobou úrovňou. Model naznačuje, že negatívny dopyt a ponukové šoky výrazne prevážili vplyv mierne priaznivých finančných podmienok a podporu vyplývajúcu z nízkej neistoty. Neskôr, v druhom polroku 2016, sa ukazovateľ investícií znížil v dôsledku zvýšenej neistoty vyvolanej výsledkom referenda o zotrvaní Spojeného kráľovstva v Európskej únii. Na začiatku roka 2017 sa ukazovatele investícií v Spojených štátoch a Spojenom kráľovstve pohybovali okolo trendu, v Japonsku boli nad trendom, kým v Kanade bola investičná medzera záporná.

Rozšírenie analýzy o eurozónu potvrdilo úlohu dopytových faktorov ako hlavného činiteľa poklesu podnikových investícií po vypuknutí finančnej krízy.

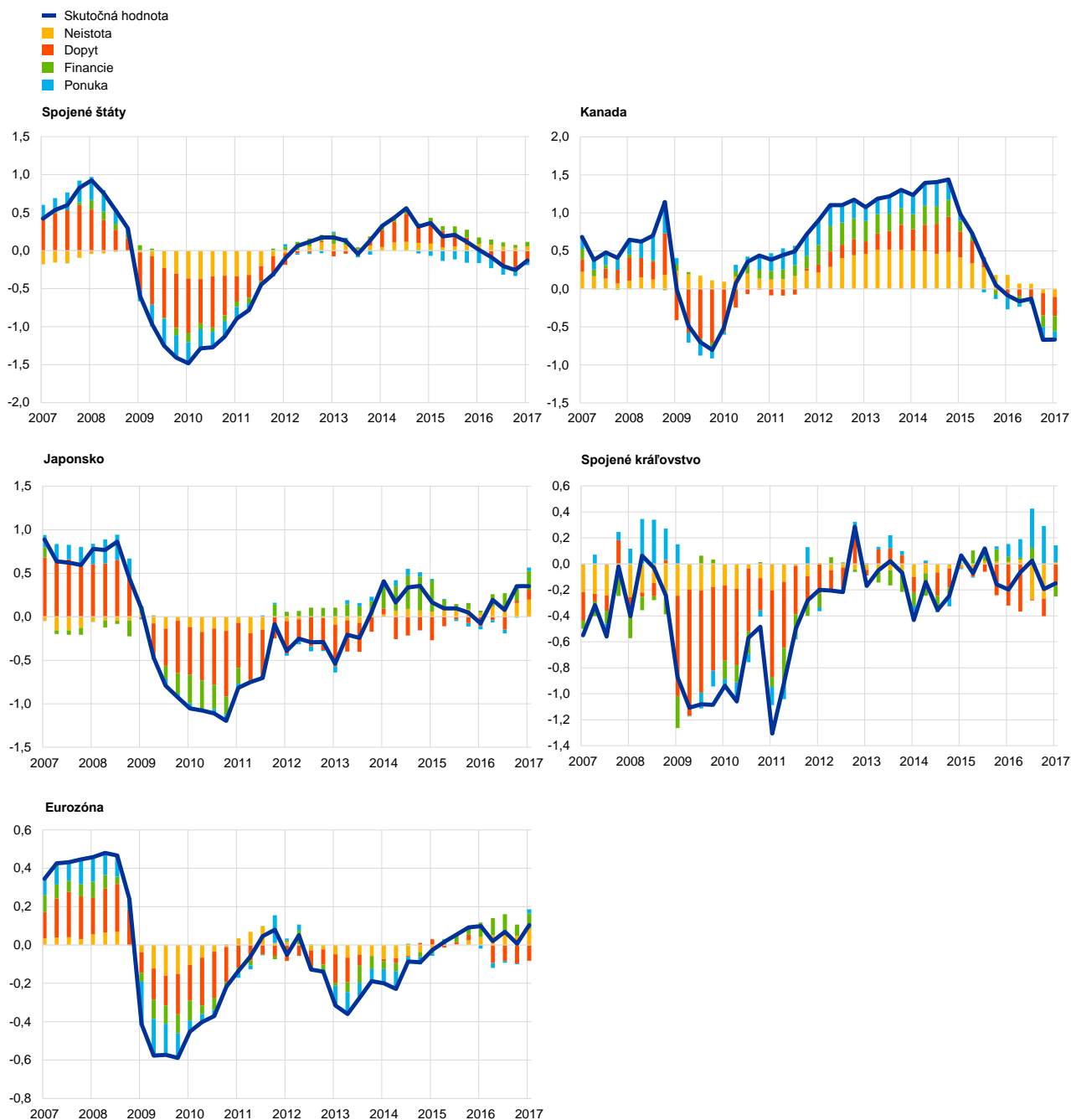
Na rozdiel od ostatných vyspelých ekonomík sa však oživenie podielu investícií zastavilo po zosilnení dlhovej krízy. Viedlo to k opätovným negatívnym a dlhodobým dopytovým šokom, ako aj k hospodárskej neistote a finančným šokom do začiatku roka 2015. Do začiatku roka 2017 sa ukazovateľ investícií eurozóny pohyboval mierne nad trendom, k čomu prispeli priaznivé finančné podmienky a znížená neistota.

¹³ Výsledky neboli ovplyvnené ani rôznou mierou neistoty (neistota v súvislosti s hospodárskou politikou), dopytovými a finančnými faktormi (vrátane položiek prieskumu a ukazovateľov aktivity), či úrovňami cien (ceny výrobcov).

Graf B

Historický rozklad podielu investícií na HDP

(v % a príspevky; odchýlka od trendu; štvrťročné údaje)



Zdroj: Výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za prvý štvrťrok 2017.

Celkové zlepšenie podnikateľskej dôvery zaznamenatej v posledných mesiacoch a priaznivejší globálny výhľad by mali v budúcnosti podporiť oživenie podnikových investícií vo vyspelých ekonomikách. Okrem toho sa od začiatku roka 2017 znižujú ukazovatele merajúce neistotu, ako je rozptyl očakávaní rastu medzi profesionálnymi prognostikmi. Stabilizovanie cien komodít by navyše malo viesť k obnoveniu investícií producentov komodít.

2 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 3. mája do 25. júla 2017

V tomto boxe sa opisujú operácie menovej politiky ECB počas tretej a štvrtej periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv, ktoré trvali od 3. mája do 13. júna 2017 a od 14. júna do 25. júla 2017. Počas tohto obdobia zostali úroková sadzba hlavných refinančných operácií (MRO) a úrokové sadzby jednoduchých refinančných a jednoduchých sterilizačných operácií nezmenené na úrovni 0,00 %, 0,25 % a -0,40 %.

Eurosystém pokračoval v nákupe cenných papierov verejného sektora, krytých dlhopisov, cenných papierov krytých aktívami a cenných papierov podnikového sektora v rámci rozšíreného programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP) s cieľom dosiahnuť nákupy v priemernej mesačnej výške 60 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 prvou a druhou periódou udržiavania povinných minimálnych rezerv roku 2017) o 82,5 mld. € a dosiahla 1 168,7 mld. €. Túto stúpajúcu potrebu likvidity zapríčinil takmer výlučne rast priemerných čistých autonómnych faktorov, ktoré sa zvýšili o 80,6 mld. € na rekordnú úroveň 1 046,3 mld. €, pričom požiadavky na povinné minimálne rezervy stúpili iba nepatrne, o 2 mld. €, a dosiahli výšku 122,5 mld. €.

Dôvodom zvýšenia agregátnych autonómnych faktorov bol hlavne nárast sterilizačných faktorov. Významnou mierou sa na ňom podieľali vklady verejnej správy, ktoré vzrástli o 25,6 mld. € a v sledovanom období dosiahli v priemere 196,7 mld. €. O 22,5 mld. € sa zvýšili aj ostatné autonómne faktory, ktoré dosiahli úroveň 720,5 mld. €. Najmä v dôsledku vyššieho sezónneho dopytu v letnom období vzrástol tiež dopyt po bankovkách, a to v priemere o 16,6 mld. € na 1 131,2 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 332,4 mld. €, čo je v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím menej o 15,4 mld. €. Bolo to spôsobené poklesom finančných aktív držaných Eurosystémom na iné ako menovopolitické účely. Čistý vplyv tohto autonómneho faktoru na zvýšenie likvidity navyše klesol aj v dôsledku nárastu pasív, ktoré majú oficiálne zahraničné inštitúcie v národných centrálnych bankách. Priemerné čisté zahraničné aktíva sa znížili o 0,5 mld. € na 670 mld. €.

Tabuľka A

Stav likvidity v Eurosysteme

	Obdobie od 3. mája 2017 do 25. júla 2017		Obdobie od 25. januára 2017 do 2. mája 2017		Štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie	
Pasíva – potreba likvidity (priemer, v mld. EUR)								
Autonómne faktory likvidity	2 048,3	(+64,6)	1 983,7	2 071,6	(+46,6)	2 025,0	(+10,2)	
Bankovky v obehu	1 131,2	(+16,6)	1 114,6	1 136,3	(+10,3)	1 126,0	(+7,7)	
Vklady verejnej správy	196,7	(+25,6)	171,1	229,8	(+66,2)	163,6	(-18,3)	
Ďalšie autonómne faktory	720,5	(+22,5)	698,0	705,5	(-29,9)	735,4	(+20,8)	
Bežné účty	1 174,0	(+153,0)	1 021,0	1 169,2	(-9,5)	1 178,7	(+97,6)	
Nástroje menovej politiky	717,0	(+81,9)	635,1	717,9	(+1,9)	716,0	(+45,4)	
Požiadavky na povinné minimálne rezervy	122,5	(+2,0)	120,5	122,6	(+0,3)	122,3	(+1,7)	
Jednodňové sterilizačné operácie	594,5	(+79,9)	514,6	595,3	(+1,6)	593,7	(+43,8)	
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. EUR)								
Autonómne faktory likvidity	1 002,4	(-15,9)	1 018,3	983,3	(-38,2)	1 021,5	(+6,7)	
Čisté zahraničné aktíva	670,0	(-0,5)	670,5	656,9	(-26,2)	683,1	(+4,5)	
Čisté aktíva v eurách	332,4	(-15,4)	347,8	326,4	(-11,9)	338,4	(+2,2)	
Nástroje menovej politiky	2 814,7	(+313,4)	2 501,3	2 853,1	(+76,8)	2 776,3	(+144,8)	
Operácie na voľnom trhu	2 814,5	(+313,5)	2 501,0	2 852,9	(+76,8)	2 776,1	(+144,9)	
Tendre	779,0	(+124,4)	654,6	776,8	(-4,3)	781,1	(+55,2)	
Hlavné refinančné operácie	11,5	(-12,2)	23,8	9,4	(-4,3)	13,7	(-4,8)	
3-mesačné dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO)	6,1	(-2,1)	8,2	6,7	(+1,2)	5,5	(-1,9)	
Prvá séria cieľených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO-I)	21,1	(-11,4)	32,5	20,5	(-1,2)	21,7	(-4,8)	
Druhá séria cieľených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO-II)	740,2	(+150,1)	590,1	740,2	(+0,0)	740,2	(+66,7)	
Portfóliá priamych nákupov	2 035,5	(+189,1)	1 846,4	2 076,1	(+81,1)	1 995,0	(+89,7)	
Prvý program nákupu krytých dlhopisov	8,0	(-2,3)	10,3	7,7	(-0,6)	8,3	(-1,3)	
Druhý program nákupu krytých dlhopisov	5,5	(-0,9)	6,4	5,3	(-0,4)	5,7	(-0,3)	
Tretí program nákupu krytých dlhopisov	221,3	(+8,1)	213,3	223,3	(+3,9)	219,4	(+4,1)	
Program pre trhy s cennými papiermi	98,3	(-1,2)	99,5	98,2	(-0,2)	98,4	(-0,8)	
Program nákupu cenných papierov krytých aktívami	24,0	(+0,2)	23,8	24,2	(+0,5)	23,7	(-0,4)	
Program nákupu aktív verejného sektora	1 585,6	(+163,6)	1 422,0	1 619,7	(+68,1)	1 551,5	(+78,0)	
Program nákupu aktív podnikového sektora	92,8	(+21,7)	71,1	97,7	(+9,8)	87,9	(+10,4)	
Jednodňové refinančné operácie	0,2	(-0,1)	0,3	0,2	(+0,0)	0,2	(-0,1)	
Ostatné údaje o likvidite (priemery; v mld. EUR)								
Celková potreba likvidity	1 168,7	(+82,5)	1 086,2	1 211,3	(+85,0)	1 126,2	(+5,1)	
Autonómne faktory ¹	1 046,3	(+80,6)	965,7	1 088,6	(+84,7)	1 003,9	(+3,5)	
Nadbytočná likvidita	1 645,8	(+231,0)	1 414,8	1 641,6	(-8,3)	1 649,9	(+139,8)	
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	-0,358	(-0,004)	-0,354	-0,359	(-0,002)	-0,357	(-0,002)	

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“.

Pretrvávala vysoká volatilita autonómnych faktorov, ktorá 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.

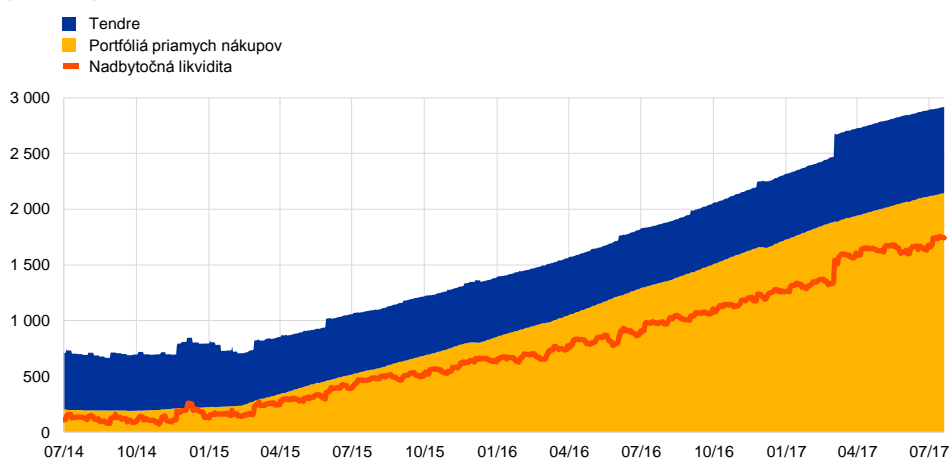
Likvidita poskytnutá prostredníctvom obchodov na voľnom trhu

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom operácií na voľnom trhu – tendrov a priamych nákupov v rámci programu APP – vzrástol o 313,5 mld. € a na konci sledovaného obdobia dosiahol hodnotu 2 814,5 mld. € (graf A). Tento nárast bol spôsobený najmä programom nákupu aktív ECB a vysporiadaním štvrtej cieľenej dlhodobšej refinančnej operácie v rámci série TLTRO-II dňa 29. marca 2017 v objeme 233,4 mld. €.

Graf A

Vývoj operácií na voľnom trhu a nadbytočná likvidita

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom tendrov sa zvýšil o 124,4 mld. € na 779 mld. €. Toto zvýšenie odráža najmä likviditu poskytnutú prostredníctvom štvrtej operácie zo série TLTRO-II, ktorá je, na rozdiel od predchádzajúceho sledovaného obdobia, plne zahrnutá do priemerných podmienok likvidity aktuálneho sledovaného obdobia. Priemerná zostatková hodnota operácií TLTRO vzrástla o 138,7 mld. €, hlavne v dôsledku vzájomného zaúčtovania štvrtej operácie TLTRO-II a dobrovoľného predčasného splatenia finančných prostriedkov požičaných prostredníctvom operácií TLTRO-I. Priemerná likvidita dodaná prostredníctvom hlavných refinančných operácií sa znížila o 12,2 mld. € a prostredníctvom 3-mesačných dlhodobších refinančných operácií o 2,1 mld. €.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom priamych menovopolitických portfólií Eurosystemu sa v dôsledku pokračujúcich nákupov v rámci programu APP zvýšil o 189,1 mld. € na 2 035,5 mld. €. Priemerná likvidita dodaná prostredníctvom programu nákupu aktív verejného sektora sa zvýšila o 163,6 mld. €, prostredníctvom tretieho programu nákupu krytých

dlhopisov o 8,1 mld. €, prostredníctvom programu nákupu cenných papierov krytých aktívami o 0,2 mld. € a prostredníctvom programu nákupu aktív podnikového sektora o 21,7 mld. €. Redemácie dlhopisov držaných v rámci programu pre trhy s cennými papiermi a dvoch predchádzajúcich programov nákupu krytých dlhopisov dosiahli celkovú výšku 4,4 mld. €.

Nadbytočná likvidita

V dôsledku uvedeného vývoja sa priemerný objem nadbytočnej likvidity v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím zvýšil o 231 mld. € a dosiahol 1 645,8 mld. € (graf). Väčšina tohto nárastu pripadla na likviditu

poskytnutú prostredníctvom programu APP s tempom 60 mld. € za mesiac a na prostriedky pridelené v rámci štvrtej operácie TLTRO-II, ktoré dosiahli 233,4 mld. €. Nárast nadbytočnej likvidity do určitej miery kompenzovali zvýšené potreby likvidity v dôsledku autonómnych faktorov. Podrobnejšia analýza vývoja v sledovanom období naznačuje, že nadbytočná likvidita sa zvýšila v treťom udržiavacom období, keď sa následkom štvrtej operácie zo série TLTRO-II a nákupov v rámci programu APP zvýšila o 139,8 mld. €. Malý nárast nadbytočnej likvidity na úrovni 8,3 mld. € v štvrtej udržiavacej perióde bol spôsobený skutočnosťou, že likviditu dodanú v rámci programu APP viac než vykompenzoval výraznejší sterilizačný vplyv autonómnych faktorov a pokles čerpania hlavných refinančných operácií a 3-mesačných dlhodobějších refinančných operácií.

Nárast nadbytočnej likvidity sa prejavil vo vyššej priemernej držbe na bežných účtoch, ktorá stúpila o 153 mld. € a v sledovanom období dosiahla 1 174 mld. €. Priemerný denný objem jednoduchých sterilizačných operácií sa zvýšil o 79,9 mld. € na 594,5 mld. €.

Vývoj úrokových mier

Jednoduché úrokové miery peňažného trhu zostávali v blízkosti úrokovej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií a v prípade niektorých košov kolaterálov v zabezpečených segmentoch boli ešte nižšie. Na nezabezpečenom trhu bol index EONIA (euro overnight index average) v priemere na úrovni -0,358 %, čo je len o niečo menej ako priemer -0,354 % v predchádzajúcom sledovanom období. Index EONIA kolísal v pomerne úzkom intervale s najvyššou hodnotou -0,331 % zaznamenanou v období pred Veľkodušným pondelkom na začiatku júna 2017 a najnižšou hodnotou -0,373 % zaznamenanou bezprostredne po ňom. Na zabezpečenom trhu priemerné úrokové sadzby jednoduchých repo obchodov na trhu GC Pooling dosiahli -0,433 % pri štandardnom koši kolaterálov (pokles o 0,001 percentuálneho bodu v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím) a -0,401 % pri rozšírenom koši kolaterálov (nárast o 0,002 percentuálneho bodu v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím).

Pokles hlavných repo sadziieb na konci štvrťroka v júni 2017 bol relatívne mierny v porovnaní s poklesom zaznamenaným na konci roka 2016 a na konci štvrťroka

v marci 2017. Naznačuje to, že účastníci trhu prijali účinnejšie postupy v oblasti riadenia kolaterálu. Tento vývoj tiež naznačuje pozitívny vplyv operácií s hotovostným kolaterálom pri pôžičkách cenných papierov v rámci programu nákupu aktív verejného sektora.

3 Najnovší vývoj v oblasti ponuky pracovnej sily v eurozóne

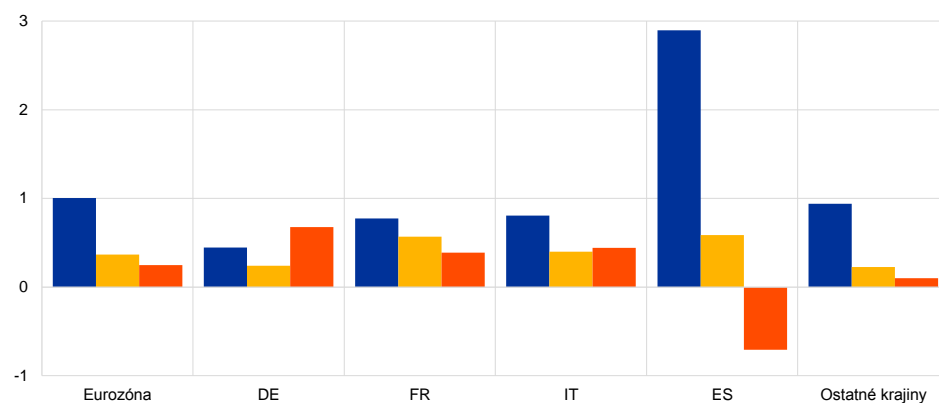
Vývoj ponuky pracovnej sily je dôležitým faktorom hospodárskeho oživenia a dlhodobejšieho rastu. Zo štrukturálneho hľadiska môže ponuka pracovnej sily významne prispievať k potenciálnemu rastu, zatiaľ čo z pohľadu hospodárskeho cyklu má priamy vplyv na zamestnanosť a nezamestnanosť. Dôležité však nie je iba množstvo pracovnej sily, ale aj jej štruktúra. Ponuka pracovnej sily v eurozóne sa dlhodobo zvyšuje, súčasné obdobie hospodárskeho oživenia nevyvímajúc, avšak v porovnaní s obdobím pred a po kríze sa tempo jej rastu zmiernilo (graf A). Tento box skúma faktory spôsobujúce zvyšovanie ponuky pracovnej sily a utlmenie tempa jej rastu v čase hospodárskeho oživenia, ako aj zmeny v jej štruktúre.

Graf A

Priemerné tempo rastu pracovnej sily v eurozóne a v najväčších krajinách eurozóny

(priemerné medziodročné tempo rastu v %)

- 1. štvrťrok 1999 – 1. štvrťrok 2008
- 2. štvrťrok 2008 – 2. štvrťrok 2013
- 3. štvrťrok 2013 – 1. štvrťrok 2017



Zdroj: Eurostat, národné účty a krátkodobé štatistiky.

Poznámka: Pracovná sila je definovaná ako súčet zamestnaných a nezamestnaných osôb.

Aj keď sa ponuka pracovnej sily v eurozóne naďalej zvyšuje, tempo jej rastu sa v posledných desiatich rokoch spomaľuje. Bezprostredne po poslednej kríze sa priemerné tempo rastu pracovnej sily vo všetkých najväčších ekonomikách eurozóny v porovnaní s predkrízovým obdobím znížilo. Rovnaký vývoj pokračoval aj v období oživenia (od tretieho štvrťroka 2013 do prvého štvrťroka 2017), s výnimkou Nemecka, kde došlo k zrýchleniu tempa rastu pracovnej sily, ktoré v súčasnosti prekračuje tempo rastu zaznamenané v období pred nástupom krízy. Najvýraznejšie sa rast pracovnej sily spomalil v Španielsku, a to predovšetkým v dôsledku meniacich sa migračných tokov. Pred krízou zaznamenávalo Španielsko významný čistý migračný prírastok, no po prudkom náraste nezamestnanosti v krajine sa vývoj otočil. Tento obrat mal mimoriadne nepriaznivý vplyv na ekonomicky aktívne obyvateľstvo a ponuku pracovnej sily v Španielsku, čo sa prejavilo aj vo vývoji ponuky pracovnej sily v eurozóne. V eurozóne ako celku však imigrácia v období hospodárskeho oživenia priniesla výrazný kladný príspevok k vývoju v oblasti populácie v produktívnom veku, k čomu prispel najmä prílev pracovníkov z nových členských štátov EÚ. Významným spôsobom sa tento vývoj zrejme prejavil aj na

pracovnej sile, a to najmä v Nemecku a Taliansku, a v niekoľkých menších ekonomikách eurozóny.

Od začiatku oživenia bola veľmi dôležitým faktorom rastu pracovnej sily zvyšujúca sa miera participácie (graf B).

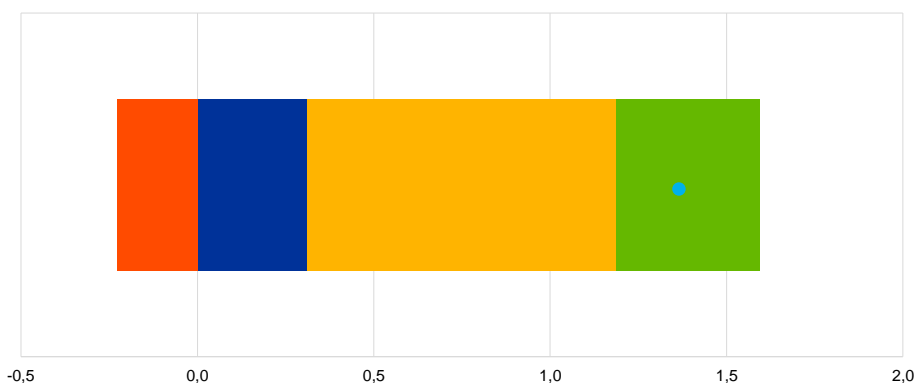
Pod nárast pracovnej sily sa podpísala zmena v oblasti ekonomicky aktívneho obyvateľstva (15 až 64 rokov) a zmena v miere participácie. Pomalšie tempo rastu ponuky pracovnej sily v porovnaní s predkrízovým obdobím odráža tlmený rast populácie v aktívnom veku a miery participácie, aj keď príspevky oboch zložiek zostali počas oživenia pozitívne. Zvyšujúca sa miera participácie sa však pod rast pracovnej sily podpísala najväčšou mierou.

Graf B

Rozloženie kumulatívnej zmeny pracovnej sily od druhého štvrťroka 2013

(v percentuálnych bodoch)

- V dôsledku zmeny ekonomicky aktívneho obyvateľstva
- V dôsledku zmeny v mierach participácie vekových skupín
- V dôsledku meniaceho sa vekového zloženia ekonomicky aktívneho obyvateľstva
- Ostatné
- Celková zmena



Zdroj: Eurostat, prieskum o pracovnej sile (Labour Force Survey).

Poznámka: Veková skupina 15 až 64 rokov; údaje z národných účtov. Zmenu pracovnej sily môžeme rozložiť na zmenu ekonomicky aktívneho obyvateľstva a zmenu miery participácie. Zmenu miery participácie môžeme ďalej rozložiť na vývoj relatívnej veľkosti vekových skupín v rámci populácie a na zmeny v mierach participácie jednotlivých vekových skupín. Pri výpočtoch boli použité päťročné vekové skupiny. Ostatné zahŕňa iné zmeny v zložení, napríklad podľa pohlavia.

Pracovná sila v eurozóne starne a čoraz viac ľudí zostáva dlhšie ekonomicky aktívnych.

Podiel ľudí vo veku od 50 do 64 rokov na pracovnej sile 15- až 64-ročných zaznamenáva dlhodobejší rastúci trend¹⁴ a počas obdobia hospodárskeho oživenia sa zvýšil z 30 % na 32 %. Vzhľadom na tradične relatívne nízku mieru participácie tejto vekovej skupiny a pokračujúci rast jej podielu na populácii môžeme očakávať pokles celkovej miery participácie. Miera participácie obyvateľstva vo veku 50 až 64 rokov však v posledných štyroch rokoch rástla (od druhého štvrťroka 2013 do prvého štvrťroka 2017 sa miera participácie vekových skupín 50 – 54, 55 – 59 a 60 – 64 zvýšila o 0,7, 3,8, resp. 7,6 percentuálneho bodu), k čomu prispel zvyšujúci sa vek odchodu do dôchodku vo väčšine krajín a tiež ďalšie faktory, ako napríklad rastúca úroveň vzdelania populácie (viac nižšie). Zvyšuje sa

¹⁴ Rastúci trend v prípade starších generácií odráža skutočnosť, že sa súčasťou týchto kategórií stali silné povojnové ročníky a že podiel mladších generácií klesá. Viac informácií v publikácii *Population structure and ageing*, Eurostat *Statistics Explained*, Eurostat, June 2017, na internetovej stránke <http://ec.europa.eu/eurostat>

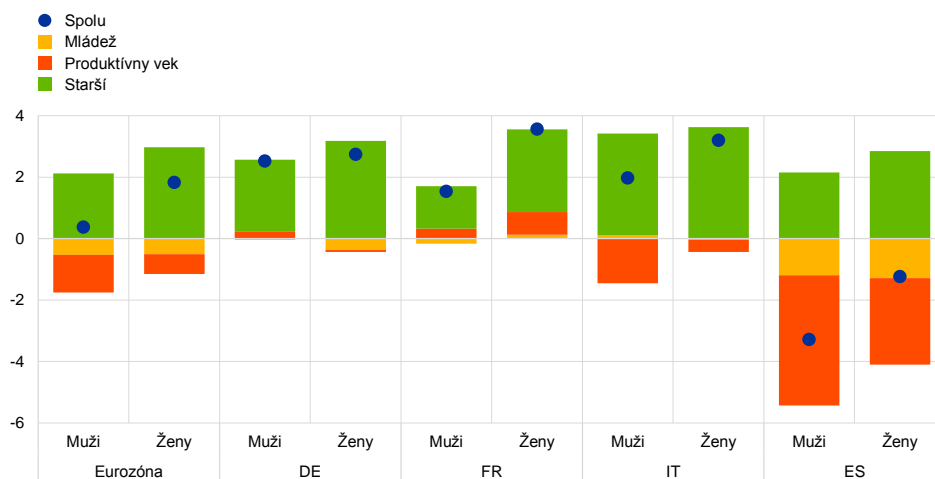
tak celková miera participácie a vyvažuje inak negatívny dopad meniaceho sa vekového zloženia obyvateľstva (červený stĺpec v grafe B). K rastu celkovej miery participácie prispel aj klesajúci podiel vekovej skupiny 15 – 24 na obyvateľstve, keďže táto veková skupina tradične vykazuje relatívne nízku mieru participácie. Tento pozitívny štrukturálny vplyv však čiastočne vykompenzoval pokles miery participácie tejto skupiny zaznamenaný od roku 2008.

Pod rast pracovnej sily v čase hospodárskeho oživenia sa v súlade s dlhodobým trendom podpísala najmä ekonomická aktivita žien. Zatiaľ čo zvyšovanie podielu starších vekových skupín pozorujeme pri oboch pohlaviach, v prípade žien zaznamenávame počas hospodárskeho oživenia rýchlejšiu rast miery participácie a menší pokles pracovnej sily v strednom veku (graf C). Rast miery participácie u žien a rozdiely medzi ekonomickou aktivitou žien a mužov možno vysvetliť najmä odlišným vývojom úrovne vzdelania oboch pohlaví. Podiel vysokoškolsky vzdelaných žien na ženskej populácii v aktívnom veku je vyšší než v prípade mužov,¹⁵ a v posledných desiatich rokoch tiež rástol rýchlejšie tak v kategórii žien v strednom veku, ako aj v starších kategóriách, a teda predstavuje hlavný faktor zvyšujúcej sa participácie žien na pracovnej sile.¹⁶

Graf C

Rozloženie kumulatívnej zmeny pracovnej sily podľa pohlavia a veku v eurozóne a v najväčších ekonomikách eurozóny v období hospodárskeho oživenia (druhý štvrťrok 2013 až prvý štvrťrok 2017)

(v % pracovnej sily v druhom štvrťroku 2013)



Zdroj: Prieskum o pracovnej sile (Labour Force Survey).

Poznámka: Mládež: 15 – 24 rokov, stredný vek: 25 – 54 rokov, starší: 55 – 64 rokov. Údaje nie sú sezónne očistené.

K odlišnému vývoju miery participácie u mužov a žien v strednom veku prispeli cyklické efekty. Miera participácie u mužov v strednom veku sa znižuje už

¹⁵ Podiel žien s vysokoškolským vzdelaním na ekonomicky aktívnom obyvateľstve je v porovnaní s mužmi nižší iba vo vekovej kategórii starších (55 – 64), aj tu sa však rozdiel za posledných desať rokov výrazne znížil.

¹⁶ Thévenon, O.: Drivers of Female Labour Force Participation in the OECD, *OECD Social, Employment and Migration Working Papers*, No. 145, OECD, 2013 na internetovej stránke <http://www.oecd-library.org>

od nástupu finančnej krízy, zrejme v dôsledku cyklického poklesu zamestnanosti v sektoroch a na pozíciách, v ktorých tradične dominujú muži (napríklad stavebníctvo a nekvalifikovaná fyzická práca).¹⁷ Nedávne spomalenie tempa poklesu počas hospodárskeho oživenia odráža zlepšujúcu sa situáciu na trhu práce v týchto prevažne mužských sektoroch. Vývoj miery participácie u žien mohol v priebehu hospodárskeho cyklu ovplyvňovať účinok tzv. added worker, teda tendencia žien vstúpiť na trh práce po tom, čo ich partner prišiel o prácu alebo si ju prestal aktívne hľadať. Dôležitosť účinku added worker sa mohla mimoriadne zvýšiť v súvislosti s významným vplyvom krízy na príjem (a bohatstvo), a je preto pravdepodobné, že výraznou mierou prispela k rastu ekonomickej aktivity žien zaznamenávanému počas krízy vo viacerých krajinách eurozóny.¹⁸ V poslednom čase sa počas zotavovania miera participácie žien v strednom veku zvyšuje pomalšie než predtým, čo môže odrážať skutočnosť, že s rastúcou zamestnanosťou u mužov sa znižuje potreba žien vstupovať na trh práce výlučne s cieľom zachovať rodinný príjem.

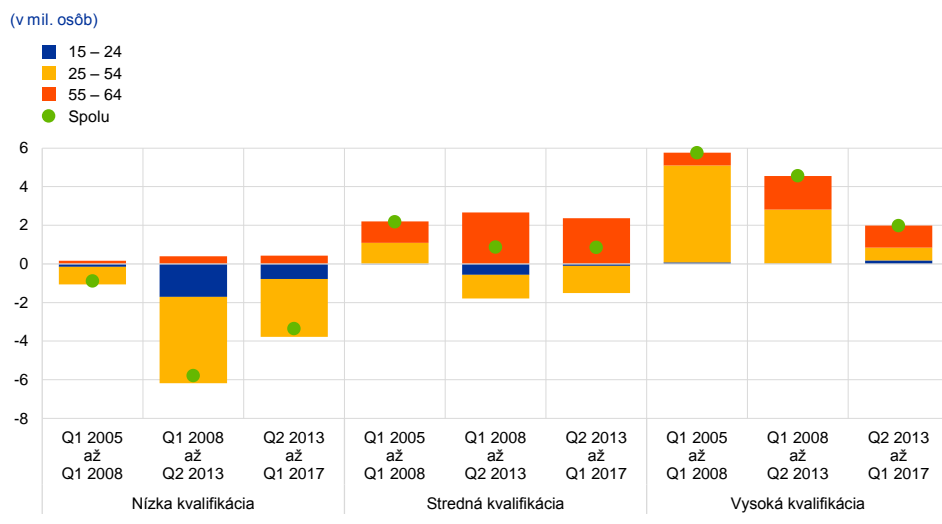
V dôsledku štrukturálnych faktorov sa mení aj štruktúra pracovnej sily. K rastu ponuky pracovnej sily v čase hospodárskeho oživenia prispeli najmä vysokokvalifikovaní pracovníci. V rámci ponuky pracovnej sily zaznamenáva počet vysokokvalifikovaných pracovníkov dlhodobjší rastúci trend, zatiaľ čo počet pracovníkov so základným alebo žiadnym vzdelaním už od druhého štvrťroka 2013 klesá. Počet osôb so strednou kvalifikáciou sa zvyšuje iba mierne, a to v dôsledku rastúcej ponuky stredne kvalifikovanej pracovnej sily v starších vekových kategóriách a poklesu v segmente pracovníkov v strednom veku (graf D). K uvedeným zmenám dochádza najmä v súvislosti s vývojom vzdelanostného zloženia obyvateľstva.

¹⁷ Dôvody poklesu ekonomickej aktivity mužov v strednom veku v Spojených štátoch vysvetľujú Black, S., Furman, J., Rackstraw, E. a Rao, N. v článku The long-term decline in US prime-age male labour force participation, VOX, CEPR's Policy Portal, Centre for Economic Policy Research, 2016, dostupnom na internetovej stránke <http://voxeu.org>. Podobné faktory môžu stáť aj za vývojom v eurozóne. Spomedzi najväčších krajín eurozóny sa miera participácie mužov v strednom veku počas krízy najviac znížila v Taliansku, určité utlmenie však bolo zaznamenané aj v Nemecku a vo Francúzsku, kde sa tak dialo už aj pred krízou.

¹⁸ Účinku added worker sa podrobne venujú Riedl, A. a Schoiswohl, F. v práci Is there an added worker effect? – European labor supply during the crisis, *Focus on European Economic Integration*, No Q4/15, Oesterreichische Nationalbank, 2015.

Graf D

Štruktúra zmeny pracovnej sily v eurozóne pred krízou, počas nej a v čase hospodárskeho oživenia podľa veku a úrovne vzdelania



Zdroj: Prieskum o pracovnej sile (Labour Force Survey).

Poznámka: Veková skupina 15 – 64 rokov. Nízka kvalifikácia: predprimárne, primárne a nižšie sekundárne vzdelanie (úrovne 0 – 2); stredná kvalifikácia: vyššie sekundárne a postsekundárne/nevysokoškolské vzdelanie (úrovne 3 a 4); vysoká kvalifikácia: terciárne vzdelanie. Údaje nie sú sezónne očistené.

Napriek klesajúcemu tempu rastu sa ponuka pracovnej sily počas hospodárskeho oživenia zvyšovala, a to najmä v dôsledku pretrvávajúcich štrukturálnych faktorov. Najvýraznejšie sa pod toto zvýšenie podpísala rastúca miera participácie starších vekových kategórií, pozitívne však k nemu prispela aj stúpajúca ekonomická aktivita žien. Meniaca sa veková štruktúra pracovnej sily a klesajúca ekonomická aktivita mužov v strednom veku a mládeže mali naopak na ponuku pracovnej sily záporný vplyv. K rastu pracovnej sily prispeli najmä vysokokvalifikovaní pracovníci, zatiaľ čo ponuka nekvalifikovanej pracovnej sily sa znížila. Potvrďuje sa tak dlhodobjší trend, v rámci ktorého je vplyv hospodárskeho cyklu na ponuku pracovnej sily iba mierny. Rastúci príspevok starších vekových skupín, žien a vysokokvalifikovaných pracovníkov k ponuke pracovnej sily sa prejavuje aj na meniacej sa štruktúre zamestnanosti. Situáciu v oblasti ponuky pracovnej sily by bolo možné zlepšiť aj prostredníctvom prijímaných politík, čo naznačujú odlišné miery participácie v jednotlivých krajinách eurozóny. Tieto politiky by okrem iného mohli zahŕňať vyššiu flexibilitu pracovného času, daňové systémy podporujúce ekonomickú aktivitu druhej zárobkovo činnnej osoby, prístup ku kvalitným a cenovo dostupným zariadeniam starostlivosti o deti a vzdelávacie i rekvalifikačné predpisy zodpovedajúce potrebám trhu práce.

Tento box skúma makroekonomické a štrukturálne podmienky, ktoré v minulosti viedli k výraznému zníženiu nezamestnanosti. Skúmaná vzorka zahŕňa údaje všetkých krajín OECD za posledných 35 rokov. Porovnaním skúseností z minulosti so súčasným oživením v eurozóne sprevádzaným výraznou tvorbou pracovných miest je možné dospieť k záverom, ktoré môžu byť v budúcnosti užitočné pri analýze vývoja nezamestnanosti.

Vychádzajúc z existujúcej odbornej literatúry je obdobie výrazného znížovania nezamestnanosti v tomto boxe definované ako obdobie, ktoré spĺňa nasledujúce tri podmienky: 1) miera nezamestnanosti sa v troch rokoch po dosiahnutí rekordne vysokej hodnoty zníži aspoň o tri percentuálne body; 2) pokles nezamestnanosti v uvedenom trojročnom období predstavuje minimálne 25 % východzej miery nezamestnanosti; 3) po piatich rokoch miera nezamestnanosti zotrvá pod úrovňou zo začiatku príslušného obdobia.¹⁹

V rokoch 1980 až 2015 splnilo v Európskej únii (EÚ) a v ďalších krajinách OECD uvedené tri podmienky 25 období spojených s výrazným poklesom nezamestnanosti. Priemerná východzia miera nezamestnanosti v týchto 25 prípadoch dosahovala 13,4 % a v priebehu troch rokov sa znížila o 4,5 percentuálneho bodu, teda o 35 %; po piatich rokoch klesla nezamestnanosť takmer na polovicu (tabuľka). V krajinách eurozóny sa väčšina týchto období začala v polovici 90. rokov 20. storočia.²⁰ V prvej polovici 90. rokov 20. storočia dosahovala nezamestnanosť v Európe napriek hospodárskemu rastu rekordne vysoké úrovne. Obdobie od druhej polovice 90. rokov do začiatku prvej dekády nového milénia sa vyznačovalo najvyššou intenzitou prijímania reforiem týkajúcich sa trhu práce a trhu tovarov a služieb. Nárast tempa realizácie reforiem podnietila nielen vysoká miera nezamestnanosti, ale s najväčšou pravdepodobnosťou aj zavedenie eura a proces integrácie EÚ.²¹

V súčasnosti sa zdá, že uvedené kritériá spĺňa päť krajín (tabuľka),²² medzi nimi Írsko, Španielsko, Cyprus, Portugalsko a Slovensko. Ďalšími krajinami s vysokou nezamestnanosťou, ktoré aktuálne zaznamenávajú jej pokles, sú Grécko, Taliansko a Slovinsko, uvedené tri kritériá však zatiaľ nespĺňajú. Taliansko a Slovinsko nespĺňajú ani jedno z týchto kritérií. Grécko môžeme považovať za hraničný prípad, keďže doposiaľ nespĺnilo iba druhé kritérium, teda pokles nezamestnanosti počas troch rokov zodpovedajúci aspoň 25 % východzej miery nezamestnanosti.

¹⁹ Podobný prístup zaviedli Freund, C. a Rijkers, B. v práci Episodes of unemployment reduction in rich, middle-income and transition economies, *Journal of Comparative Economics*, Vol. 42(4), December 2014, pp. 907-923.

²⁰ Spomedzi krajín eurozóny sa v období od polovice 90. rokov 20. storočia nezamestnanosť výrazne znížila v Írsku (1993-1998), Holandsku (1995-2000), Fínsku (1995-2000) a v Španielsku (1996-2001).

²¹ Napríklad Dias da Silva, A., Givone, A. a Sondermann, D.: When do countries implement structural reforms?, *Working Paper Series*, No 2078, ECB, June 2017.

²² Vzhľadom na to, že obdobie znížovania nezamestnanosti sa začalo v roku 2013, pri hodnotení plnenia tretieho kritéria v rokoch 2017 a 2018 boli použité projekcie Európskej komisie z júna 2017.

Tabuľka

Súčasná obdobia výrazného znižovania nezamestnanosti

	Začiatok obdobia	Východzia miera nezamestnanosti (v %)	Pokles miery nezamestnanosti po troch rokoch (percentuálne body)	Pokles miery nezamestnanosti po troch rokoch (v %)	Pokles miery nezamestnanosti po piatich rokoch (percentuálne body)
Historický priemer	-	13,4	4,5	35	6,2
Írsko	2012	14,7	5,3	36	8,3
<i>predchádzajúce obdobie</i>	1993	15,6	3,9	25	8,1
Španielsko	2013	26,1	6,5	25	10,2
<i>predchádzajúce obdobie</i>	1996	19,9	6,3	32	9,3
Cyprus	2014	16,1	4,4	27	5,5*
Portugalsko	2013	16,4	5,2	32	7,2
<i>predchádzajúce obdobie</i>	1985	9,8	3,1	32	4,2
Slovensko	2013	14,2	4,5	32	6,6
<i>predchádzajúce obdobie</i>	2004	18,3	7,1	39	6,2
Informatívne položky					
Grécko	2013	27,5	3,9	14	-5,9
Taliansko	2014	12,7	1,2	9	1,4*
Slovinsko	2013	10,1	2,1	21	3,8
Eurozóna	2013	12,0	2,1	17	3,2

Zdroj: Výpočty ECB založené na údajoch Európskej komisie.

Poznámka: * Údaje len za štyri roky od začiatku poklesu nezamestnanosti. Historický priemer predstavuje jednoduchý priemer z 25 období identifikovaných v 41 krajinách EÚ a OECD v období rokov 1980 až 2010.

Makroekonomické a štrukturálne podmienky na začiatku období výrazného znižovania nezamestnanosti sa významne líšili od podmienok zaznamenaných v krajinách s pretrvávajúcou vysokou nezamestnanosťou. Graf A porovnáva makroekonomické a štrukturálne znaky 25 období výrazného znižovania nezamestnanosti s podmienkami v skupine krajín, ktoré pokles nezamestnanosti nezaznamenali. V tejto súvislosti treba tiež spomenúť, že miera nezamestnanosti v druhej skupine krajín bola minimálne na úrovni priemeru zlepšujúcich sa krajín na začiatku sledovaného obdobia.

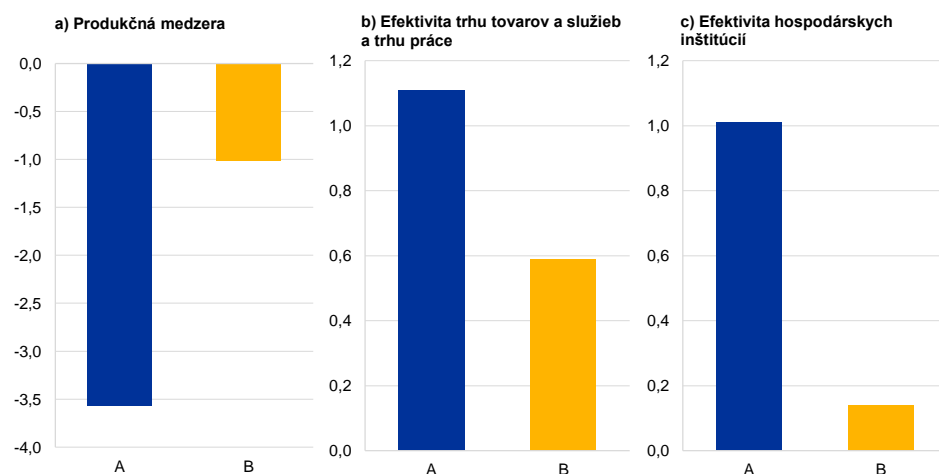
K nástupu obdobia výrazného znižovania nezamestnanosti zväčša dochádza v prostredí značnej miery nevyužitých kapacít v hospodárstve. Graf A (a) ukazuje, že krajiny prechádzajúce obdobím výrazného znižovania nezamestnanosti dosahujú väčšiu zápornú produkčnú medzeru než krajiny, v ktorých nezamestnanosť zostáva vysoká.

Obdobím výrazného znižovania nezamestnanosti prechádzajú krajiny s efektívnejšími štruktúrami a inštitúciami. Na rozdiel od krajín s výrazne sa znižujúcou nezamestnanosťou dosahujú štruktúry a hospodárske inštitúcie krajín s pretrvávajúcou vysokou mierou nezamestnanosti z hľadiska výkonnosti trhu tovarov a služieb a celkovej efektivity hospodárskych inštitúcií oveľa horšie hodnoty (graf A (b) a (c)). Naznačuje to teda, že obdobia úspešného znižovania

nezamestnanosti nastávajú v prípade priaznivejších štrukturálnych podmienok vrátane regulácie trhu tovarov a služieb a trhu práce a celkovej kvality inštitúcií.

Graf A

Porovnanie makroekonomických a štrukturálnych znakov krajín s vysokou nezamestnanosťou, v ktorých nastalo (A), resp. nenastalo (B) výrazné zníženie nezamestnanosti



Zdroj: Výpočty ECB založené na údajoch Eurostatu.

Poznámka:

Skupina A predstavuje krajiny s priemernou mierou nezamestnanosti viac ako 13 %, v ktorých nastalo jej výrazné zníženie. Skupina B predstavuje krajiny s priemernou mierou nezamestnanosti viac ako 13 %, v ktorých nenastalo jej výrazné zníženie. Hraničná hodnota 13 % sa vzťahuje na priemernú mieru nezamestnanosti na začiatku obdobia výrazného znižovania nezamestnanosti (tabuľka).

Vývoj hlavných makroekonomických a štrukturálnych premenných pred, počas a po historických obdobiach výrazného poklesu nezamestnanosti môže pomôcť lepšie porozumieť mechanizmom znižovania nezamestnanosti. Graf B znázorňuje vývoj miery nezamestnanosti, tempa rastu HDP, kompenzácií na zamestnanca a vývoj v oblasti reformného úsilia²³ v krajinách, ktoré v minulosti prešli obdobím výrazného znižovania nezamestnanosti, a porovnáva ich s priemerní skúmanej vzorky.²⁴ Z grafu vyplýva, že pred začiatkom obdobia výrazného znižovania nezamestnanosti dochádza k zreteľnému utlmeniu tempa rastu reálnych kompenzácií na zamestnanca, pričom jeho opätovné zrýchlenie nastáva až po uplynutí troch rokov. Rast HDP sa v dvoch rokoch pred nástupom obdobia poklesu nezamestnanosti významne spomalí. Počas piatich rokov od začiatku obdobia výrazného znižovania nezamestnanosti však HDP rastie veľmi rýchlym tempom. Okrem hospodárskeho cyklu má na pokles miery nezamestnanosti vplyv aj nárast

²³ Na výpočet reformného úsilia sa používajú zmeny ukazovateľov OECD týkajúcich sa právnych predpisov v oblasti ochrany zamestnanosti (employment protection legislation – EPL) a regulácie sieťových odvetví, teda energetiky, dopravy a telekomunikácií (regulation in energy, transport and communications – ETCR) a ukazovateľa stupňa centralizácie mzdového vyjednávania, ktorý zostavuje Fraser Institute. Zmeny týchto ukazovateľov značia reformy na trhu práce a trhu tovarov a služieb, ktoré môžu mať vplyv na dopyt a ponuku pracovnej sily, a tým aj na mieru nezamestnanosti. Dôraz sa kladie na relatívne rozsiahle reformy, ktoré sú definované ako reformy presahujúce dve štandardné odchýlky zmeny ukazovateľa oproti všetkým údajom v danom rade. Ukazovateľ reformného úsilia dosiahne hodnotu 0 ak nebola realizovaná žiadna rozsiahla reforma, hodnotu 1 ak bola realizovaná jedna rozsiahla reforma, hodnotu 2 ak boli realizované rozsiahle reformy v dvoch oblastiach a hodnotu 3 ak boli rozsiahle reformy realizované súbežne vo všetkých troch oblastiach uvedených vyššie.

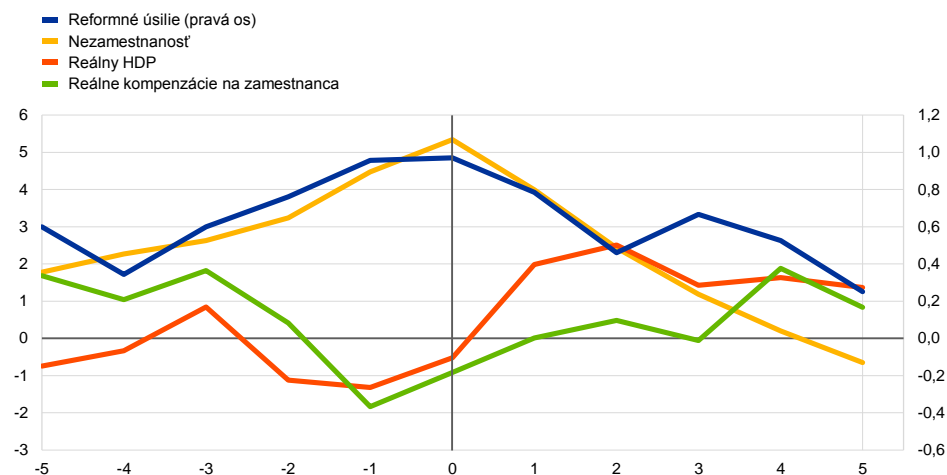
²⁴ Všetky premenné boli znížené, aby zohľadňovali kovariantné šoky a časové trendy.

reformného úsilia. Dokumentuje to graf B, kde ukazovateľ počtu prijatých reforiem dosahuje pred začiatkom obdobia poklesu nezamestnanosti rekordne vysokú úroveň.

Graf B

Vývoj makroekonomických premenných a reformné úsilie pred a po období výrazného znižovania nezamestnanosti

(reformné úsilie (index 0-3, znížené); miera nezamestnanosti (v % pracovnej sily, znížená); reálny HDP (ročná percentuálna zmena, znížený); reálne kompenzácie na zamestnanca (ročná percentuálna zmena, znížený))



Zdroj: Výpočty ECB založené na údajoch Európskej komisie a OECD.

Poznámka: „0“ označuje začiatok obdobia výrazného znižovania nezamestnanosti. Všetky premenné boli znížené o priemerné hodnoty vzorky za každý rok. Miera nezamestnanosti je vyjadrená ako percentuálny podiel pracovnej sily. Rast HDP a reálne kompenzácie na zamestnanca sú vyjadrené ako medziročná tempá rastu. Reformné úsilie je merané ako index s intervalom 0 (žiadne reformy) až 3 a bolo znížené o priemerné hodnoty vzorky za každý rok. Údaje o štrukturálnych premenných sú k dispozícii iba do konca roka 2013.

Statické a dynamické analýzy minulých období ukazujú, že kľúčovú úlohu pri úspešnom znižovaní nezamestnanosti zohrávajú štrukturálne faktory.

K výraznému a udržateľnému znižovaniu nezamestnanosti dochádzalo v prostredí priaznivých cyklických podmienok a zodpovednej mzdovej politiky po zavedení rozsiahlych reforiem na trhu tovarov a služieb a trhu práce.

5 Potreba štrukturálnych reforiem v eurozóne: poznatky z prieskumu veľkých spoločností

V tomto boxe sú zhrnuté výsledky ad hoc prieskumu ECB v hlavných podnikoch eurozóny, ktorý sa týkal štrukturálnych reforiem v eurozóne.²⁵

Tvorcovia politik v posledných rokoch opakovane zdôrazňovali význam štrukturálnych reforiem ako prostriedku na zvyšovanie miery potenciálneho rastu a posilňovanie odolnosti ekonomiky eurozóny.²⁶ Doposiaľ sa však uskutočnilo len málo pokusov zistiť názory na túto tému aj v podnikateľskej sfére. Tento prieskum si stanovil tri ciele: 1. získať informácie o vplyve nedávno zavedených reforiem v eurozóne z pohľadu podnikov; 2. pochopiť hlavné prekážky pri zavádzaní reforiem a 3. získať poznatky o prioritách týchto reforiem, ktoré sú potrebné na ďalšie zlepšenie podnikateľského prostredia a pracovných trhov v eurozóne, ako aj na dobudovanie jednotného európskeho trhu.

Odpovede poskytlo 55 hlavných podnikov eurozóny, nefinančných spoločností aktívnych v rozličných sektoroch. Respondenti boli zvyčajne hlavní hráči vo svojich sektoroch. Týchto 55 spoločností predstavuje spolu približne 1 % celkovej zamestnanosti eurozóny. Pokiaľ ide o sektorovú skladbu, asi 30 respondentov bolo aktívnych hlavne v širšom priemyselnom sektore (vrátane stavebníctva) a 25 spoločností bolo poskytovateľmi služieb. Približne dve tretiny spoločností sa zaoberali primárne poskytovaním produktov a služieb na úrovni podnikov a zostávajúcu tretinu tvorili najmä spoločnosti poskytujúce produkty a služby spotrebiteľom.

Väčšina spoločností uvádzala, že nedávne štrukturálne reformy mali na ich podnikateľské aktivity kladný vplyv. Kladné hodnotenia sa týkali hlavne účinku reforiem trhu práce. Respondenti poukazovali najmä na vplyv reforiem z roku 2012 v Španielsku²⁷, ktoré zvýšili flexibilitu trhu práce.

Tempo reforiem v období rokov 2013 – 2016 (graf A) charakterizovalo viac ako 60 % respondentov ako pomalé a nekomplexné. Len o niečo viac ako štvrtina respondentov zo širokého spektra sektorov považovala ich zavádzanie za pomalé, ale komplexné. Výraznú výnimku tvorili spoločnosti významne aktívne v Španielsku, ktoré mali v tomto smere pozitívnejší názor. Celkovo však len niekoľko spoločností (pôsobiacich najmä v sektore služieb) považovali zavádzanie reforiem za rýchle, pričom ako rýchle a komplexné necharakterizovali nedávne reformy žiadny respondent.

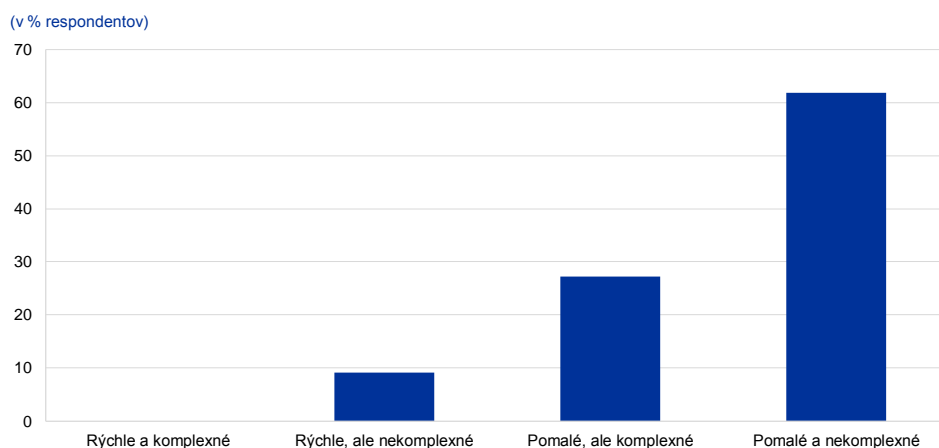
²⁵ Prieskum sa začal na jar roku 2017.

²⁶ Viac informácií sa nachádza napr. v prácach Draghi, M.: *Structural Reforms, Inflation and Monetary Policy*, úvodný prejav na Fóre ECB o centrálnom bankovníctve, Sintra, 22. máj 2015; Praet, P.: *The euro area economy, monetary policy and structural reforms*, pripomienky z okrúhleho stola pozorovateľskej skupiny, New York, 18. november 2016.

²⁷ V prípade Španielska približne tretina respondentov uviedla, že reformy zavedené od roku 2008 mali kladný vplyv na investície (najmä zvýšením podielu celkových investícií určených na výskum a vývoj, a teda väčšou podporou inovácií). Viac ako 40 % z nich považovalo reformy za prospešné pre rast produktivity a takmer 40 % sa domnievalo, že tieto reformy prispeli k rýchlejšiemu rastu zamestnanosti znížením rizík (a nákladov) spojených s prijímaním do zamestnania a tým, že prispeli k vyššej flexibilitu miezd.

Graf A

Tempo reforiem (2013 – 2016)

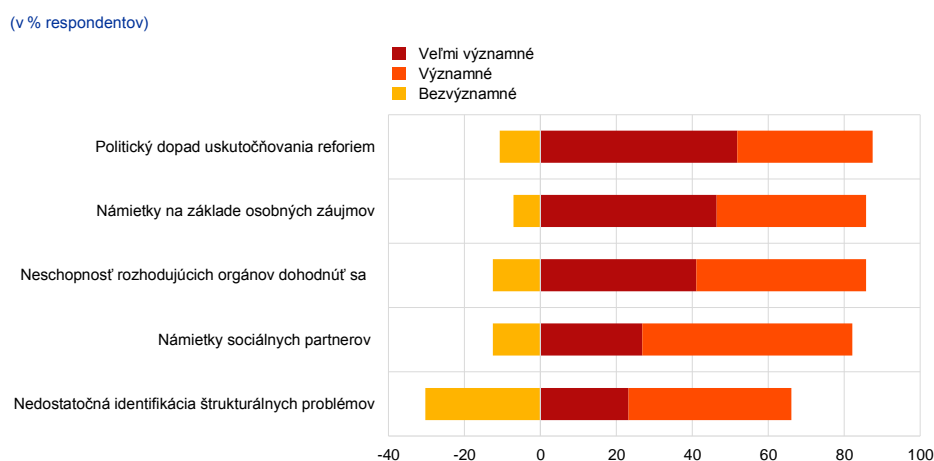


Zdroj: Prieskum štrukturálnych reforiem ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Na základe odpovedí na otázku: Ako by ste hodnotili tempo zavádzania štrukturálnych reforiem v krajinách eurozóny v posledných troch rokoch?

Graf B

Prekážky spomaľujúce dynamiku reforiem



Zdroj: Prieskum štrukturálnych reforiem ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Na základe odpovedí na otázku: Ktoré sú podľa vášho názoru najzávažnejšie prekážky spomaľujúce zavádzanie štrukturálnych reforiem v eurozóne? Záporné percentuálne hodnoty vyjadrujú respondentov, ktorí uviedli dané položky ako bezvýznamné.

Ako prekážky v ďalšom reformnom úsilí (graf B) sa uvádzali hlavne politické obmedzenia a námitky na základe osobných záujmov.

Niektorí účastníci prieskumu považovali reformné úsilie za stagnujúce pre nejasnú potrebu reforiem. Naopak asi 85 % spoločností sa domnievalo, že zavádzanie reforiem v zásade spomaľujú politické zretele. Na vysokej priečke sa medzi prekážkami v reformnom úsilí umiestnili námitky na základe osobných záujmov a neschopnosť rozhodujúcich orgánov dohodnúť sa (najmenej 40 % respondentov ich uviedlo ako veľmi významné prekážky).

Pri otázke na súčasnú potrebu reforiem podniky jednotne uvádzali ako najnaliehavejšiu oblasť, v ktorej je potrebné konať, reformy trhu práce a za významné považovali aj ďalšie reformy zamerané na trhy s produktmi a širšie

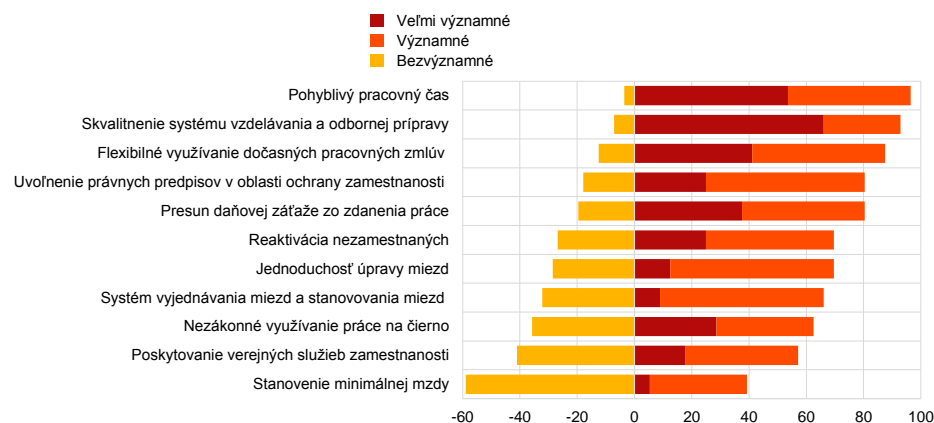
podnikateľské prostredie. Toto zistenie je prejavom stále väčšej dôležitosti premenných trhu práce, ktoré sa považujú za významné a veľmi významné v štandardných otázkach o potrebe reforiem v troch rôznych oblastiach (dobudovanie jednotného európskeho trhu, podnikateľské prostredie na úrovni krajín a trhy práce), ako aj v odpovediach na širšiu otázku, v ktorej majú respondenti určiť z ich pohľadu najnaliehavejšie reformy.²⁸

Pokiaľ ide o trh práce (graf C), prioritu by si zaslúžili reformy zamerané na ďalšie zvyšovanie flexibilitnosti pracovnej sily, pričom tromi zo štyroch hlavných priorit pre najmenej 80 % spoločností bola snaha o podporu pohyblivejšieho pracovného času, zjednodušenie využívania dočasných pracovných zmlúv a menej prísne právne predpisy v oblasti ochrany zamestnanosti. Približne 50 % respondentov sa domnievalo, že reformy zamerané na zvyšovanie flexibilitnosti pracovnej sily budú mať pravdepodobne jediný najväčší vplyv na výsledky podnikania - vzhľadom na ich význam pre opätovné zvýšenie konkurencieschopnosti a aj preto, že umožnia spoločnostiam lepšie reagovať na stúpajúcu volatilitu a zmenu dopytu.

Graf C

Potreba reforiem trhu práce v eurozóne

(v % respondentov; odpovede v poradí podľa celkového hodnotenia)



Zdroj: Prieskum štrukturálnych reforiem ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Na základe odpovedí na otázku: Ako hodnotíte potrebu reforiem trhu práce v krajinách eurozóny vo vašom sektore? Zápomné percentuálne hodnoty vyjadrujú respondentov, ktorí uviedli dané položky ako bezvýznamné.

Reformy na zvýšenie kvality systémov vzdelávania a odbornej prípravy zdôrazňovalo 90 % podnikov.

Považovali ich za obzvlášť dôležité v súvislosti s prechodom na využívanie zručností náročných na znalosti a na digitalizáciu a s dlhodobým štrukturálnym nedostatkom technických zručností. Ako významná oblasť pre doplnkové reformy sa často uvádzalo aj úsilie o presun daní a odvodov na sociálne poistenie z práce, pričom menej často sa zdôrazňovali reformy systémov vyjednávania miezd a rámcov na stanovovanie miezd (vrátane minimálnych miezd).

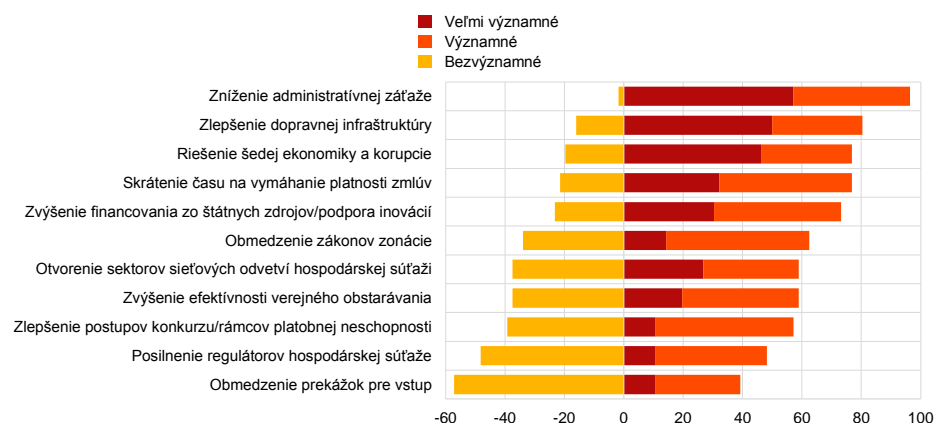
²⁸ Tieto výsledky zodpovedajú výsledkom iných prieskumov ECB vo veľkých firmách zverejnených v predchádzajúcich vydaniach Ekonomického bulletinu. Viac informácií v boxoch s názvami Čo spôsobuje nízke investície v eurozóne? Odpovede z prieskumu vo veľkých firmách eurozóny (číslo 8/2015) a Globálna produkcia z európskej perspektívy: poznatky z prieskumu veľkých firiem v eurozóne (číslo 6/2016).

Medzi potenciálnymi prioritami reforiem na zlepšenie celkového podnikateľského prostredia (graf D) viac ako 90 % spoločností uviedlo aj snahu znížiť administratívnu záťaž. Takmer 60 % z nich uviedlo, že ďalšia práca v tejto oblasti je veľmi významná²⁹. Účastníci prieskumu sa domnievali, že tieto reformy by mohli pomôcť znížiť administratívne náklady dodávateľov, uvoľniť zdroje určené na postupy dodržiavania predpisov a urýchliť otváranie nových obchodov.³⁰ Za dôležité boli považované aj obmedzenia sietí, pričom približne 80 % spoločností zdôrazňovalo potrebu ďalej zlepšovať dopravnú infraštruktúru³¹ a 60 % nedostatočnú hospodársku súťaž v sieťových odvetviach.

Graf D

Potreba reforiem podnikateľského prostredia v eurozóne

(v % respondentov; odpovede v poradí podľa celkového hodnotenia)



Zdroj: Prieskum štrukturálnych reforiem ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Na základe odpovedí na otázku: Ako hodnotíte potrebu štrukturálnych reforiem podnikateľského prostredia v eurozóne na úrovni krajín vo vašom sektore? Záporné percentuálne hodnoty vyjadrujú respondentov, ktorí uviedli dané položky ako bezvýznamné.

Zdôrazňovala sa aj potreba reforiem v oblasti dobudovania jednotného trhu (graf E). Približne 80 % respondentov sa vyjadrilo, že ďalšie reformy sú potrebné na vyriešenie zložitosti a rôznorodosti licenčných predpisov v krajinách eurozóny, a 75 % uviedlo, že sú potrebné ďalšie reformy na obmedzenie administratívnych postupov, ktoré bránia spoločnostiam pôsobiť v iných krajinách eurozóny. Spoločnosti uvádzali, že aj v súčasnosti je značne zložitá podnikáť v rámci jednotného trhu cez hranice.

²⁹ Vyššie sa umiestnili len reformy zamerané na skvalitnenie systémov vzdelávania a odbornej prípravy.

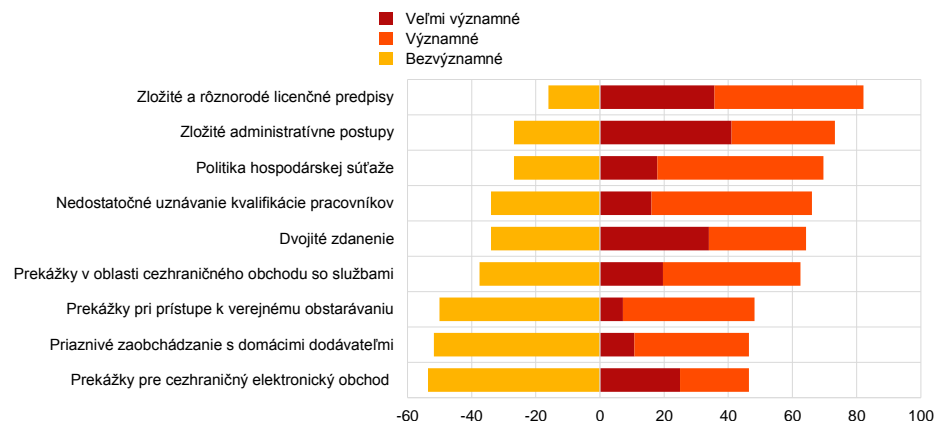
³⁰ Jeden respondent uviedol, že podľa jeho názoru sa administratívna záťaž od roku 2008 zvýšila, aj keď to bol jednoznačne menšinový názor. Iní namietali, že neprimeraná regulácia a požiadavky na vykazovanie môžu byť vo vzťahu k dodržiavaniu predpisov alebo k výkonu dohľadu príslušnými orgánmi prekážkou.

³¹ Spoločnosti uvádzali, že zlepšenie dopravnej infraštruktúry by pomohlo znížiť náklady dodávateľského reťazca, podporilo by investície a zamestnanosť a viedlo by k zvýšeniu objemu obchodu.

Graf E

Potreba reforiem v oblasti dobudovania jednotného trhu

(v % respondentov; odpovede v poradí podľa celkového hodnotenia)



Zdroj: Prieskum štrukturálnych reforiem ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Na základe odpovedí na otázku: Ktorá z týchto potrebných reforiem v oblasti jednotného európskeho trhu spôsobuje podľa vás vo vašom sektore ťažkosť pri cezhraničnom podnikaní v eurozóne? Záporné percentuálne hodnoty vyjadrujú respondentov, ktorí uviedli dané položky ako bezvýznamné.

Zdôrazňovala sa aj nedostatočná harmonizácia daňových politík. Niekoľko spoločností uviedlo potrebu harmonizovať vo všetkých krajinách EÚ daňové politiky pokiaľ ide o dane z príjmov právnických osôb, miestne dane a odvody na sociálne poistenie. Navrhnutý bol aj jednotnejší „európsky prístup“ k transferovému oceňovaniu, ktorý by akceptovali všetky európske daňové orgány.

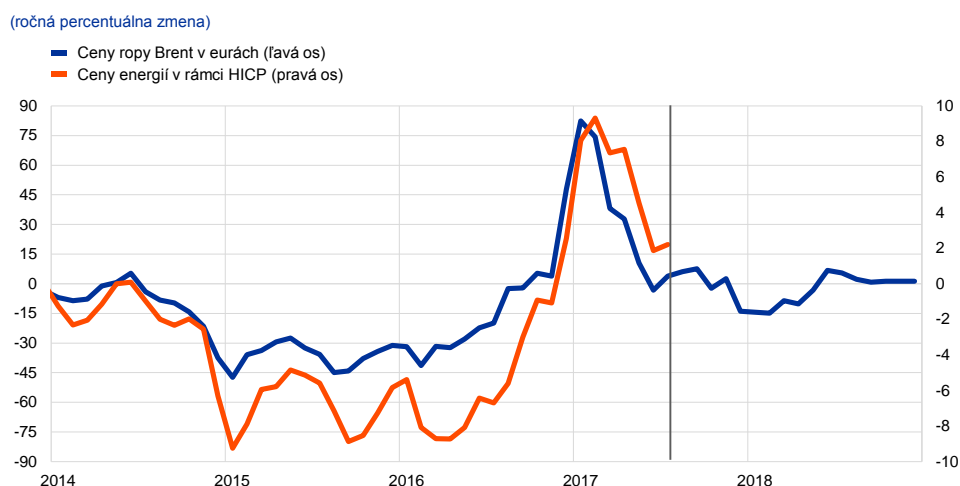
Výsledky prieskumu štrukturálnych reforiem ECB z roku 2017 ilustrujú značnú zhodu na potrebe ďalších reforiem vnútroštátnych trhov práce, upozorňujú na niektoré dôležité oblasti, v ktorých sa môžu uskutočniť doplnkové reformy zamerané na zlepšenie vnútroštátneho podnikateľského prostredia, a tiež ukazujú, kde podniky stále vidia potrebu vynaložiť väčšie úsilie na podporu harmonizácie v rámci celej EÚ. Z politického hľadiska výsledky tohto prieskumu, vrátane zistení o hlavných prekážkach pri zavádzaní reforiem, podčiarkujú potrebu ďalšej vnútroštátnej a nadnárodnej koordinácie reformných procesov a dohľadu nad nimi. Keďže štrukturálne reformy majú významný potenciál pre podporu rastu ekonomiky eurozóny, je zrejme potrebné zaručiť ďalším reformám väčšiu pozornosť.

Úloha základných efektov pri očakávanom vývoji inflácie HICP

V nasledujúcich štvrtrokoch sa očakáva významný vplyv základných efektov na vývoj celkovej inflácie HICP. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2017 by vývojová krivka celkovej inflácie v nasledujúcich štvrtrokoch mala mať tvar písmena V, pričom najnižšiu hodnotu 0,9 % by mala dosiahnuť v prvom štvrtroku 2018.³² Tento vývoj do veľkej miery odráža vplyv základných efektov na ročné miery zmeny cien energií a nespracovaných potravín, ktoré vykazujú spomedzi zložiek inflácie HICP najvyššiu mieru volatility.

Výrazný výkyv v ročnej miere zmeny cien ropy sa prejaví v inflácii cien energií o rok, za predpokladu terajšieho vývoja cien ropných futures. Po náraste v období od začiatku roka 2016 do februára 2017 sa ceny ropy až do júna 2017 znižovali. Zodpovedajúce výrazné zvýšenie ročnej miery zmeny cien ropy, ako aj jej následný prudký pokles, sa prejavili aj vo vývoji cien energií HICP (graf A). Za predpokladu, že ceny ropy budú v najbližšom období zaznamenávať stabilný a mierne rastúci trend, ktorý naznačujú ceny ropných futures, môžeme predpokladať, že vývoj ročnej inflácie cien ropy a energií bude predovšetkým odzrkadľovať výkyvy cien ropy z minulosti. Medziročné tempo rastu cien ropy (a tým aj cien energií) preto budú ovplyvňovať základné efekty, teda atypické medzičasové zmeny indexu pred 12 mesiacmi.

Graf A
Ceny ropy a energií



Zdroj: Bloomberg a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá čiara oddeľuje ročné miery zmeny cien ropy počítané zo spotových cien od mier počítaných z cien futures platných k 14. augustu 2017, poslednému dňu pre odhady v rámci makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2017.

Inflácia cien nespracovaných potravín tiež zaznamenala v prvých mesiacoch 2017 výrazný dočasný nárast. Dôvodom boli nepriaznivé poveternostné

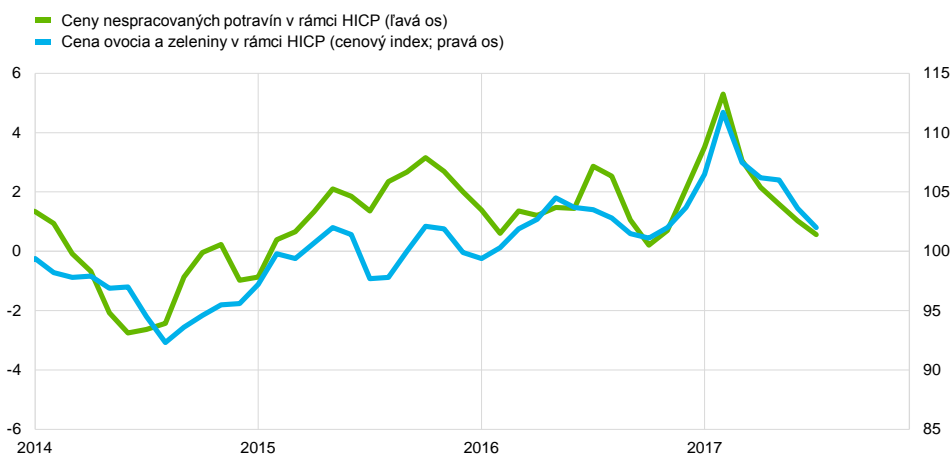
³² Viac v článku s názvom Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – september 2017 zverejnenom na internetovej stránke ECB 7. septembra 2017.

podmienky na prelome rokov a následný tlak na rast cien ovocia a zeleniny, ktoré predstavujú približne 40 % zložky nespracovaných potravín (graf B). V dôsledku prudkého rastu týchto cien sa záporné bazické efekty prejavia aj na inflácii cien nespracovaných potravín, a to najmä vo februári 2018.

Graf B

Inflácia cien nespracovaných potravín

(ročná percentuálna zmena, index: 2015 = 100)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

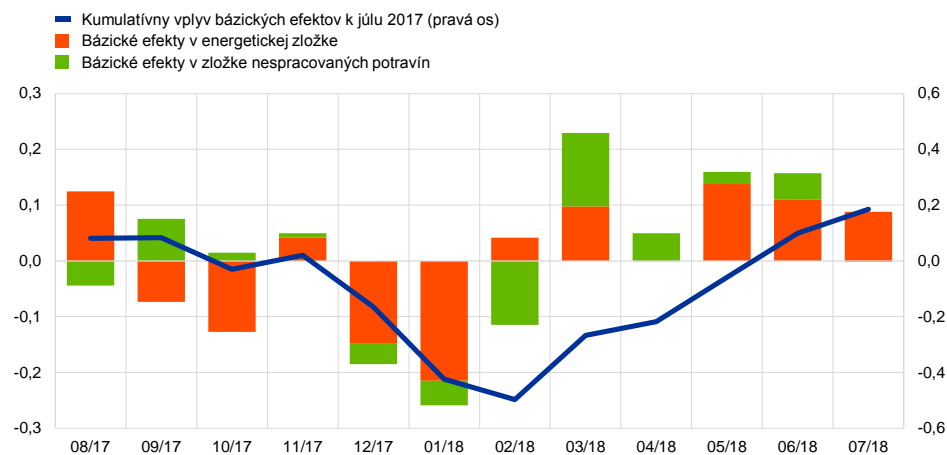
Kombinovaný vplyv bazických efektov energetickej zložky HICP a zložky nespracovaných potravín spôsobí v prvom štvrtroku 2018 pokles celkovej inflácie, no neskôr by sa mal podpísať pod jej rast. Kvantifikáciu bazických efektov sprevádza určitá miera neistoty, keďže neexistuje žiadny spôsob výpočtu vplyvu atypickej medzimesačnej zmeny. V analýzach publikovaných v minulých vydaniach bulletinu ECB sa tento vplyv počítal ako rozdiel skutočnej medzimesačnej zmeny a typického vývoja (odhadovaný sezónny vplyv a tzv. trend, kvantifikovaný ako priemerná medzimesačná zmena od polovice 90. rokov 20. storočia).³³ Graf C zobrazuje odhadovaný príspevok bazických efektov cien energií a nespracovaných potravín k medzimesačnej zmene ročnej inflácie HICP v závere roka 2017 a v prvom polroku 2018. Očakáva sa, že v energetickej zložke budú bazické efekty až do januára 2018 záporné a následne sa zmenia na pozitívne, zatiaľ čo v zložke nespracovaných potravín bude vplyv bazických efektov negatívny od decembra 2017 do februára 2018 a následne od marca 2018 pozitívny. Kumulatívny vplyv bazických efektov na celkovú infláciu HICP sa vždy vyjadruje vo vzťahu ku konkrétnemu referenčnému mesiacu. Napríklad vo vzťahu k ročnej miere celkovej inflácie za júl 2017 dosiahne kumulatívny záporný vplyv bazických efektov na celkovú infláciu HICP vo februári 2018 pol percentuálneho bodu. Vzhľadom na pozitívne bazické efekty v nasledujúcich mesiacoch sa však kumulatívny vplyv na celkovú infláciu HICP zmení na pozitívny a v júli 2018 dosiahne zhruba 0,2 percentuálneho bodu (graf C).

³³ Viac v článku s názvom Base effects from the volatile components of the HICP and their impact on HICP inflation in 2014, *Monthly Bulletin*, ECB, február 2014.

Graf C

Príspevok bázických efektov cien energií a nespracovaných potravín k inflácii HICP

(príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Výpočty ECB.

Okrem bázických efektov môžu mať na budúci vývoj ročnej miery inflácie HICP významný vplyv aj neočakávané výkyvy cien. Pri hodnotení vplyvu bázických efektov na možný budúci vývoj inflácie cien energií a nespracovaných potravín a tiež celkovej inflácie HICP si treba uvedomiť, že mieru inflácie budú v najbližšom období s určitou ovplyvňovať aj skutočné medzimesačné zmeny cien energií a nespracovaných potravín v príslušnom období.

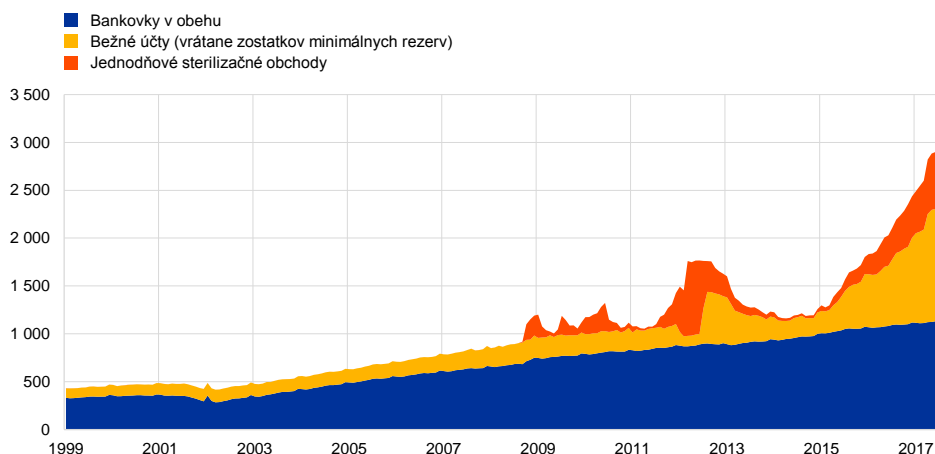
Menová báza, peňažná zásoba a program nákupu aktív

Výrazný rast menovej bázy vyvolaný programom nákupu aktív (asset purchase programme – APP) priťahuje rastúci záujem širokej verejnosti. Tento box sumarizuje najnovší vývoj v oblasti menovej bázy³⁴ a rozoberá jeho možný vplyv na peňažnú zásobu.³⁵

V predkrízovom období odrážal vývoj menovej bázy najmä zmeny v oblasti obeživa a povinných minimálnych rezerv v centrálnej banke (graf A). V čase štandardného fungovania medzibankových trhov poskytuje Eurosystem rezervy v eurách požadované bankovým systémom agregovane, pričom banky s týmito rezervami medzi sebou ďalej obchodujú a distribuujú ich tak v rámci celého systému. Eurosystem tak účinne uspokojuje agregátny dopyt bánk po rezervách, pričom úroveň prebytočných rezerv zostáva veľmi nízka. Vývoj menovej bázy v eurozóne bol preto v predkrízovom období iba odrazom zmien v oblasti obeživa a dopytu bankového systému po rezervách.

Graf A
Menová báza

(stav v mld. EUR)



Zdroj: ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z augusta 2017.

V období pred vypuknutím finančnej krízy zaznamenávali menová báza i peňažná zásoba podobný vývoj (graf B). Menová báza v eurozóne rástla

³⁴ Menovú bázu tvoria bankovky v obehu, vklady, ktoré sú úverové inštitúcie povinné držať na svojich bežných účtoch v Eurosysteme v rámci plnenia požiadavky na povinné minimálne rezervy (povinné rezervy v centrálnej banke) a vysoko likvidné vklady v držbe úverových inštitúcií na účtoch vedených v Eurosysteme nad rámec povinných minimálnych rezerv (prebytočné rezervy v centrálnej banke a vklady v rámci jednodňových sterilizačných operácií).

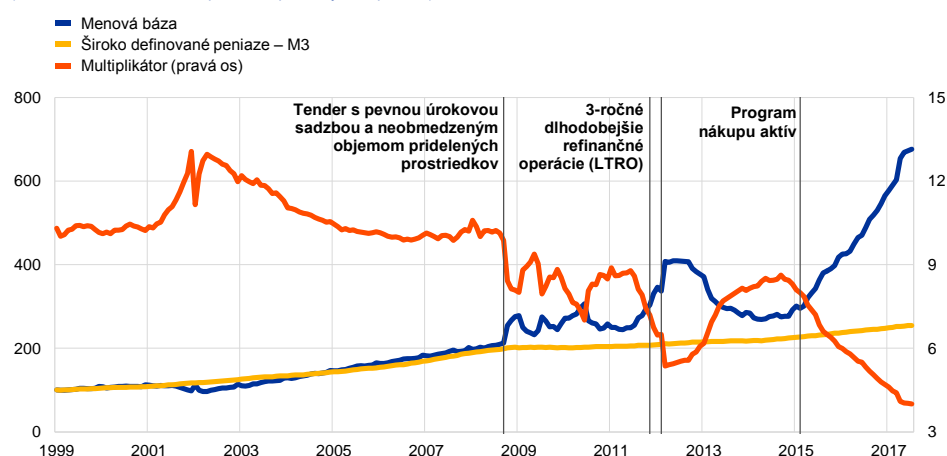
³⁵ Peňažná zásoba, označovaná tiež ako agregát M3, zahŕňa veľmi likvidné pasíva domácich peňažných finančných inštitúcií (PFI) držaných sektorom držby peňazí (t. j. nepeňažné finančné inštitúcie sídliače v eurozóne, okrem ústrednej štátnej správy): obeživo, vklady splatné na požiadanie, vklady so splatnosťou do dvoch rokov, vklady s výpovednou lehotou do troch mesiacov, podiely/akcie podielových fondov peňažného trhu a dlhové cenné papiere vydané PFI so splatnosťou do dvoch rokov. Relevantnosť peňažnej zásoby z pohľadu menovej analýzy vyplýva zo skutočnosti, že predstavuje celkový objem dostupných finančných prostriedkov v hospodárstve na nákup tovarov, služieb a nepeňažných aktív, a tiež na investičné výdavky.

podobne ako peňažná zásoba, keďže poskytovanie centrálnobankových rezerv sa v danom období riadilo dopytom, tzn. na základe vývoja v oblasti obeživa a požiadaviek na povinné minimálne rezervy, ktoré zasa záviseli od zmien krátkodobých bankových pasív (vkladov a dlhových cenných papierov so zostatkovou splatnosťou do dvoch rokov). Peňažný multiplikátor (podiel peňažnej zásoby na menovej báze) bol preto relatívne stabilný.

Graf B

Menová báza a peňažný multiplikátor

(ľavá os: index 1999 = 100; pravá os: peňažný multiplikátor)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Peňažný multiplikátor predstavuje podiel peňažnej zásoby na menovej báze. Posledné údaje sú z júla 2017.

Po nástupe finančnej krízy určovali vývoj menovej bázy v čoraz väčšej miere operácie menovej politiky Eurosystemu.

V súlade s reakciou centrálnych bánk všetkých významných ekonomík na finančnú krízu sa objem operácií menovej politiky vykonávaných Eurosystemom od začiatku roka 2007, no najmä po septembri 2008, výrazne zvýšil. Vzhľadom na nefunkčné peňažné trhy a nedostatok likvidity v bilanciách bánk Eurosystem využíval tendre s pevnou úrokovou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov na flexibilné poskytovanie centrálnobankových rezerv každej zmluvnej strane v objeme výrazne prevyšujúcom agregátny dopyt bankového systému. Okrem toho bol v roku 2009 zavedený aj prvý program priameho nákupu krytých dlhopisov (covered bond purchase programme – CBPP1). Následný rast nadbytočnej likvidity uloženej v centrálnych bankách sa odrazil aj vo výraznom rozširovaní menovej bázy (graf A). Objem operácií menovej politiky sa prudko zvýšil aj v druhej polovici roka 2011, a to predovšetkým v dôsledku dvoch dlhodobějších refinančných operácií (very long-term refinancing operation – VLTRO) so splatnosťou tri roky, realizovaných v decembri 2011 a vo februári 2012, a v menšej miere v súvislosti s priamymi nákupmi cenných papierov v rámci druhého programu nákupu krytých dlhopisov (CBPP2). V súvislosti s týmito operáciami sa opäť prudko zvýšili nadbytočné rezervy, a tým aj menová báza.

Po zavedení neštandardných opatrení prestala peňažná zásoba kopírovať vývoj menovej bázy.

Od roku 2008 sa menová báza a peňažná zásoba začali vyvíjať odlišne, keďže expanzia menovej bázy v dôsledku neštandardných opatrení sa nepretavila do podobného rastového trendu v oblasti držby peňazí mimo

bankového sektora. V súvislosti s významnou mierou finančnej fragmentovanosti, ekonomickej neistoty a nízkeho dopytu po úveroch nebolo žiadnym prekvapením, že nárast objemu povinných minimálnych rezerv bánk držaných v centrálnych bankách, väčšinou ako likviditnej poistky, sa nepremietol do vyššej ponuky úverov nefinančnému súkromnému sektoru a v konečnom dôsledku aj do vyššej peňažnej zásoby, a tieto v danom období zaznamenávali iba tlmený vývoj.³⁶ Nárast menovej bázy bol zároveň nevyhnutný, aby bolo možné predísť hromadným predajom (fire sales) a obmedzeniu ponuky úverov, čo by mohlo mať vážne dopady na reálnu ekonomiku. Vzhľadom na oslabený vzťah medzi menovou bázou a peňažnou zásobou mal peňažný multiplikátor od vypuknutia finančnej krízy až do konca roka 2012 klesajúci trend.

V roku 2013 sa dopyt bánk po centrálnobankovej likvidite znížil a menová báza sa vrátila na úroveň zodpovedajúce predkrízovému trendu. Zmenšujúca sa finančná fragmentovanosť a priaznivejšie podmienky financovania prevládajúce na finančných trhoch v eurozóne od polovice roka 2012 znížili motiváciu bánk udržiavať vysoký stav likvidity. Banky preto v roku 2013 využili ponuku ECB, aby pristúpili k dobrovoľnému predčasnému splateniu VLTRO, čo viedlo k posunu menovej bázy bližšie k úrovniam naznačovaným extrapoláciou predkrízového trendu. Zúženie menovej bázy a neklesajúca peňažná zásoba, ku ktorej prispela určitá miera oživenia v oblasti menových aktív, tak spôsobili nárast peňažného multiplikátora.

Rozšírený program nákupu aktív (asset purchase program – APP) odštartoval novú fázu rastu objemu menovej bázy spôsobenú faktormi na strane ponuky.

Ohlásenie APP znamenalo zmenu režimu, ktorý kontrastoval s predchádzajúcou praxou bánk požadovať centrálnobankovú likviditu, v čom im bývalo pružne vyhovované. V rámci APP Eurosystem poskytuje bankám centrálnobankové rezervy pri nákupoch aktív. Keďže banky sú s výnimkou ústrednej štátnej správy jedinými subjektmi, ktoré majú v centrálnych bankách vkladové účty, všetky nákupy sú bez ohľadu na koncového predajcu vyrovnávané práve cez ne. Nákupy realizované prostredníctvom programu APP preto spôsobili mechanický, priamy rast menovej bázy.

Program APP predstavoval dôležitý zdroj výrazného rastu peňažnej zásoby zaznamenávaného od roku 2015, pričom významnú úlohu mali nepriame vplyvy.³⁷ Priamy vplyv APP na peňažnú zásobu³⁸ pochádzal zo skutočnosti, že

³⁶ V konečnom dôsledku sú celkové zostatky peňažnej zásoby v ekonomike ovplyvnené mnohými ďalšími faktormi vrátane hospodárskej aktivity a objemu bankových úverov, preferencie bánk v otázke financovania svojej činnosti prostredníctvom retailových úverov alebo prostredníctvom emisie dlhových cenných papierov, a podielu skutočne predaných cenných papierov rezidentnými bankami, resp. nerezidentným sektorom. Rast objemu úverov poskytovaných bankami závisí aj od faktorov ovplyvňujúcich dopyt po úveroch a od ďalších faktorov súvisiacich s ponukou financovania. Medzi faktory na strane dopytu patrí akumulovaný dlh, náklady financovania a vyhladky budúcich ziskov. Faktory súvisiace s ponukou financovania zahŕňajú rizikovo upravenú návratnosť úverov, kapitálovú pozíciu banky, jej postoj voči riziku, náklady financovania a likviditné riziko.

³⁷ Pod nedávny rast peňažnej zásoby sa podpísali aj iné neštandardné opatrenia menovej politiky ECB, ako napríklad negatívne úrokové sadzby, ktoré prispeli k zníženiu oportunitných nákladov na držbu peňažných nástrojov na rekordne nízku úroveň, a ciele dlhodobejšie refinančné operácie (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO), ktoré predstavovali vhodnú náhradu za dlhodobé financovanie prostredníctvom trhu. Poskytnutím motivácie na zvýšenie objemu úverov podnikom a domácnostiam sa operácie TLTRO podpísali aj pod nedávny vývoj peňažnej zásoby.

v rámci programu nákupu aktív verejného sektora (najväčšieho programu nákupu aktív v rámci APP) boli doposiaľ hlavnými predajcami štátnych dlhopisov nerezidenti a banky, zatiaľ čo predaje zo strany domáceho sektora držby peňazí boli iba mierne. Veľká časť dosahu APP na peňažnú zásobu sa realizovala prostredníctvom nepriamych vplyvov. Nepriame vplyvy nastávajú pri preskupovaní portfólií, ktoré sa program snaží vyvolať. Banky okrem toho zvýšili objem úverov domácim podnikom a domácnostiam, z čoho plynul nárast vkladov držaných sektorom držby peňazí v eurozóne. Niektoré banky tiež využili dostupnú nadmernú likviditu na zníženie svojich nákladnejších pasív. Ďalšie nepriame vplyvy programu APP na peňažnú zásobu sa realizovali prostredníctvom rôznych kanálov, cez ktoré APP ovplyvňuje finančné trhy a hospodársku aktivitu. Výsledkom programu APP bolo všeobecné uvoľnenie podmienok financovania a priaznivé dopady na bohatstvo, čo významne prispelo k oživeniu poskytovania úverov a hospodárskeho rastu. Peňažný multiplikátor sa od zavedenia programu nákupu aktív znižoval, čím mechanicky odrážal skutočnosť, že vplyv programu APP na menovú bázu bol úmerne priaznivejší než na peňažnú zásobu. Zatiaľ čo vývoj menovej bázy priamo súvisí s nákupmi, peňažnú zásobu ovplyvňujú najmä spomínané komplexné nepriame vplyvy.

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

1 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)
							Spolu	bez potravín a energií					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	3,5	2,6	3,1	0,3	7,3	1,3	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,4	2,9	2,2	1,1	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,1	1,5	1,8	1,0	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2016 Q3	0,8	0,7	0,5	0,3	1,8	0,5	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
Q4	0,9	0,4	0,7	0,4	1,7	0,6	1,5	1,7	1,8	1,2	0,3	2,2	0,7
2017 Q1	0,9	0,3	0,2	0,4	1,3	0,5	2,4	1,8	2,5	2,1	0,3	1,4	1,8
Q2	.	0,8	0,3	1,0	1,7	0,6	2,1	1,8	1,9	2,7	0,4	1,4	1,5
2017 Mar.	-	-	-	-	-	-	2,3	1,8	2,4	2,3	0,2	0,9	1,5
Apr.	-	-	-	-	-	-	2,4	1,9	2,2	2,7	0,4	1,2	1,9
Máj	-	-	-	-	-	-	2,1	1,8	1,9	2,9	0,4	1,5	1,4
Jún	-	-	-	-	-	-	1,9	1,8	1,6	2,6	0,4	1,5	1,3
Júl	-	-	-	-	-	-	2,0	1,8	1,7	2,6	0,4	1,4	1,3
Aug. ⁴⁾	-	-	-	-	-	-	1,5

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	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,3	54,1	51,5	2,7	3,8	2,0
2015	53,2	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,3	0,9	3,7	-0,9
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	51,9	50,2	0,9	1,2	0,7
2016 Q3	51,4	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,8	51,3	50,1	0,9	1,1	0,8
Q4	53,2	54,6	55,5	52,0	53,1	53,8	53,4	53,2	50,5	1,7	-1,3	3,9
2017 Q1	53,3	54,3	54,6	52,5	52,3	55,6	53,4	53,3	51,8	2,0	1,3	2,4
Q2	53,1	53,6	54,8	53,0	51,3	56,6	52,5	53,3	51,5	0,0	1,6	-1,1
2017 Mar.	53,2	53,0	54,9	52,9	52,1	56,4	53,5	53,1	51,6	2,0	1,3	2,4
Apr.	53,0	53,2	56,1	52,6	51,2	56,8	52,7	53,1	51,6	-0,1	0,3	-0,4
Máj	53,1	53,6	54,3	53,4	51,5	56,8	52,6	53,3	51,4	0,3	1,4	-0,4
Jún	53,1	53,9	53,8	52,9	51,1	56,3	52,1	53,4	51,7	0,0	1,6	-1,1
Júl	53,1	54,6	54,1	51,8	51,9	55,7	52,5	53,3	51,6	.	.	.
Aug.	.	56,0	54,0	51,9	52,4	55,7	52,6	.	52,3	.	.	.

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 trojmesačnými obdobiami. Všetky údaje sú sezónne očistené.

2) Bez eurozóny.

2 Finančný vývoj

2.1 Úrokové miery peňažného trhu

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

	Eurozóna ¹⁾					Spojené štáty	Japonsko
	Jednodňové vklady (EONIA)	1-mesačné vklady (EURIBOR)	3-mesačné vklady (EURIBOR)	6-mesačné vklady (EURIBOR)	12-mesačné vklady (EURIBOR)	3-mesačné vklady (LIBOR)	3-mesačné vklady (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
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
2017 Feb.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,04	-0,01
Mar.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,13	0,00
Apr.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,25	-0,12	1,16	0,02
Máj	-0,36	-0,37	-0,33	-0,25	-0,13	1,19	-0,01
Jún	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,15	1,26	-0,01
Júl	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,15	1,31	-0,01
Aug.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,16	1,31	-0,03

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
2017 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
Mar.	-0,75	-0,74	-0,73	-0,36	0,38	1,12	1,36	1,01	-0,75	-0,64	0,47	1,52
Apr.	-0,78	-0,77	-0,73	-0,35	0,38	1,15	1,21	1,03	-0,75	-0,61	0,48	1,50
Máj	-0,73	-0,74	-0,74	-0,39	0,36	1,10	1,05	0,88	-0,76	-0,67	0,43	1,54
Jún	-0,69	-0,65	-0,59	-0,17	0,54	1,19	1,07	0,93	-0,60	-0,41	0,65	1,63
Júl	-0,71	-0,71	-0,67	-0,21	0,58	1,29	1,07	0,93	-0,70	-0,51	0,72	1,75
Aug.	-0,78	-0,77	-0,73	-0,35	0,38	1,15	0,89	0,92	-0,75	-0,62	0,48	1,52

Zdroj: ECB.

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

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

2.3 Indexy akciového trhu

(hodnota indexu v bodoch; priemer za obdobie)

	Dow Jones EURO STOXX indices												Spojené štáty	Japonsko
	Benchmark		Hlavné sektory ekonomiky										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Široký index	50	Základný materiál	Služby zákazníkom	Spotrebný tovar	Ropa a plyn	Finančný sektor	Priemysel	Technológia	Sieťové odvetvia	Telekomunikácie	Zdravotníctvo	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
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
2017 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
Mar.	365,7	3 427,1	740,4	261,7	671,6	314,2	174,7	578,4	450,3	252,1	349,6	870,0	2 366,8	19 340,2
Apr.	373,9	3 491,8	753,7	271,1	683,6	319,4	178,0	598,4	459,3	260,7	349,8	893,3	2 359,3	18 736,4
Máj	387,1	3 601,9	765,9	281,9	707,5	318,8	186,4	616,2	477,1	272,5	363,8	935,1	2 395,3	19 726,8
Jún	383,6	3 547,8	767,8	283,0	698,8	299,9	182,4	617,2	475,2	283,6	355,4	927,3	2 434,0	20 045,6
Júl	377,8	3 483,9	745,3	270,9	685,3	289,5	187,7	606,5	465,2	273,5	339,7	891,3	2 454,1	20 044,9
Aug.	375,1	3 451,3	727,5	266,5	681,4	288,8	187,3	596,2	467,4	284,4	340,3	861,1	2 456,2	19 670,2

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 prečerpávanie	Poskytnuté úvery z kreditných kariet	Spotrebiteľské úvery			Úvery podnikom s jedným vlastníkom a partnerstvám nezapísaným v obchodnom registri	Úvery na bývanie podľa začiatočného obdobia fixácie sadzby				RPMP ³⁾	Kompozitívny indikátor nákladov na požíčkovanie
	splátané na požiadanie	splátané na požiadanie do 3 mesiacov	s dohodnutou splatnosťou:				podľa začiatočného obdobia fixácie sadzby	RPMP ³⁾	podnikom s jedným vlastníkom a partnerstvám nezapísaným v obchodnom registri		podľa začiatočného obdobia fixácie sadzby					
			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 Aug.	0,08	0,51	0,52	0,83	6,48	16,78	5,43	6,01	6,37	2,40	1,86	1,95	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	0,75	6,42	16,78	5,16	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	6,39	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	6,33	16,68	4,78	5,48	5,87	2,31	1,77	1,90	1,80	1,75	2,24	1,78
2017 Jan.	0,07	0,48	0,42	0,75	6,34	16,62	5,05	5,87	6,24	2,27	1,76	1,88	1,80	1,76	2,28	1,81
Feb.	0,07	0,48	0,40	0,76	6,38	16,68	5,09	5,72	6,17	2,39	1,77	1,89	1,84	1,81	2,29	1,85
Mar.	0,06	0,48	0,40	0,74	6,39	16,69	4,99	5,62	6,08	2,39	1,74	1,88	1,85	1,82	2,25	1,85
Apr.	0,06	0,47	0,40	0,74	6,34	16,70	4,83	5,58	5,96	2,36	1,73	1,89	1,91	1,85	2,26	1,87
Máj	0,06	0,47	0,39	0,83	6,33	16,70	5,08	5,78	6,22	2,44	1,73	1,90	1,90	1,87	2,23	1,87
Jún	0,06	0,47	0,38	0,79	6,31	16,83	4,68	5,74	6,20	2,41	1,69	1,89	1,91	1,89	2,21	1,87
Júl ^(p)	0,05	0,46	0,38	0,76	6,28	16,81	4,95	5,84	6,28	2,36	1,75	1,91	1,90	1,90	2,21	1,88

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

2) Vrátane 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 prečerpávanie	Ostatné úvery podľa veľkosti a začiatočného obdobia fixácie sadzby									Kompozitívny indikátor nákladov na požíčkovanie
	splátané 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 Aug.	0,09	0,16	0,47	2,74	2,69	3,02	2,46	1,87	1,95	1,80	1,22	1,48	1,54	1,83
Sep.	0,09	0,12	0,47	2,73	2,65	2,96	2,42	1,83	1,86	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	1,84	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83
Nov.	0,07	0,12	0,42	2,65	2,60	2,91	2,38	1,82	1,82	1,68	1,29	1,43	1,52	1,82
Dec.	0,07	0,12	0,59	2,64	2,58	2,84	2,30	1,83	1,84	1,68	1,33	1,46	1,62	1,81
2017 Jan.	0,06	0,12	0,51	2,64	2,68	2,80	2,30	1,81	1,86	1,73	1,22	1,37	1,62	1,79
Feb.	0,06	0,10	0,53	2,64	2,58	2,78	2,35	1,77	1,76	1,71	1,18	1,31	1,53	1,76
Mar.	0,06	0,08	0,58	2,58	2,52	2,79	2,35	1,76	1,79	1,72	1,31	1,63	1,58	1,82
Apr.	0,06	0,10	0,40	2,56	2,55	2,69	2,35	1,79	1,78	1,70	1,34	1,50	1,64	1,81
Máj	0,05	0,10	0,43	2,52	2,49	2,77	2,37	1,76	1,73	1,71	1,20	1,47	1,63	1,76
Jún	0,05	0,06	0,43	2,51	2,46	2,68	2,34	1,74	1,71	1,67	1,26	1,43	1,55	1,76
Júl ^(p)	0,05	0,11	0,35	2,45	2,45	2,76	2,36	1,75	1,74	1,71	1,23	1,33	1,65	1,74

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

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

2 Finančný vývoj

2.6 Dlhové cenné papiere emitované rezidentmi eurozóny podľa sektora emitenta a začiatočnej splatnosti (v mld. EUR; transakcie počas mesiaca a stav na konci obdobia; nominálne hodnoty)

	Stav							Hrubé emisie ¹⁾						
	Spolu	PFI (vrátane Eurosystému)	Korporácie iné ako PFI		Verejná správa		Spolu	PFI (vrátane Eurosystému)	Korporácie iné ako PFI		Verejná správa			
			Finančné korporácie iné ako PFI	Nefinančné korporácie FVC	Ústredná štátna správa	Ostatná verejná správa			Finančné korporácie iné ako PFI	Nefinančné korporácie FVC	Ústredná štátna správa	Ostatná verejná správa		
													3	4
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Krátkodobé														
2014	1 322	544	132	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1 269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1 242	520	135	.	59	466	62	351	161	46	.	32	79	33
2017 Jan.	1 276	536	135	.	73	469	63	420	203	49	.	39	88	41
Feb.	1 303	550	141	.	79	466	66	348	168	49	.	31	72	29
Mar.	1 315	547	131	.	82	480	74	389	171	52	.	43	90	33
Apr.	1 302	525	136	.	91	479	72	357	155	47	.	43	75	36
Máj	1 301	522	138	.	93	481	68	358	173	43	.	37	84	21
Jún	1 284	508	140	.	80	484	72	341	145	50	.	33	81	33
Dlhodobé														
2014	15 143	4 055	3 165	.	995	6 285	643	220	65	43	.	16	85	10
2015	15 250	3 784	3 288	.	1 059	6 482	637	215	68	45	.	13	81	9
2016	15 281	3 641	3 217	.	1 140	6 643	641	210	59	48	.	17	78	8
2017 Jan.	15 340	3 645	3 227	.	1 142	6 688	638	317	103	82	.	15	108	9
Feb.	15 370	3 667	3 232	.	1 145	6 686	641	246	80	54	.	12	89	12
Mar.	15 404	3 648	3 221	.	1 155	6 735	644	298	65	103	.	24	97	9
Apr.	15 378	3 633	3 240	.	1 155	6 717	632	252	54	94	.	13	87	5
Máj	15 449	3 635	3 242	.	1 158	6 780	634	259	63	73	.	18	101	4
Jún	15 442	3 627	3 229	.	1 158	6 791	637	213	60	36	.	23	84	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 FVC	Ústredná štátna správa	Ostatná verejná správa					
											3	4	5	6	7	8	9	10	11
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Stav											
2014	16 464,5	4 598,5	3 296,2	.	1 053,6	6 823,2	693,0	5 958,1	591,3	782,2	4 584,6
2015	16 518,9	4 301,6	3 434,4	.	1 120,3	6 960,1	702,4	6 745,0	586,4	907,6	5 251,0
2016	16 523,6	4 160,2	3 352,2	.	1 199,2	7 108,5	703,4	7 029,3	538,8	1 020,0	5 470,5
2017 Jan.	16 616,6	4 181,7	3 362,4	.	1 214,7	7 156,9	700,9	7 015,4	542,5	1 018,4	5 454,5
Feb.	16 672,8	4 217,3	3 373,1	.	1 223,9	7 151,8	706,8	7 201,4	539,1	1 028,8	5 633,4
Mar.	16 718,9	4 195,5	3 352,3	.	1 237,6	7 216,0	717,4	7 509,3	610,0	1 058,8	5 840,5
Apr.	16 680,0	4 158,0	3 376,5	.	1 245,7	7 195,8	704,0	7 689,7	636,9	1 077,2	5 975,6
Máj	16 749,9	4 156,2	3 379,9	.	1 250,7	7 261,0	702,1	7 781,6	631,3	1 070,8	6 079,5
Jún	16 725,9	4 134,5	3 369,4	.	1 237,5	7 275,3	709,2	7 630,9	640,5	1 067,8	5 922,7
Miera rastu											
2014	-0,8	-8,1	0,1	.	5,0	3,1	1,1	1,6	7,2	2,0	0,7
2015	0,2	-7,0	5,5	.	4,5	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6
2016	0,2	-3,1	-1,8	.	7,2	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0	0,4
2017 Jan.	0,8	-2,1	-0,6	.	9,1	2,2	-0,2	0,6	1,5	1,1	0,4
Feb.	1,3	-1,7	1,6	.	10,0	1,6	0,8	0,7	4,1	1,3	0,3
Mar.	1,6	-1,4	2,6	.	9,7	1,7	0,8	0,8	5,8	0,9	0,3
Apr.	1,8	-2,0	3,8	.	8,7	2,2	0,2	0,8	5,8	1,1	0,3
Máj	1,9	-1,9	4,1	.	8,6	2,2	0,1	0,8	5,8	1,2	0,3
Jún	1,9	-2,1	5,6	.	8,5	1,7	0,4	0,7	4,8	1,2	0,3

Zdroj: ECB.

2 Finančný vývoj

2.8 Efektívne výmenné kurzy¹⁾

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

	EER-19						EER-38	
	Nominálny 1	Reálny CPI 2	Reálny PPI 3	Reálny deflátor HDP 4	Reálny ULCM ²⁾ 5	Reálny ULCT 6	Nominálny 7	Reálny CPI 8
2014	101,4	97,2	96,4	90,6	96,4	98,5	114,3	95,4
2015	91,7	87,6	88,6	82,3	80,9	88,0	105,7	87,0
2016	94,4	89,5	90,8	84,5	79,9	89,1	109,7	89,3
2016 Q3	94,8	90,0	91,3	84,9	79,9	89,3	110,0	89,5
Q4	94,5	89,6	90,5	84,3	79,7	88,9	109,4	88,9
2017 Q1	93,8	89,0	89,6	82,9	79,0	88,0	108,6	88,1
Q2	95,3	90,3	91,0	.	.	.	110,2	89,1
2017 Mar.	94,0	89,2	89,8	-	-	-	108,6	88,0
Apr.	93,7	89,0	89,6	-	-	-	108,3	87,7
Máj	95,6	90,5	91,4	-	-	-	110,5	89,3
Jún	96,3	91,3	91,9	-	-	-	111,5	90,1
Júl	97,6	92,4	93,0	-	-	-	113,4	91,6
Aug.	99,0	93,8	94,2	-	-	-	115,1	93,0
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu mesiacu</i>								
2017 Aug.	1,5	1,5	1,3	-	-	-	1,5	1,5
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu roku</i>								
2017 Aug.	4,4	4,2	3,1	-	-	-	4,6	3,8

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 1	Chorvátska kuna 2	Česká koruna 3	Dánska koruna 4	Maďarský forint 5	Japonský jen 6	Poľský zlotý 7	Libra šterlingov 8	Rumunský lei 9	Švédka koruna 10	Švajčiarsky frank 11	Americký dolár 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 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
2017 Q1	7,335	7,467	27,021	7,435	309,095	121,014	4,321	0,860	4,5217	9,506	1,069	1,065
Q2	7,560	7,430	26,535	7,438	309,764	122,584	4,215	0,861	4,5532	9,692	1,084	1,102
2017 Mar.	7,369	7,423	27,021	7,436	309,714	120,676	4,287	0,866	4,5476	9,528	1,071	1,068
Apr.	7,389	7,450	26,823	7,438	311,566	118,294	4,237	0,848	4,5291	9,594	1,073	1,072
Máj	7,613	7,432	26,572	7,440	309,768	124,093	4,200	0,856	4,5539	9,710	1,090	1,106
Jún	7,646	7,410	26,264	7,438	308,285	124,585	4,211	0,877	4,5721	9,754	1,087	1,123
Júl	7,796	7,412	26,079	7,437	306,715	129,482	4,236	0,886	4,5689	9,589	1,106	1,151
Aug.	7,876	7,405	26,101	7,438	304,366	129,703	4,267	0,911	4,5789	9,548	1,140	1,181
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu mesiacu</i>												
2017 Aug.	1,0	-0,1	0,1	0,0	-0,8	0,2	0,7	2,8	0,2	-0,4	3,1	2,6
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu roku</i>												
2017 Aug.	5,7	-1,1	-3,4	0,0	-1,9	14,3	-0,8	6,5	2,7	0,6	4,7	5,3

Zdroj: ECB.

2 Finančný vývoj

2.10 Platobná bilancia eurozóny, finančný účet

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

	Spolu ¹⁾			Priame investície		Portfóliové investície		Čisté finančné deriváty	Ostatné investície		Rezervné aktíva	Informatívna položka: hrubý zahraničný dlh
	Aktíva	Pasíva	Saldo	Aktíva	Pasíva	Aktíva	Pasíva		Aktíva	Pasíva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Stav (medzinárodná investičná pozícia)</i>												
2016 Q2	22 882,6	23 691,0	-808,5	9 940,6	8 276,0	7 430,2	9 989,1	-65,1	4 855,0	5 425,9	721,8	13 618,7
Q3	23 116,4	23 859,3	-743,0	9 911,5	8 142,6	7 690,0	10 166,4	-62,1	4 849,9	5 550,4	727,0	13 617,3
Q4	23 598,0	24 253,6	-655,5	10 246,5	8 382,5	7 883,9	10 324,0	-53,8	4 813,8	5 547,1	707,7	13 616,0
2017 Q1	24 733,9	25 094,7	-360,8	10 613,8	8 559,8	8 223,2	10 601,2	-51,3	5 221,6	5 933,7	726,6	13 959,6
<i>Stav v % HDP</i>												
2017 Q1	228,6	231,9	-3,3	98,1	79,1	76,0	98,0	-0,5	48,3	54,8	6,7	129,0
<i>Transakcie</i>												
2016 Q3	218,8	87,7	131,0	55,8	-79,4	127,5	14,8	23,9	3,8	152,4	7,7	-
Q4	95,4	11,7	83,7	120,1	102,9	14,6	-78,2	15,2	-59,1	-13,0	4,6	-
2017 Q1	566,7	513,6	53,1	147,2	110,5	167,7	91,2	15,5	238,8	311,9	-2,5	-
Q2	184,8	66,8	118,0	11,2	27,6	196,5	122,8	-4,4	-16,8	-83,6	-1,7	-
2017 Jan.	350,2	362,6	-12,5	52,5	64,8	43,0	31,4	2,2	257,6	266,4	-5,1	-
Feb.	219,7	197,7	22,0	85,4	53,0	82,5	26,9	8,1	41,7	117,8	2,0	-
Mar.	-3,2	-46,7	43,5	9,3	-7,3	42,2	32,9	5,2	-60,5	-72,3	0,6	-
Apr.	150,2	135,3	14,9	28,0	7,7	44,0	-5,8	1,0	81,7	133,3	-4,5	-
Máj	97,8	89,3	8,5	22,9	15,2	79,1	94,5	3,1	-8,7	-20,4	1,4	-
Jún	-63,1	-157,7	94,6	-39,7	4,7	73,4	34,0	-8,5	-89,8	-196,5	1,4	-
<i>12-mesačné kumulované transakcie</i>												
2017 Jún	1 065,7	679,8	385,9	334,3	161,6	506,3	150,5	50,2	166,8	367,8	8,1	-
<i>12-mesačné kumulované transakcie v % HDP</i>												
2017 Jún	9,8	6,3	3,6	3,1	1,5	4,7	1,4	0,5	1,5	3,4	0,1	-

Zdroj: ECB.

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

3 Hospodárska aktivita

3.1 HDP z hľadiska použitia

(štvrtročné sezónne očistené údaje; neočistené ročné údaje)

	HDP											
	Spolu	Domáci dopyt							Zahranická bilancia ¹⁾			
		Spolu	Súkromná spotreba	Spotreba verejnej správy	Tvorbou 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	10 153,7	9 781,8	5 633,1	2 128,2	1 993,7	1 003,8	600,7	384,2	26,7	371,9	4 539,6	4 167,8
2015	10 498,2	10 009,4	5 745,1	2 167,6	2 070,3	1 016,3	635,9	413,0	26,4	488,8	4 856,5	4 367,7
2016	10 772,9	10 287,6	5 882,4	2 217,8	2 179,6	1 051,3	669,1	454,2	7,7	485,4	4 944,1	4 458,7
2016 Q3	2 695,7	2 577,0	1 471,7	555,6	546,7	262,8	167,1	115,6	2,9	118,8	1 235,7	1 117,0
Q4	2 722,1	2 609,4	1 487,3	558,8	556,1	267,1	169,8	118,0	7,2	112,6	1 266,9	1 154,3
2017 Q1	2 740,2	2 623,9	1 501,2	561,8	556,4	271,8	170,0	113,4	4,5	116,2	1 299,8	1 183,6
Q2	2 768,0	2 643,1	1 511,6	565,2	562,8	275,5	171,1	114,9	3,5	124,9	1 309,5	1 184,6
v % HDP												
2016	100,0	95,5	54,6	20,6	20,2	9,8	6,2	4,2	0,1	4,5	-	-
Reťazové indexy (ceny predchádzajúceho roka)												
<i>medzištvrtročná percentuálna zmena</i>												
2016 Q3	0,5	0,5	0,3	0,2	0,1	0,5	-0,3	-0,2	-	-	0,4	0,5
Q4	0,6	0,8	0,6	0,4	1,3	1,6	1,3	0,6	-	-	1,5	2,0
2017 Q1	0,5	0,1	0,4	0,2	-0,3	1,6	1,0	-6,2	-	-	1,3	0,4
Q2	0,6	0,5	0,5	0,5	0,9	0,8	0,9	1,1	-	-	1,1	0,9
<i>ročná percentuálna zmena</i>												
2014	1,3	1,3	0,8	0,7	1,7	-0,7	4,7	3,5	-	-	4,6	4,7
2015	2,0	1,9	1,7	1,3	3,1	0,7	5,1	6,4	-	-	6,6	6,8
2016	1,8	2,3	2,1	1,7	4,4	2,3	5,0	8,9	-	-	3,2	4,6
2016 Q3	1,7	2,3	1,9	1,6	4,6	2,5	4,8	9,4	-	-	3,0	4,3
Q4	1,9	2,4	2,0	1,6	4,4	2,4	2,6	12,1	-	-	3,6	4,7
2017 Q1	2,0	1,9	1,6	1,0	3,8	3,3	3,2	6,0	-	-	4,5	4,7
Q2	2,3	2,0	1,8	1,2	2,0	4,5	2,9	-4,8	-	-	4,4	3,9
<i>príspevky k medzištvrtročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch</i>												
2016 Q3	0,5	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	-	-
Q4	0,6	0,8	0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0	0,1	-0,2	-	-
2017 Q1	0,5	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,2	0,1	-0,3	-0,1	0,4	-	-
Q2	0,6	0,5	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	-	-
<i>príspevky k ročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch</i>												
2014	1,3	1,2	0,5	0,2	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,1	-	-
2015	2,0	1,9	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	-	-
2016	1,8	2,2	1,1	0,4	0,9	0,2	0,3	0,3	-0,1	-0,4	-	-
2016 Q3	1,7	2,2	1,0	0,3	0,9	0,2	0,3	0,4	-0,1	-0,4	-	-
Q4	1,9	2,3	1,1	0,3	0,9	0,2	0,2	0,5	0,0	-0,3	-	-
2017 Q1	2,0	1,8	0,9	0,2	0,8	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	-	-
Q2	2,3	1,9	1,0	0,3	0,4	0,4	0,2	-0,2	0,2	0,4	-	-

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

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

2) Vrátane akvizícií po odpočítaní poskytnutých cenností.

3 Hospodárska aktivita

3.2 Pridaná hodnota podľa odvetví ekonomickej činnosti (štvrtročné sezónne očistené údaje; neočistené ročné údaje)

	Hrubá pridaná hodnota (základné ceny)											Dane mínus dotácie produktov
	Spolu	Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov	Priemyselná výroba, energetika a sieťové odvetvia	Stavebníctvo	Obchod, doprava, ubytovacie a stravovacie služby	Informácie a komunikácia	Finančníctvo a poisťovníctvo	Nehnuteľnosti	Odborné, obchodné a podporné služby	Verejná správa, vzdelávanie, zdravotníctvo a sociálna práca	Umenie, zábava a ostatné služby	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bežné ceny (v mld. EUR)												
2014	9 119,2	150,0	1 781,2	462,2	1 718,4	417,5	459,4	1 049,8	981,1	1 777,5	322,1	1 034,5
2015	9 426,7	151,1	1 899,9	468,6	1 777,2	430,6	464,6	1 068,4	1 026,3	1 811,3	328,8	1 071,5
2016	9 665,1	149,7	1 935,5	488,3	1 829,4	448,1	453,1	1 095,3	1 070,5	1 858,2	337,0	1 107,9
2016 Q3	2 417,9	37,4	482,3	122,4	457,4	112,8	112,8	274,4	268,3	465,8	84,3	277,9
Q4	2 440,7	38,6	489,8	123,6	462,8	113,8	111,8	276,5	270,5	468,6	84,8	281,3
2017 Q1	2 457,6	39,1	489,8	125,7	467,7	114,1	112,1	278,6	274,9	470,6	85,1	282,6
Q2	2 482,7	39,4	496,9	127,6	473,7	115,1	112,1	280,8	278,3	473,0	85,7	285,3
<i>v % pridanej hodnoty</i>												
2016	100,0	1,5	20,0	5,1	18,9	4,6	4,7	11,3	11,1	19,2	3,5	-
Reťazové indexy (ceny predchádzajúceho roka)												
<i>medzištvrtročná percentuálna zmena</i>												
2016 Q3	0,5	-0,3	0,8	0,5	0,5	2,0	-0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,7
Q4	0,6	-0,4	1,2	0,4	0,8	0,8	-0,4	0,3	0,7	0,4	0,2	0,9
2017 Q1	0,6	1,6	-0,1	1,5	0,9	1,1	0,0	0,5	1,3	0,2	0,3	0,5
Q2	0,6	-0,9	1,1	1,0	0,7	1,0	0,1	0,3	0,8	0,2	0,3	0,8
<i>ročná percentuálna zmena</i>												
2014	1,4	1,4	2,7	-0,9	1,6	3,9	-1,4	0,4	2,7	0,5	0,1	1,2
2015	1,9	3,0	4,2	0,2	1,6	3,0	0,1	0,5	3,0	0,9	0,3	3,2
2016	1,7	-1,3	1,8	1,7	2,3	3,0	-0,1	0,9	2,9	1,2	1,0	2,8
2016 Q3	1,6	-1,5	1,4	2,2	2,2	3,5	0,1	0,9	2,7	1,3	1,0	2,8
Q4	1,9	-2,7	2,5	1,8	2,6	3,8	-0,8	1,1	2,8	1,5	1,1	2,2
2017 Q1	1,9	0,3	1,6	2,6	2,6	4,5	-1,0	1,3	3,4	1,2	1,0	2,5
Q2	2,2	-0,1	3,0	3,5	2,9	5,0	-0,6	1,2	2,9	1,1	1,0	2,9
<i>príspevky k medzištvrtročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch</i>												
2016 Q3	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
Q4	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2017 Q1	0,6	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
Q2	0,6	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
<i>príspevky k ročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch</i>												
2014	1,4	0,0	0,5	0,0	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,0	0,8	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,7	0,0	0,4	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016 Q3	1,6	0,0	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
Q4	1,9	0,0	0,5	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017 Q1	1,9	0,0	0,3	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
Q2	2,2	0,0	0,6	0,2	0,6	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	Nehnutelnosti	Odborné, obchodné a podporné služby	Verejná správa, vzdelávanie, zdravotníctvo a sociálna práca	Umenie, zábava a ostatné služby
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Počet zamestnaných osôb													
<i>v % z celkového počtu zamestnaných osôb</i>													
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,1	6,1	24,7	2,7	2,7	1,0	13,0	24,3	7,1
2015	100,0	85,3	14,7	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,2	7,1
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	5,9	24,9	2,7	2,6	1,0	13,5	24,2	7,1
<i>ročná percentuálna zmena</i>													
2014	0,5	0,6	0,0	0,0	-0,4	-1,6	0,7	0,5	-0,9	0,2	2,2	1,0	0,5
2015	1,0	1,2	-0,4	-1,2	0,2	0,0	1,1	1,3	-0,2	1,8	3,0	0,9	0,8
2016	1,4	1,6	-0,2	-0,6	0,6	0,1	1,9	2,3	0,1	1,6	2,9	1,2	0,9
2016 Q2	1,4	1,6	-0,2	-0,8	0,6	-0,2	2,0	2,0	0,1	1,0	2,8	1,3	1,0
Q3	1,3	1,6	0,0	-0,3	0,6	0,0	1,9	2,2	0,2	1,9	2,7	1,3	0,6
Q4	1,4	1,6	0,2	0,2	0,7	0,5	1,8	2,7	0,3	1,9	2,6	1,2	0,5
2017 Q1	1,5	1,7	0,2	0,9	0,7	1,3	1,7	2,6	-0,2	1,7	3,0	1,2	0,9
Počet odpracovaných hodín													
<i>v % z celkového počtu odpracovaných hodín</i>													
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	12,7	22,0	6,3
2015	100,0	80,6	19,4	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
2016	100,0	80,7	19,3	4,2	15,4	6,7	25,8	2,9	2,6	1,0	13,2	21,9	6,3
<i>ročná percentuálna zmena</i>													
2014	0,6	0,8	-0,5	-0,4	0,0	-1,3	0,3	0,5	-1,0	0,0	2,3	1,3	0,2
2015	1,1	1,4	-0,3	-0,3	0,6	0,7	0,8	2,4	0,0	2,3	3,1	0,9	0,8
2016	0,8	1,0	-0,1	-0,4	0,3	-0,5	1,5	1,1	-1,3	1,4	2,5	0,2	0,6
2016 Q2	1,0	1,1	0,7	-0,1	0,4	-0,5	1,9	1,1	-0,9	1,6	2,9	0,2	0,7
Q3	0,6	0,8	-0,3	-0,6	0,0	-0,7	1,6	0,6	-1,6	1,2	1,8	0,1	0,0
Q4	0,7	0,9	-0,2	-0,7	0,5	-0,7	1,5	1,4	-1,4	1,6	2,2	0,1	0,2
2017 Q1	1,0	1,2	0,1	-0,4	0,6	0,5	1,2	2,1	-0,9	1,7	2,6	0,4	0,9
Počet odpracovaných hodín na zamestnanú osobu													
<i>ročná percentuálna zmena</i>													
2014	0,0	0,2	-0,5	-0,4	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,3	-0,3
2015	0,1	0,2	0,1	0,9	0,4	0,7	-0,3	1,1	0,2	0,5	0,1	0,0	0,0
2016	-0,6	-0,6	0,1	0,2	-0,4	-0,6	-0,3	-1,1	-1,4	-0,2	-0,3	-1,0	-0,2
2016 Q2	-0,4	-0,6	0,9	0,7	-0,1	-0,3	-0,2	-0,8	-1,0	0,6	0,1	-1,1	-0,3
Q3	-0,7	-0,8	-0,3	-0,3	-0,6	-0,7	-0,3	-1,5	-1,8	-0,7	-0,8	-1,2	-0,6
Q4	-0,7	-0,6	-0,4	-0,9	-0,2	-1,3	-0,4	-1,3	-1,6	-0,4	-0,5	-1,1	-0,3
2017 Q1	-0,5	-0,5	-0,1	-1,3	-0,1	-0,7	-0,4	-0,5	-0,7	0,1	-0,3	-0,8	0,0

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				
			v miliónoch	v % z pracovnej sily		Dospelí		Mladí		Muži		Ženy		
						v miliónoch	v % z pracovnej sily	v miliónoch	v % z pracovnej sily	v miliónoch	v % z pracovnej sily	v miliónoch	v % z pracovnej sily	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
v % z úhrnu za r. 2016			100,0		81,8		18,2		52,2		47,8			
2014	160,334	4,6	18,637	11,6	6,1	15,216	10,4	3,421	23,7	9,933	11,5	8,704	11,8	1,4
2015	160,600	4,6	17,446	10,9	5,6	14,295	9,8	3,151	22,3	9,254	10,7	8,192	11,0	1,5
2016	161,882	4,3	16,228	10,0	5,0	13,279	9,0	2,950	20,9	8,474	9,7	7,755	10,4	1,7
2016 Q3	162,280	4,1	16,072	9,9	4,8	13,162	8,9	2,910	20,6	8,376	9,6	7,696	10,3	1,6
Q4	162,306	4,2	15,755	9,7	4,9	12,873	8,7	2,882	20,4	8,243	9,4	7,512	10,0	1,7
2017 Q1	161,634	4,3	15,380	9,5	4,8	12,632	8,5	2,748	19,6	7,970	9,1	7,410	9,9	1,9
Q2	.	.	14,896	9,2	.	12,213	8,2	2,682	19,2	7,705	8,8	7,190	9,6	1,9
2017 Feb.	-	-	15,350	9,5	-	12,620	8,5	2,729	19,5	7,944	9,1	7,406	9,9	-
Mar.	-	-	15,249	9,4	-	12,537	8,5	2,713	19,3	7,902	9,1	7,348	9,8	-
Apr.	-	-	14,985	9,2	-	12,293	8,3	2,692	19,2	7,741	8,9	7,244	9,7	-
Máj	-	-	14,915	9,2	-	12,221	8,2	2,694	19,3	7,714	8,8	7,201	9,6	-
Jún	-	-	14,787	9,1	-	12,126	8,2	2,661	19,0	7,661	8,8	7,126	9,5	-
Júl	-	-	14,860	9,1	-	12,190	8,2	2,670	19,1	7,681	8,8	7,179	9,6	-

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

1) Sezónne neočistené.

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

3.5 Krátkodobá podniková štatistika

	Priemyselná produkcia						Produkcia v stavebníctve	Indikátor nových priemyselných objednávok ECB	Maloobchodný predaj				Registrácie nových osobných automobilov
	Spolu (bez stavebníctva)		Hlavné priemyselné skupiny						Spolu	Potraviny nápoje, tabakové výrobky	Ostatné tovary bez potravín	Palivá	
	Priemyselná výroba	Medzispotreba	Kapitálový tovar	Spotrebný tovar	Energie								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
v % z úhrnu za r. 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
ročná percentuálna zmena													
2014	0,8	1,7	1,1	1,8	2,6	-5,3	2,0	3,1	1,5	0,7	2,4	0,0	3,8
2015	2,1	2,3	1,0	3,6	2,5	0,8	-0,9	3,6	2,6	1,7	3,2	2,3	8,8
2016	1,4	1,5	1,8	1,7	1,1	0,1	2,2	0,2	1,4	1,3	1,5	1,8	7,2
2016 Q3	1,0	1,3	1,7	0,8	1,3	-0,5	3,6	-0,2	0,9	1,3	0,5	2,5	6,4
Q4	2,3	1,8	2,4	1,7	1,2	5,4	2,3	3,3	2,3	1,7	3,0	1,4	4,1
2017 Q1	1,4	1,3	2,2	1,4	-0,6	2,0	1,8	5,7	2,1	1,4	2,9	1,4	4,8
Q2	2,5	2,7	3,6	2,4	1,7	1,6	3,3	6,7	2,8	2,7	3,2	1,3	6,0
2017 Feb.	1,4	1,2	2,1	1,6	-1,6	2,4	5,4	6,6	2,1	1,1	3,1	1,3	4,8
Mar.	2,2	3,2	3,8	3,6	2,1	-4,9	4,1	7,5	2,9	1,6	4,3	1,2	5,5
Apr.	1,2	1,5	3,1	0,3	0,8	-0,9	3,3	6,6	2,7	3,4	2,6	-0,1	4,3
Máj	3,9	4,3	3,9	5,4	3,1	1,0	2,7	7,3	2,6	2,1	3,5	-0,1	7,1
Jún	2,6	2,4	3,8	1,6	1,1	5,1	3,4	6,1	3,3	2,7	3,6	4,2	6,5
Júl	.	.	.	.	.	.	.	.	2,6	1,5	3,9	0,8	.
medzimesačná percentuálna zmena (s. o.)													
2017 Feb.	-0,2	0,5	1,2	1,1	-1,2	-5,7	5,5	2,2	0,6	0,2	0,9	-0,3	0,8
Mar.	0,4	0,8	0,7	0,9	1,9	-2,9	-0,9	1,0	0,3	0,2	0,6	0,6	-0,6
Apr.	0,4	0,0	0,2	-1,1	0,2	3,8	0,3	-1,2	0,0	1,2	-0,8	-0,6	0,2
Máj	1,2	1,3	0,5	2,2	1,2	0,2	-0,2	1,1	0,3	-0,6	0,8	1,2	3,0
Jún	-0,6	-0,9	-0,3	-1,9	-0,5	1,8	-0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,9	-1,9
Júl	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,3	-0,5	0,1	-0,9	.

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

3 Hospodárska aktivita

3.6 Prieskumy (sezónne očistené)

	Prieskum Európskej komisie medzi podnikateľmi a spotrebiteľmi (percentuálne saldo, ak nie je uvedené inak)								Prieskum nákupných manažérov (difúzne indexy)			
	Indikátor ekonomického sentimentu (dlhodobý priemer = 100)	Priemyselná výroba		Indikátor spotrebiteľskej dôvery	Indikátor dôvery v stavebníctve	Indikátor dôvery v maloobchode	Služby		Index nákupných manažérov (PMI) v priemyselnej výrobe	Output v priemysle	Obchodná aktivita v službách	Kompozitný output
		Indikátor dôvery v priemysle	Využitie kapacít (v %)				Indikátor dôvery v službách	Využitie kapacít (v %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-13	100,0	-6,1	80,7	-12,8	-13,6	-8,7	7,0	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2014	101,4	-3,8	80,5	-10,1	-26,6	-3,1	4,7	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,4	1,6	9,2	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 Q3	104,2	-2,9	82,0	-8,3	-16,0	0,3	10,3	89,3	52,1	53,7	52,6	52,9
Q4	106,9	-0,6	82,4	-6,5	-13,1	1,8	12,4	89,4	54,0	54,9	53,5	53,8
2017 Q1	108,0	1,1	82,6	-5,5	-11,0	2,0	13,2	89,4	55,6	56,9	55,1	55,6
Q2	110,0	3,3	82,9	-2,7	-5,0	3,2	13,4	89,8	57,0	58,3	56,0	56,6
2017 Mar.	108,0	1,3	-	-5,1	-9,9	1,8	12,8	-	56,2	57,5	56,0	56,4
Apr.	109,7	2,6	82,6	-3,6	-6,0	3,1	14,2	89,4	56,7	57,9	56,4	56,8
Máj	109,3	2,8	-	-3,3	-5,6	2,0	12,8	-	57,0	58,3	56,3	56,8
Jún	111,1	4,5	-	-1,3	-3,5	4,4	13,3	-	57,4	58,7	55,4	56,3
Júl	111,3	4,5	83,2	-1,7	-1,8	3,9	14,2	90,2	56,6	56,5	55,4	55,7
Aug.	111,9	5,1	-	-1,5	-3,3	1,6	14,9	-	57,4	58,3	54,7	55,7

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	
2014	12,7	94,6	0,9	1,8	1,4	2,7	1,0	32,8	4,9	131,1	2,7	7,3	1,5
2015	12,4	93,9	1,6	2,1	2,8	3,4	2,5	34,0	6,3	133,3	3,9	3,5	2,2
2016	12,2	93,5	1,9	1,9	4,7	4,4	4,5	33,5	7,7	132,9	3,2	4,7	1,5
2016 Q2	12,4	93,5	2,4	2,3	5,9	3,2	3,7	33,6	7,2	133,4	3,6	3,3	2,0
Q3	12,4	93,5	1,6	2,3	4,9	4,4	4,1	33,6	7,6	132,0	3,4	2,9	1,7
Q4	12,2	93,5	1,3	1,9	4,3	4,4	4,5	33,5	7,7	132,9	3,2	9,1	1,5
2017 Q1	12,2	93,1	1,7	2,0	9,4	4,8	4,8	33,5	7,2	132,7	3,7	12,0	2,0

Zdroj: ECB a Eurostat.

- Založené na kumulovaných súčtoch za štyri štvrtky v prípade úspor aj hrubého disponibilného príjmu (očistené od zmeny čistých majetkových účastí domácností v rezervách penzijných fondov).
- Finančné aktíva (po odpočítaní finančných pasív) a nefinančné aktíva. Nefinančné aktíva tvorí hlavne bohatstvo domácností (rezidenčné stavby a pozemky). Patria tam aj nefinančné aktíva podnikov nezapísaných v obchodnom registri a zaradených v rámci sektora domácností.
- Podiel zisku predstavuje čisté podnikateľské výnosy, čo je v zásade ekvivalent bežného zisku v podnikovom účtovníctve.
- Založené na stave úverov, dlhových cenných papierov, obchodných úverov a pasív penzijných schém.

3 Hospodárska aktivita

3.8 Platobná bilancia eurozóny, bežný a kapitálový účet

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

	Bežný účet											Kapitálový účet 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 Q3	907,1	812,1	95,0	526,6	433,6	197,6	177,9	155,8	133,3	27,2	67,5	6,6	5,5
Q4	940,1	864,1	76,0	545,1	456,5	199,6	205,0	167,2	138,5	28,2	64,0	9,6	10,0
2017 Q1	958,3	867,5	90,8	559,0	478,2	208,0	187,8	163,4	146,8	27,8	54,7	6,7	22,3
Q2	945,5	870,8	74,6	555,9	477,3	203,5	191,5	160,9	135,0	25,2	67,0	5,6	4,6
2017 Jan.	317,9	295,1	22,8	183,2	159,4	68,7	66,2	57,4	48,2	8,6	21,3	2,3	10,9
Feb.	319,2	284,9	34,3	187,2	159,1	69,9	61,7	53,2	50,4	8,9	13,7	2,4	5,3
Mar.	321,2	287,4	33,8	188,6	159,6	69,4	59,8	52,9	48,3	10,3	19,7	2,0	6,1
Apr.	312,4	289,4	23,0	182,0	157,5	68,1	61,0	54,0	44,0	8,2	26,9	1,6	2,0
Máj	321,2	290,7	30,5	188,8	162,2	67,3	64,6	56,0	44,7	9,1	19,2	1,6	1,3
Jún	311,9	290,7	21,2	185,0	157,6	68,0	65,9	50,9	46,3	7,9	20,9	2,4	1,3
<i>12-mesačné kumulované transakcie</i>													
2017 Jún	3 751,0	3 414,6	336,5	2 186,6	1 845,6	808,6	762,2	647,4	553,6	108,4	253,2	28,5	42,4
<i>12-mesačné kumulované transakcie v % HDP</i>													
2017 Jún	34,7	31,6	3,1	20,2	17,1	7,5	7,1	6,0	5,1	1,0	2,3	0,3	0,4

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	Spolu			Informatívna položka:			
			Medzispotreba	Kapitál	Spotreba		Medzispotreba	Kapitál	Spotreba	Priemyselná výroba	Ropa		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Hodnota (mld. EUR; ročná percentuálna zmena pre stĺpce 1 a 2)</i>													
2016 Q3	-0,2	-1,7	508,9	237,4	103,4	154,3	426,3	443,7	244,8	72,8	117,6	328,1	43,9
Q4	2,3	2,4	525,8	244,9	108,8	157,5	439,9	461,2	256,9	74,9	119,5	335,3	50,1
2017 Q1	10,9	13,8	539,7	256,9	108,9	160,8	449,4	485,0	279,1	77,3	119,8	343,6	59,9
Q2	5,2	9,4	544,6	.	.	.	454,1	484,5	.	.	.	349,4	.
2017 Jan.	12,8	17,7	177,6	84,9	35,1	53,3	146,3	162,5	93,2	26,4	39,9	114,7	20,7
Feb.	5,1	7,0	179,0	85,6	36,4	52,7	149,9	160,8	92,8	25,7	39,3	113,9	20,7
Mar.	14,6	16,8	183,1	86,5	37,5	54,8	153,2	161,6	93,1	25,3	40,7	115,0	18,5
Apr.	-1,6	4,2	179,9	85,4	36,2	53,6	149,6	161,1	91,5	25,6	40,0	116,0	17,7
Máj	13,6	17,9	184,1	86,6	38,0	55,1	154,5	165,1	93,5	26,1	42,0	119,3	17,5
Jún	3,9	6,2	180,6	.	.	.	150,0	158,3	.	.	.	114,1	.
<i>Objemové indexy (2000 = 100; ročná percentuálna zmena pre stĺpce 1 a 2)</i>													
2016 Q3	0,6	1,8	118,2	116,2	113,5	124,1	117,3	109,3	108,4	107,0	112,1	112,3	101,0
Q4	1,5	0,8	120,5	118,2	118,6	124,9	120,0	109,8	108,9	107,0	111,9	112,4	104,6
2017 Q1	6,4	3,3	121,1	121,0	117,8	124,2	120,4	110,3	111,4	107,2	109,8	112,3	110,0
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 Dec.	4,8	-0,1	122,3	119,2	125,7	124,2	122,6	108,8	107,5	105,3	111,4	111,0	102,9
2017 Jan.	9,0	6,9	119,9	119,9	114,2	124,4	118,1	110,5	111,4	109,9	108,2	112,2	112,4
Feb.	1,0	-3,3	120,6	121,1	117,8	122,5	120,8	109,8	111,0	106,6	108,5	111,9	113,3
Mar.	9,2	6,2	122,7	121,9	121,2	125,7	122,5	110,7	111,7	105,1	112,8	112,7	104,2
Apr.	-6,2	-4,8	120,9	120,8	117,1	123,6	119,9	110,9	110,7	106,3	111,0	113,9	101,3
Máj	8,7	9,6	123,5	122,5	122,8	126,6	123,5	114,7	114,6	110,5	116,3	117,6	104,5

Zdroj: ECB a Eurostat.

1) Rozdiely medzi údajmi platobnej bilancie tovarov ECB (tab. 3.8) a údajmi o obchode s tovarom Eurostatu (tab. 3.9) sú spôsobené hlavne rôznymi definíciami.

2) Skupiny produktov podľa klasifikácie v Broad Economic Categories.

4 Ceny a náklady

4.1 Harmonizovaný index spotrebiteľských cien¹⁾

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	Spolu					Spolu (s. o.; percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu obdobiu) 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
		Spolu bez nesprac. potravín a energií												
	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 Q3	100,3	0,3	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,1	1,1	0,0	0,3	0,4	0,3	0,3	
Q4	101,0	0,7	0,8	0,4	1,1	0,4	0,3	-0,1	0,1	2,4	0,3	0,8	0,3	
2017 Q1	101,0	1,8	0,8	2,3	1,1	0,6	0,3	1,9	0,1	3,3	0,3	2,0	0,5	
Q2	102,0	1,5	1,1	1,5	1,6	0,1	0,7	-1,2	0,1	-1,4	0,6	1,6	1,3	
2017 Mar.	101,7	1,5	0,7	2,0	1,0	-0,1	0,1	-1,6	0,1	-0,8	0,0	1,7	0,7	
Apr.	102,0	1,9	1,2	1,9	1,8	0,2	0,2	-0,5	0,0	0,3	0,5	2,0	1,3	
Máj	101,9	1,4	0,9	1,5	1,3	-0,1	0,4	-0,1	0,0	-1,2	-0,1	1,4	1,2	
Jún	102,0	1,3	1,1	1,0	1,6	0,0	0,2	-0,5	0,1	-0,9	0,3	1,3	1,3	
Júl	101,4	1,3	1,2	1,1	1,6	0,1	0,2	0,2	0,1	-0,7	0,2	1,3	1,1	
Aug. ³⁾	101,7	1,5	1,2	.	1,6	0,2	0,2	0,6	0,0	0,7	0,1	.	.	

	Tovary						Služby					
	Potraviny (vrát. alkoholických nápojov a tabaku)			Priemyselné tovary			Bývanie	Doprava	Pošta a telekomunikácie	Rekreácia a osobné služby	Rôzne	
	Spolu	Spracované potraviny	Nespracované potraviny	Spolu	Priemyselné tovary bez energií	Energie	Nájomné					
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
V % z úhrnu za r. 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 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
2017 Q1	2,0	0,9	4,0	2,4	0,3	8,2	1,3	1,2	1,7	-1,1	1,4	0,7
Q2	1,5	1,4	1,6	1,5	0,3	4,6	1,3	1,3	2,6	-1,4	2,3	0,8
2017 Mar.	1,8	1,0	3,1	2,1	0,3	7,4	1,3	1,2	1,9	-1,2	0,9	0,8
Apr.	1,5	1,1	2,2	2,2	0,3	7,6	1,3	1,3	3,3	-1,2	2,8	0,8
Máj	1,5	1,5	1,6	1,4	0,3	4,5	1,3	1,3	2,1	-1,4	1,8	0,8
Jún	1,4	1,6	1,0	0,8	0,4	1,9	1,3	1,3	2,4	-1,6	2,4	0,9
Júl	1,4	1,9	0,6	0,9	0,5	2,2	1,3	1,2	2,2	-1,8	2,5	0,8
Aug. ³⁾	1,4	2,0	0,6	.	0,5	4,0	.	.	.	.	.	.

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 ¹⁾										Stavebníctvo	Ceny nehnuteľností na bývanie ²⁾	Experimentálny indikátor cien komerčných nehnuteľností ²⁾
	Spolu (index: 2010 = 100)	Spolu		Priemysel okrem stavebníctva a energetiky						Energie			
		Priemyselná výroba	Spolu	Medzi-spotreba	Kapitálové tovary	Spotrebné tovary							
						Spolu	Potraviny, nápoje a tabakové výrobky	Iné ako potraviny					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
V % z úhrnu za r. 2010	100,0	100,0	78,1	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	-0,1	0,3	-4,3	0,3	0,3	1,0
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,2	0,2	1,6	2,9
2016	101,6	-2,3	-1,5	-0,5	-1,7	0,4	0,0	0,0	0,1	-6,9	0,4	3,2	5,2
2016 Q3	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	0,0	0,1	-5,9	0,4	3,3	7,1
Q4	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,3	0,1	0,4	1,1	3,7	5,1
2017 Q1	104,7	4,1	4,0	2,1	3,1	0,8	1,7	2,6	0,2	9,9	1,9	3,9	.
Q2	104,2	3,3	3,1	2,4	3,5	0,9	2,4	3,5	0,2	5,7	.	.	.
2017 Feb.	104,8	4,5	4,4	2,1	3,4	0,8	1,7	2,6	0,1	11,4	-	-	-
Mar.	104,5	3,9	4,0	2,5	3,9	0,9	2,0	3,0	0,2	8,1	-	-	-
Apr.	104,5	4,3	3,9	2,6	4,0	0,9	2,3	3,5	0,2	9,0	-	-	-
Máj	104,2	3,4	3,1	2,4	3,6	0,9	2,3	3,5	0,2	5,8	-	-	-
Jún	104,0	2,4	2,1	2,2	3,0	0,9	2,4	3,4	0,3	2,5	-	-	-
Júl	104,0	2,0	2,3	2,1	2,7	0,9	2,1	3,2	0,3	2,0	-	-	-

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

1) Len domáci obrat.

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

4.3 Ceny komodít a deflátoary hrubého domáceho produktu

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	Deflátoary HDP							Ceny ropy (EUR za barel)	Ceny neenergetických komodít (EUR)						
	Spolu (s. o.; index: 2010 = 100)	Spolu	Domáci dopyt				Vývoz 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	104,5	0,9	0,6	0,5	0,8	0,7	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,9	1,3	0,4	0,2	0,6	0,7	0,4	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,8	0,8	0,4	0,3	0,6	0,8	-1,4	-2,4	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2016 Q3	106,8	0,6	0,4	0,3	0,6	0,8	-1,5	-2,2	41,0	-0,5	-2,1	1,4	-5,8	-10,6	1,3
Q4	107,1	0,7	0,8	0,7	0,6	1,0	0,0	0,1	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5
2017 Q1	107,3	0,7	1,4	1,5	1,0	1,3	2,7	4,6	50,8	18,3	5,9	33,2	13,0	0,1	32,4
Q2	107,7	1,0	1,3	1,4	1,0	1,4	2,5	3,3	45,6	6,8	-2,7	18,2	6,7	-2,4	19,9
2017 Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	48,7	14,6	2,7	28,5	10,5	-2,2	29,3
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	49,6	11,4	1,2	23,2	9,9	-0,5	24,8
Máj	-	-	-	-	-	-	-	-	46,0	7,0	-2,1	17,7	6,9	-1,8	19,7
Jún	-	-	-	-	-	-	-	-	41,7	2,3	-7,1	13,7	3,2	-4,8	15,1
Júl	-	-	-	-	-	-	-	-	42,2	1,0	-6,0	8,9	2,0	-3,9	10,1
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,5	1,1	-8,7	12,1	1,2	-7,6	13,0

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

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

2) Vážené podľa dovozu: vážené podľa priemernej štruktúry dovozu v r. 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 manažerov (difúzne indexy)			
	Očakávania týkajúce sa predajných cien (na nasledujúce tri mesiace)				Trendy spotrebiteľských cien za predchádzajúcich 12 mesiacov	Ceny vstupov		Účtované ceny	
	Priemyselná výroba	Maloobchod	Služby	Stavebníctvo		Priemyselná výroba	Maloobchod	Služby	Stavebníctvo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-13	4,7	-	-	-2,0	34,7	57,7	56,7	-	49,9
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,4	15,1	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,8	1,3	2,7	-13,2	-0,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-0,4	1,7	4,4	-7,3	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2016 Q3	-0,2	1,0	4,5	-6,6	0,6	51,4	54,0	49,6	49,8
Q4	4,6	3,1	4,9	-5,4	2,4	58,6	54,9	51,6	50,5
2017 Q1	9,0	5,5	6,4	-3,7	12,9	67,8	56,7	55,0	51,4
Q2	7,8	4,2	5,9	1,8	12,3	62,5	55,9	54,6	51,5
2017 Mar.	9,6	5,1	6,1	-2,9	15,6	68,1	56,8	55,6	52,2
Apr.	8,2	5,5	6,7	2,3	13,5	67,1	56,5	55,4	51,7
Máj	8,2	3,6	5,1	-0,5	11,8	62,0	55,9	54,1	51,7
Jún	7,1	3,4	5,8	3,6	11,7	58,4	55,3	54,3	50,9
Júl	7,5	4,4	6,2	5,3	10,1	57,8	55,2	53,7	51,0
Aug.	8,3	4,0	6,3	0,0	9,9	59,4	55,6	54,3	51,3

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	102,6	1,2	1,3	1,2	1,3	1,2	1,7
2015	104,2	1,6	1,9	0,4	1,6	1,6	1,5
2016	105,7	1,4	1,4	1,4	1,3	1,6	1,4
2016 Q3	102,5	1,4	1,5	1,1	1,2	1,8	1,5
Q4	112,1	1,4	1,6	1,4	1,5	1,4	1,4
2017 Q1	100,4	1,5	1,4	1,5	1,3	1,7	1,6
Q2	.	.	.	.	.	.	1,4

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

1) Experimentálne údaje vychádzajú z neharmonizovaných zdrojov (podrobnejšie na https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.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		Podľa odvetví ekonomickej činnosti									
	Spolu (index: 2010 = 100)		Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov	Priemyselná výroba, energetika a sieťové odvetvia	Stavebníctvo	Obchod, doprava, ubytovacie a stravovacie služby	Informácie a komuni- kácia	Finančníctvo a poisťov- níctvo	Nehnuteľ- nosti	Odborné, obchodné a podporné služby	Verejná správa, vzdelávanie, zdravotníctvo a sociálna práca	Umenie, zábava a ostatné služby
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Jednotkové náklady práce												
2014	104,4	0,6	-1,2	-0,9	1,1	0,3	-1,1	2,4	1,7	1,1	1,6	1,5
2015	104,6	0,2	-3,3	-2,3	0,5	0,8	0,7	0,7	2,5	1,6	1,2	1,4
2016	105,5	0,8	1,6	0,0	-0,4	0,7	0,3	1,3	4,0	1,2	1,4	2,0
2016 Q2	105,3	0,7	1,0	-0,1	-0,8	1,4	0,8	1,2	3,6	0,2	1,2	1,4
Q3	105,6	0,8	1,9	0,4	-0,6	1,0	-0,6	1,5	4,2	0,4	1,4	1,8
Q4	105,9	0,9	3,7	-0,3	0,1	0,9	-0,2	2,3	4,7	0,6	1,3	1,7
2017 Q1	106,2	1,0	0,9	0,7	0,3	0,6	-0,6	2,1	3,7	1,5	1,5	1,8
Kompenzácie na zamestnanca												
2014	106,6	1,4	0,2	2,1	1,9	1,2	2,3	1,8	1,9	1,7	1,1	1,2
2015	107,9	1,2	0,8	1,6	0,7	1,3	2,4	1,0	1,2	1,5	1,2	0,9
2016	109,3	1,2	0,8	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	3,3	1,3	1,4	2,1
2016 Q2	109,0	1,0	1,1	0,9	0,9	1,5	1,0	1,0	3,5	0,7	1,1	1,5
Q3	109,5	1,2	0,6	1,2	1,6	1,3	0,7	1,4	3,1	0,4	1,4	2,2
Q4	110,0	1,4	0,7	1,5	1,4	1,7	0,9	1,2	3,8	0,7	1,6	2,3
2017 Q1	110,5	1,5	0,3	1,7	1,7	1,5	1,2	1,2	3,3	2,0	1,5	1,8
Produktivita práce na jednu zamestnanú osobu												
2014	102,1	0,8	1,4	3,0	0,8	1,0	3,4	-0,6	0,1	0,5	-0,4	-0,4
2015	103,2	1,0	4,3	4,0	0,2	0,5	1,7	0,3	-1,3	-0,1	0,0	-0,4
2016	103,6	0,4	-0,8	1,1	1,6	0,5	0,7	-0,2	-0,7	0,0	0,0	0,1
2016 Q2	103,5	0,3	0,1	1,0	1,8	0,1	0,3	-0,2	-0,1	0,5	-0,1	0,1
Q3	103,7	0,4	-1,3	0,8	2,2	0,3	1,3	-0,1	-1,0	0,0	0,1	0,4
Q4	103,9	0,6	-2,9	1,8	1,2	0,7	1,1	-1,1	-0,8	0,1	0,3	0,6
2017 Q1	104,1	0,5	-0,6	0,9	1,3	0,9	1,9	-0,9	-0,4	0,4	0,0	0,1
Kompenzácie na odpracovanú hodinu												
2014	108,5	1,3	1,1	1,6	1,4	1,4	2,2	1,8	1,7	1,2	0,8	1,2
2015	109,7	1,1	0,9	1,1	0,1	1,3	1,2	0,9	0,8	1,2	1,2	0,9
2016	111,7	1,9	0,0	1,4	2,1	1,6	2,3	2,9	3,7	1,7	2,4	3,0
2016 Q2	111,1	1,6	-0,1	1,0	1,7	1,8	2,1	2,6	3,5	1,1	2,2	2,7
Q3	111,8	2,0	0,4	1,8	2,7	1,6	2,3	3,5	4,4	1,3	2,4	3,5
Q4	112,6	2,1	1,0	1,7	2,5	2,1	2,4	3,1	4,3	1,1	2,5	3,3
2017 Q1	113,0	2,0	0,7	1,8	2,9	1,9	1,7	2,0	3,9	2,1	2,4	2,4
Hodinová produktivita práce												
2014	104,2	0,8	1,9	2,6	0,4	1,3	3,4	-0,5	0,4	0,4	-0,7	-0,1
2015	105,2	0,9	3,4	3,5	-0,6	0,8	0,7	0,0	-1,7	-0,1	0,0	-0,5
2016	106,2	1,0	-0,9	1,5	2,2	0,8	1,9	1,2	-0,5	0,3	1,1	0,4
2016 Q2	105,6	0,7	-0,6	1,1	2,1	0,3	1,1	0,8	-0,6	0,4	1,0	0,4
Q3	106,2	1,2	-1,0	1,4	2,9	0,6	2,9	1,7	-0,3	0,8	1,2	1,0
Q4	106,6	1,2	-2,0	2,0	2,5	1,1	2,4	0,6	-0,5	0,6	1,4	0,9
2017 Q1	106,8	1,0	0,7	1,0	2,1	1,3	2,4	-0,2	-0,5	0,8	0,8	0,1

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			
	M1			M2				M3-M2							
	Obeživo	Vklady splatné na požiadanie	3	M2-M1		6	7	Repo obchody	8	Akcie a podiely fondov peňažného trhu	9		Dlhové cenné papiere so splatnosťou do 2 rokov	10	11
				Vklady s dohodnutou splatnosťou do 2 rokov	Vklady s výpovednou lehotou do 3 mesiacov										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11					
Stav															
2014	969,5	4 970,5	5 939,9	1 581,7	2 147,6	3 729,4	9 669,3	121,5	430,3	109,2	661,0	10 330,3			
2015	1 036,5	5 566,3	6 602,8	1 439,2	2 159,8	3 599,1	10 201,8	74,6	485,5	75,4	635,5	10 837,3			
2016	1 073,1	6 117,1	7 190,2	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	523,7	95,8	689,9	11 376,2			
2016 Q3	1 066,6	5 946,7	7 013,3	1 393,3	2 172,6	3 565,8	10 579,2	80,5	504,0	92,3	676,8	11 255,9			
Q4	1 073,1	6 117,1	7 190,2	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	523,7	95,8	689,9	11 376,2			
2017 Q1	1 088,6	6 303,7	7 392,2	1 306,0	2 180,0	3 486,0	10 878,2	73,5	533,5	102,4	709,5	11 587,7			
Q2	1 095,0	6 435,6	7 530,5	1 259,1	2 195,1	3 454,2	10 984,8	68,3	515,1	80,5	663,9	11 648,7			
2017 Feb.	1 086,1	6 208,5	7 294,6	1 325,0	2 178,0	3 503,0	10 797,6	66,7	514,0	96,6	677,4	11 475,0			
Mar.	1 088,6	6 303,7	7 392,2	1 306,0	2 180,0	3 486,0	10 878,2	73,5	533,5	102,4	709,5	11 587,7			
Apr.	1 092,3	6 345,9	7 438,2	1 279,4	2 183,0	3 462,4	10 900,6	72,3	518,6	81,0	671,9	11 572,5			
Máj	1 092,4	6 379,6	7 472,0	1 263,9	2 190,4	3 454,4	10 926,4	72,5	518,4	81,8	672,8	11 599,2			
Jún	1 095,0	6 435,6	7 530,5	1 259,1	2 195,1	3 454,2	10 984,8	68,3	515,1	80,5	663,9	11 648,7			
Júl ^(p)	1 093,9	6 459,6	7 553,5	1 244,7	2 200,8	3 445,6	10 999,1	66,7	512,7	75,7	655,1	11 654,1			
Transakcie															
2014	59,0	374,9	433,9	-91,8	3,7	-88,1	345,8	3,6	11,9	13,0	28,5	374,3			
2015	65,9	562,6	628,5	-135,4	12,3	-123,0	505,5	-48,0	49,8	-26,6	-24,8	480,7			
2016	36,7	544,5	581,3	-109,2	15,9	-93,3	488,0	-4,3	38,1	16,4	50,2	538,2			
2016 Q3	12,0	127,9	139,9	-15,7	2,3	-13,5	126,5	-3,7	13,1	-3,2	6,3	132,7			
Q4	6,5	156,1	162,6	-66,7	3,2	-63,5	99,1	-10,4	19,7	4,2	13,5	112,6			
2017 Q1	15,5	189,1	204,5	-11,7	4,1	-7,6	197,0	3,1	9,9	6,0	19,1	216,0			
Q2	6,4	151,4	157,9	-37,2	14,7	-22,5	135,4	-4,7	-18,1	-20,1	-43,0	92,4			
2017 Feb.	4,3	50,0	54,3	-5,3	-0,2	-5,4	48,9	-8,5	-5,4	2,0	-11,9	37,0			
Mar.	2,4	97,4	99,8	-18,2	2,0	-16,2	83,6	6,9	19,5	6,1	32,4	116,1			
Apr.	3,7	46,8	50,5	-25,1	3,1	-22,0	28,5	-1,1	-14,9	-21,5	-37,5	-9,0			
Máj	0,1	44,9	45,0	-8,5	6,9	-1,5	43,5	0,5	-0,1	0,0	0,4	43,9			
Jún	2,6	59,8	62,4	-3,7	4,7	1,1	63,4	-4,1	-3,2	1,3	-5,9	57,5			
Júl ^(p)	-1,1	30,2	29,1	-12,3	2,5	-9,8	19,3	-1,4	-2,4	-3,0	-6,8	12,5			
Miera rastu															
2014	6,5	8,4	8,0	-5,4	0,2	-2,3	3,7	2,9	2,9	19,2	4,6	3,8			
2015	6,8	11,3	10,5	-8,6	0,6	-3,3	5,2	-39,1	11,4	-25,0	-3,7	4,6			
2016	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	7,8	21,6	7,9	5,0			
2016 Q3	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	7,7	13,7	5,4	5,1			
Q4	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	7,8	21,6	7,9	5,0			
2017 Q1	3,7	10,1	9,1	-7,5	0,8	-2,5	5,1	-14,4	12,9	4,2	8,0	5,3			
Q2	3,8	10,7	9,7	-9,4	1,1	-3,0	5,3	-18,6	5,0	-13,9	-0,6	5,0			
2017 Feb.	3,9	9,2	8,4	-6,3	0,7	-2,1	4,7	-24,4	7,2	7,0	2,9	4,6			
Mar.	3,7	10,1	9,1	-7,5	0,8	-2,5	5,1	-14,4	12,9	4,2	8,0	5,3			
Apr.	4,2	10,2	9,3	-8,7	0,9	-2,9	5,1	-17,8	7,9	-16,0	1,1	4,8			
Máj	3,9	10,3	9,3	-8,7	1,0	-2,8	5,1	-17,0	7,1	-9,4	1,6	4,9			
Jún	3,8	10,7	9,7	-9,4	1,1	-3,0	5,3	-18,6	5,0	-13,9	-0,6	5,0			
Júl ^(p)	3,4	10,1	9,1	-10,0	1,2	-3,2	4,9	-18,5	3,6	-21,5	-2,8	4,5			

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	1 863,4	1 366,3	365,1	112,6	19,4	5 555,6	2 749,5	812,1	1 991,1	2,8	847,2	222,2	332,9
2015	1 950,8	1 503,1	321,8	117,5	8,4	5 748,9	3 059,7	695,1	1 991,7	2,4	949,7	225,8	364,7
2016	2 077,2	1 656,4	293,9	118,3	8,6	6 049,8	3 399,6	643,6	2 004,8	1,7	979,5	196,6	380,6
2016 Q3	2 069,0	1 622,9	317,7	119,3	9,1	5 977,7	3 301,8	672,0	2 001,3	2,6	953,9	206,2	386,3
Q4	2 077,2	1 656,4	293,9	118,3	8,6	6 049,8	3 399,6	643,6	2 004,8	1,7	979,5	196,6	380,6
2017 Q1	2 170,9	1 743,5	303,6	117,4	6,4	6 139,8	3 503,3	620,0	2 013,7	2,7	972,5	190,9	389,1
Q2	2 196,1	1 775,3	295,4	118,9	6,5	6 188,7	3 560,9	599,1	2 026,4	2,3	975,1	198,0	400,2
2017 Feb.	2 142,7	1 717,1	301,5	117,3	6,8	6 111,5	3 469,4	627,2	2 012,0	2,8	937,2	195,5	391,2
Mar.	2 170,9	1 743,5	303,6	117,4	6,4	6 139,8	3 503,3	620,0	2 013,7	2,7	972,5	190,9	389,1
Apr.	2 164,8	1 746,1	294,8	117,1	6,8	6 156,5	3 524,2	611,5	2 017,6	3,2	962,0	199,7	397,6
Máj	2 172,7	1 753,3	294,5	118,8	6,2	6 173,6	3 542,3	605,5	2 023,2	2,7	966,6	195,8	397,7
Jún	2 196,1	1 775,3	295,4	118,9	6,5	6 188,7	3 560,9	599,1	2 026,4	2,3	975,1	198,0	400,2
Júl ^(p)	2 177,8	1 761,9	290,6	119,1	6,2	6 200,4	3 573,4	593,1	2 031,8	2,0	992,3	193,7	407,6
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	83,9	123,7	-33,5	4,9	-11,2	193,6	303,0	-109,9	0,9	-0,4	84,0	-0,1	30,3
2016	128,7	152,9	-24,7	0,2	0,2	300,8	334,9	-46,8	13,4	-0,8	28,6	-28,2	17,1
2016 Q3	35,2	29,9	3,9	0,7	0,7	73,8	87,7	-16,6	3,2	-0,5	-0,2	-4,2	6,2
Q4	4,2	28,2	-22,3	-1,2	-0,5	70,6	92,6	-24,5	3,4	-0,9	21,2	-8,9	-4,9
2017 Q1	96,5	88,5	11,1	-1,0	-2,2	90,1	104,1	-23,9	8,8	1,1	-5,4	-5,2	8,6
Q2	34,9	37,8	-5,1	1,9	0,2	52,1	60,8	-20,0	11,8	-0,5	19,1	7,5	10,8
2017 Feb.	19,9	17,8	2,3	0,0	-0,2	22,7	30,3	-9,3	1,5	0,1	-6,2	0,9	-1,2
Mar.	30,0	27,6	2,7	0,0	-0,4	28,8	34,2	-7,1	1,7	-0,1	36,3	-4,4	-2,5
Apr.	-2,6	4,4	-7,2	-0,3	0,5	17,9	21,8	-8,3	4,0	0,5	-8,8	9,0	8,2
Máj	11,9	10,2	0,6	1,7	-0,6	18,4	19,6	-5,6	5,0	-0,6	17,1	-3,7	0,1
Jún	25,5	23,2	1,5	0,5	0,4	15,7	19,5	-6,2	2,8	-0,4	10,8	2,2	2,5
Júl ^(p)	-14,7	-10,7	-4,0	0,2	-0,3	9,5	13,1	-5,7	2,4	-0,2	20,7	-4,0	7,5
Miera rastu													
2014	4,0	7,6	-6,6	1,3	15,9	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-37,8	6,6	3,9	7,0
2015	4,5	9,0	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	9,7	0,0	9,1
2016	6,6	10,2	-7,7	0,2	2,2	5,2	10,9	-6,8	0,7	-31,2	3,0	-12,5	4,7
2016 Q3	7,5	9,9	-1,3	1,8	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	0,9	-5,7	7,7
Q4	6,6	10,2	-7,7	0,2	2,2	5,2	10,9	-6,8	0,7	-31,2	3,0	-12,5	4,7
2017 Q1	8,1	11,8	-5,0	-0,3	-32,6	5,3	11,5	-10,1	1,0	2,1	1,6	-12,3	3,6
Q2	8,4	11,6	-3,9	0,3	-21,3	4,9	10,7	-12,4	1,4	-25,5	3,6	-5,1	5,4
2017 Feb.	7,5	10,9	-4,8	-0,4	-26,7	5,4	11,5	-9,0	0,9	-4,8	-2,2	-14,8	5,1
Mar.	8,1	11,8	-5,0	-0,3	-32,6	5,3	11,5	-10,1	1,0	2,1	1,6	-12,3	3,6
Apr.	7,0	10,6	-6,9	-0,5	-20,0	5,2	11,4	-11,1	1,2	-9,9	1,3	-6,6	5,4
Máj	7,5	10,8	-5,7	0,5	-22,4	5,1	11,2	-11,7	1,3	-24,0	2,8	-8,0	4,9
Jún	8,4	11,6	-3,9	0,3	-21,3	4,9	10,7	-12,4	1,4	-25,5	3,6	-5,1	5,4
Júl ^(p)	6,8	9,7	-5,2	1,0	-25,1	4,5	10,1	-12,6	1,4	-30,3	5,9	-8,8	5,8

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

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

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

3) Vrátane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

4) Sektor verejnej správy bez ústrednej štátnej správy.

5 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					Dlhové cenné papiere			
					Spolu	očistené úvery ²⁾	nefinančným korporáciám ³⁾	domácnostiam ⁴⁾	finančným korporáciám iným ako PFI a PKPF ³⁾		poistovacím korporáciám a penzijným fondom (PKPF)		
	1	2	3	4						5				6	7	8	9	10	11	12
Stav													
2014	3 615,6	1 135,0	2 478,5	12 506,8	10 454,5	10 725,2	4 317,2	5 200,2	808,1	129,0	1 280,0	772,4	
2015	3 904,2	1 112,3	2 789,5	12 599,4	10 512,0	10 805,8	4 291,4	5 306,9	790,1	123,5	1 305,1	782,3	
2016	4 397,8	1 081,9	3 302,7	12 838,1	10 671,8	10 978,5	4 313,5	5 407,7	838,2	112,5	1 382,1	784,2	
2016 Q3	4 272,2	1 105,2	3 153,7	12 768,5	10 623,5	10 926,2	4 303,6	5 378,2	832,6	109,1	1 364,5	780,5	
Q4	4 397,8	1 081,9	3 302,7	12 838,1	10 671,8	10 978,5	4 313,5	5 407,7	838,2	112,5	1 382,1	784,2	
2017 Q1	4 439,1	1 070,3	3 354,7	12 971,0	10 755,0	11 046,5	4 334,2	5 456,5	851,5	112,9	1 423,8	792,2	
Q2	4 457,9	1 065,2	3 378,5	12 967,2	10 725,8	11 041,7	4 300,9	5 486,2	826,2	112,5	1 439,9	801,6	
2017 Feb.	4 400,1	1 073,1	3 313,2	12 908,2	10 717,7	11 013,6	4 334,6	5 441,6	830,0	111,6	1 397,5	793,0	
Mar.	4 439,1	1 070,3	3 354,7	12 971,0	10 755,0	11 046,5	4 334,2	5 456,5	851,5	112,9	1 423,8	792,2	
Apr.	4 465,9	1 072,2	3 379,5	12 953,3	10 741,3	11 044,1	4 337,2	5 465,7	823,9	114,4	1 423,4	788,7	
Máj	4 477,8	1 066,3	3 397,1	12 975,4	10 746,2	11 058,1	4 341,5	5 473,0	820,6	111,0	1 439,9	789,4	
Jún	4 457,9	1 065,2	3 378,5	12 967,2	10 725,8	11 041,7	4 300,9	5 486,2	826,2	112,5	1 439,9	801,6	
Júl ^(p)	4 492,3	1 058,3	3 419,6	12 988,5	10 735,2	11 070,9	4 304,7	5 484,6	831,6	114,4	1 456,7	796,6	
Transakcie													
2014	73,8	16,4	57,4	-99,9	-47,1	-32,6	-60,6	-14,9	16,7	11,7	-89,8	37,0	
2015	296,1	-21,1	316,9	84,9	58,2	76,2	-13,7	98,1	-20,5	-5,7	25,1	1,5	
2016	489,5	-34,8	524,2	316,8	234,4	258,3	81,2	120,2	44,1	-11,1	78,1	4,3	
2016 Q3	78,1	-7,3	85,2	113,1	70,3	72,5	4,0	33,7	27,5	5,2	20,7	22,1	
Q4	161,4	-20,2	181,7	79,6	62,6	69,2	22,1	36,1	1,1	3,3	15,3	1,6	
2017 Q1	77,9	-10,9	88,3	149,0	98,9	87,5	29,6	51,2	17,6	0,5	40,6	9,5	
Q2	21,6	-3,2	24,7	55,5	18,8	42,0	-2,3	39,0	-17,6	-0,3	20,8	16,0	
2017 Feb.	8,0	-13,0	20,9	24,5	20,0	15,3	3,8	20,1	-0,9	-3,0	0,2	4,4	
Mar.	47,6	-3,2	50,8	73,1	48,4	45,8	7,1	17,1	22,8	1,3	25,3	-0,6	
Apr.	24,2	1,8	22,3	-7,9	-4,7	6,6	7,1	12,0	-25,4	1,6	-0,4	-2,7	
Máj	13,7	-3,4	17,0	31,1	14,3	22,9	9,0	9,1	-0,5	-3,3	16,9	0,0	
Jún	-16,3	-1,6	-14,5	32,3	9,2	12,5	-18,3	17,9	8,2	1,5	4,3	18,7	
Júl ^(p)	34,5	-6,4	40,8	34,6	22,6	44,7	11,8	0,3	8,5	2,0	17,4	-5,5	
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	4,6	
2015	8,2	-1,9	12,8	0,7	0,6	0,7	-0,3	1,9	-2,5	-4,4	2,0	0,2	
2016	12,5	-3,1	18,8	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,6	-9,0	6,0	0,6	
2016 Q3	10,8	-2,5	16,3	2,0	1,9	2,1	1,4	2,1	5,4	-10,7	3,5	0,8	
Q4	12,5	-3,1	18,8	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,6	-9,0	6,0	0,6	
2017 Q1	10,9	-4,2	16,8	3,1	2,4	2,7	1,8	2,5	4,9	3,6	8,2	4,6	
Q2	8,1	-3,7	12,5	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,6	8,3	7,2	6,5	
2017 Feb.	10,7	-3,9	16,3	2,6	2,0	2,3	1,5	2,4	4,2	-11,5	6,3	3,7	
Mar.	10,9	-4,2	16,8	3,1	2,4	2,7	1,8	2,5	4,9	3,6	8,2	4,6	
Apr.	10,3	-4,4	15,9	2,9	2,2	2,6	1,7	2,6	2,5	1,5	7,6	4,5	
Máj	9,5	-4,8	14,9	2,9	2,2	2,7	1,6	2,8	2,1	0,2	8,1	3,9	
Jún	8,1	-3,7	12,5	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,6	8,3	7,2	6,5	
Júl ^(p)	7,7	-4,0	11,9	3,0	2,2	2,6	1,2	2,9	3,3	3,8	7,4	5,5	

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 vyplývajúcych z fiktívneho cash poolingového poskytovateľa 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⁾				2	očistené úvery ⁴⁾			
	Stav									
2014	4 317,2	4 270,2	1 112,3	724,9	2 480,0	5 200,2	5 545,5	562,9	3 860,9	776,4
2015	4 291,4	4 273,3	1 041,1	762,2	2 488,2	5 306,9	5 640,0	595,2	3 948,4	763,3
2016	4 313,5	4 312,8	998,3	798,3	2 516,8	5 407,7	5 724,3	615,0	4 044,9	747,7
2016 Q3	4 303,6	4 295,8	1 011,5	789,1	2 503,1	5 378,2	5 700,0	607,3	4 018,2	752,6
Q4	4 313,5	4 312,8	998,3	798,3	2 516,8	5 407,7	5 724,3	615,0	4 044,9	747,7
2017 Q1	4 334,2	4 332,9	1 004,3	803,0	2 526,9	5 456,5	5 768,2	626,5	4 085,6	744,4
Q2	4 300,9	4 313,5	988,8	797,4	2 514,7	5 486,2	5 798,4	634,8	4 114,0	737,3
2017 Feb.	4 334,6	4 327,5	1 011,4	798,9	2 524,3	5 441,6	5 754,9	622,7	4 072,4	746,5
Mar.	4 334,2	4 332,9	1 004,3	803,0	2 526,9	5 456,5	5 768,2	626,5	4 085,6	744,4
Apr.	4 337,2	4 339,5	998,2	805,3	2 533,7	5 465,7	5 776,2	628,5	4 096,4	740,8
Máj	4 341,5	4 344,3	1 001,2	804,7	2 535,6	5 473,0	5 792,3	635,2	4 096,7	741,1
Jún	4 300,9	4 313,5	988,8	797,4	2 514,7	5 486,2	5 798,4	634,8	4 114,0	737,3
Júl ^(p)	4 304,7	4 327,7	985,2	801,7	2 517,8	5 484,6	5 808,5	639,0	4 111,9	733,7
	Transakcie									
2014	-60,6	-67,1	-14,1	2,6	-49,0	-14,9	5,6	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-13,7	22,9	-64,2	32,0	18,5	98,1	76,4	21,8	80,0	-3,6
2016	81,2	98,7	-18,1	44,3	55,0	120,2	113,8	23,4	106,0	-9,2
2016 Q3	4,0	12,3	-23,7	13,5	14,2	33,7	27,9	5,0	32,5	-3,8
Q4	22,1	32,5	-9,5	9,0	22,5	36,1	31,4	9,2	31,5	-4,5
2017 Q1	29,6	32,3	9,3	6,8	13,5	51,2	46,2	11,3	40,1	-0,1
Q2	-2,3	9,7	-2,1	0,6	-0,8	39,0	40,5	10,2	29,0	-0,3
2017 Feb.	3,8	5,3	-2,7	-1,1	7,6	20,1	12,5	2,1	18,6	-0,7
Mar.	7,1	14,6	-4,6	5,9	5,8	17,1	14,9	4,3	13,9	-1,1
Apr.	7,1	9,9	-4,0	3,6	7,5	12,0	11,4	2,3	10,8	-1,1
Máj	9,0	8,6	6,7	1,0	1,3	9,1	18,0	7,1	1,1	0,9
Jún	-18,3	-8,9	-4,8	-3,9	-9,6	17,9	11,1	0,8	17,1	-0,1
Júl ^(p)	11,8	23,6	-0,3	5,9	6,1	0,3	12,6	4,6	-1,9	-2,4
	Miera rastu									
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,4	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,5	-5,8	4,4	0,7	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,8	5,8	2,2	2,3	2,0	3,9	2,7	-1,2
2016 Q3	1,4	2,0	-3,0	6,5	1,8	2,1	1,8	3,3	2,4	-0,9
Q4	1,9	2,3	-1,8	5,8	2,2	2,3	2,0	3,9	2,7	-1,2
2017 Q1	1,8	2,4	-2,7	5,0	2,6	2,5	2,4	4,5	3,0	-1,2
Q2	1,2	2,0	-2,5	3,8	2,0	3,0	2,6	5,9	3,3	-1,2
2017 Feb.	1,5	2,0	-2,2	3,9	2,3	2,4	2,3	4,2	2,8	-1,0
Mar.	1,8	2,4	-2,7	5,0	2,6	2,5	2,4	4,5	3,0	-1,2
Apr.	1,7	2,5	-3,0	5,0	2,6	2,6	2,5	4,6	3,0	-1,1
Máj	1,6	2,5	-2,5	5,0	2,4	2,8	2,6	6,3	2,9	-1,0
Jún	1,2	2,0	-2,5	3,8	2,0	3,0	2,6	5,9	3,3	-1,2
Júl ^(p)	1,2	2,4	-2,0	3,7	1,8	2,9	2,6	6,6	3,1	-1,3

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

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

3) Vráťane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

4) Očistené od predaja a sekuritizácie úverov (vyčlenené zo štatistickej bilancie PFI), ako aj od pozícií vyplývajúcich z fiktívneho cash poolingového poskytovateľa 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						Čisté zahraničné aktíva	Aktíva PFI		
	V držbe ústrednej štátnej správy ²⁾	Dlhodobejšie finančné záväzky voči rezidentom eurozóny						Ostatné		
		Spolu	Vklady s dohodnutou splatnosťou nad 2 roky	Vklady s výpovednou lehotou nad 3 mesiace	Dlhové cenné papiere so splatnosťou nad 2 roky	Kapitál a rezervy		Spolu	Repo obchody s centrálnymi protistranami ³⁾	Reverzné repo obchody s centrálnymi protistranami ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Stav										
2014	269,4	7 131,5	2 186,6	92,2	2 391,5	2 461,1	1 389,0	219,7	184,5	139,7
2015	284,8	6 996,9	2 119,7	79,8	2 254,0	2 543,5	1 353,7	261,7	205,9	135,6
2016	318,8	6 921,4	2 054,4	70,6	2 144,3	2 652,0	1 142,6	237,9	205,9	121,6
2016 Q3	310,1	6 966,7	2 068,5	72,4	2 130,8	2 695,0	1 210,7	281,3	209,2	129,1
Q4	318,8	6 921,4	2 054,4	70,6	2 144,3	2 652,0	1 142,6	237,9	205,9	121,6
2017 Q1	304,1	6 880,5	2 033,2	69,2	2 100,3	2 677,8	1 110,1	252,1	182,2	111,8
Q2	296,6	6 772,2	2 003,4	67,0	2 066,1	2 635,7	1 031,1	261,2	154,2	109,7
2017 Feb.	295,7	6 920,3	2 028,4	69,6	2 125,3	2 697,0	1 126,4	256,4	171,3	104,4
Mar.	304,1	6 880,5	2 033,2	69,2	2 100,3	2 677,8	1 110,1	252,1	182,2	111,8
Apr.	335,9	6 848,5	2 023,4	69,3	2 082,5	2 673,3	1 095,2	242,4	175,4	103,7
Máj	310,5	6 832,0	2 015,7	67,0	2 080,9	2 668,4	1 044,0	244,5	162,4	104,3
Jún	296,6	6 772,2	2 003,4	67,0	2 066,1	2 635,7	1 031,1	261,2	154,2	109,7
Júl ^(p)	322,4	6 724,8	1 989,9	63,5	2 058,1	2 613,3	1 058,6	161,8	128,1	76,4
Transakcie										
2014	-4,0	-171,0	-120,8	2,0	-160,1	107,9	238,7	-13,2	0,7	17,8
2015	9,2	-213,6	-106,2	-13,5	-216,1	122,2	-85,3	-19,3	21,4	-4,0
2016	31,0	-107,8	-73,3	-9,1	-111,0	85,5	-273,7	-71,2	12,8	-12,0
2016 Q3	-9,2	-45,0	-25,8	-2,0	-41,7	24,6	-97,7	-15,0	-19,2	-13,7
Q4	6,6	-12,5	-21,6	-2,6	-11,9	23,6	-41,9	-92,4	-0,2	-7,5
2017 Q1	-16,2	-14,8	-15,0	-1,4	-31,4	33,1	-32,8	-9,1	-22,6	-9,1
Q2	-7,6	-11,1	-22,3	-2,1	3,4	9,9	-20,7	17,3	-28,0	-2,1
2017 Feb.	-8,2	13,5	-10,9	-0,2	-5,6	30,2	-34,0	43,8	-5,1	-2,0
Mar.	8,4	-7,1	5,8	-0,4	-20,9	8,4	-5,2	1,9	10,8	7,5
Apr.	31,8	-18,4	-8,2	0,2	-6,0	-4,3	-3,8	-8,1	-6,8	-8,2
Máj	-25,4	14,9	-5,6	-2,3	14,3	8,4	-27,9	16,4	-13,0	0,6
Jún	-14,0	-7,6	-8,4	0,0	-4,9	5,7	11,0	9,0	-8,2	5,4
Júl ^(p)	25,8	-24,7	-11,5	-1,1	5,5	-17,7	46,9	-102,4	-26,0	-33,3
Miera rastu										
2014	-1,6	-2,3	-5,1	2,2	-6,3	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,6	-3,0	-4,8	-14,5	-8,8	4,9	-	-	11,6	-2,9
2016	10,9	-1,5	-3,5	-11,5	-5,0	3,3	-	-	6,3	-9,0
2016 Q3	5,3	-2,1	-4,3	-12,2	-6,2	3,8	-	-	1,5	-8,2
Q4	10,9	-1,5	-3,5	-11,5	-5,0	3,3	-	-	6,3	-9,0
2017 Q1	-4,6	-1,1	-4,0	-10,1	-4,6	4,5	-	-	-21,2	-25,3
Q2	-8,2	-1,2	-4,0	-10,8	-3,7	3,5	-	-	-30,7	-22,6
2017 Feb.	-1,7	-1,0	-4,4	-10,5	-3,4	3,9	-	-	-25,7	-25,7
Mar.	-4,6	-1,1	-4,0	-10,1	-4,6	4,5	-	-	-21,2	-25,3
Apr.	5,5	-1,5	-4,4	-9,0	-4,6	3,8	-	-	-20,9	-24,8
Máj	3,2	-1,3	-4,4	-11,6	-3,9	3,8	-	-	-23,5	-23,6
Jún	-8,2	-1,2	-4,0	-10,8	-3,7	3,5	-	-	-30,7	-22,6
Júl ^(p)	-2,4	-1,2	-4,2	-11,4	-2,7	2,5	-	-	-35,6	-39,5

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

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

3) Neočistené od sezónnych vplyvov.

6 Fiškálny vývoj

6.1 Deficit/prebytok

(v % HDP; toky počas obdobia 1 roka)

	Deficit (-)/prebytok (+)					Informatívna položka: Primárny deficit (-)/prebytok (+)
	Spolu	Ústredná štátna správa	Regionálna štátna správa	Miestna samospráva	Fondy sociálneho zabezpečenia	
	1	2	3	4	5	6
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
2016	-1,5	-1,7	0,0	0,2	0,0	0,7
2016 Q2	-1,8	.	.	.	.	0,5
Q3	-1,8	.	.	.	.	0,5
Q4	-1,5	.	.	.	.	0,7
2017 Q1	-1,3	.	.	.	.	0,9

Zdroj: ECB v prípade ročných údajov; Eurostat v prípade štvrtročných 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		
	1	Priame dane	Nepriame dane	Čisté sociálne príspevky		2	Kompensácie zamestnancov	Medzi-spotreba	Úroky	Sociálne benefity		3	
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	46,7	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,3	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	4,0
2015	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,6	10,1	5,2	2,4	22,8	3,9
2016	46,3	45,8	12,6	13,0	15,4	0,5	47,8	44,3	10,0	5,2	2,2	22,8	3,5
2016 Q2	46,3	45,8	12,5	13,1	15,3	0,5	48,1	44,2	10,0	5,2	2,3	22,8	3,8
Q3	46,3	45,8	12,6	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,2	22,8	3,8
Q4	46,3	45,8	12,6	13,0	15,4	0,5	47,8	44,3	10,0	5,2	2,2	22,8	3,5
2017 Q1	46,3	45,8	12,7	13,0	15,3	0,4	47,6	44,1	10,0	5,1	2,2	22,8	3,5

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

6.3 Pomer štátneho dlhu k HDP

(v % HDP; stav ku koncu obdobia)

	Spolu	Finančný nástroj			Držiteľ			Pôvodná splatnosť		Zostávajúca splatnosť			Mena	
		Obeživo a vklady	Úvery	Dlhové cenné papiere	Tuzemskí veritelia	Ostatní veritelia	do 1 roka	nad 1 rok	do 1 roka	nad 1 a do 5 rokov	nad 5 rokov	Euro alebo zúčastnené meny	Ostatné meny	
														PFI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2013	91,4	2,6	17,5	71,2	46,4	26,3	45,0	10,4	81,0	19,4	32,1	39,9	89,3	2,1
2014	92,0	2,7	17,1	72,1	45,2	26,0	46,8	10,0	82,0	18,8	31,9	41,2	89,9	2,1
2015	90,3	2,8	16,2	71,3	45,5	27,5	44,7	9,3	81,0	17,7	31,1	41,5	88,2	2,1
2016	89,2	2,7	15,5	71,0	47,8	30,3	41,5	9,0	80,3	17,3	29,5	42,5	87,2	2,1
2016 Q2	91,2	2,7	16,0	72,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	90,0	2,7	15,6	71,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	89,2	2,7	15,4	71,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 Q1	89,5	2,7	15,1	71,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiškálny vývoj

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

(v % HDP; toky počas obdobia 1 roka)

	Zmena pomeru dlhu k HDP ²⁾	Primárny deficit (+)/ prebytok (-)	Úprava deficitu a dlhu								Diferenciál úrokovej miery a rastu	Informatívna položka: požiadavky na pôžičky
			Spolu	Transakcie hlavných finančných aktív					Vplyv precenenia a ostatné zmeny objemu	Ostatné faktory		
				Spolu	Obeživo a vklady	Úvery	Dlhové cenné papiere	Majetok a podiely v investičných fondoch				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	0,6	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,2	0,8	2,5
2015	-1,7	-0,3	-0,9	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5	1,3
2016	-1,0	-0,7	-0,3	0,2	0,2	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	1,5
2016 Q2	-0,9	-0,5	0,1	0,4	0,8	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,5	2,0
Q3	-1,4	-0,5	-0,5	-0,2	0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,4	1,4
Q4	-1,0	-0,7	-0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,5
2017 Q1	-1,6	-0,9	-0,5	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	1,0

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

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

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

6.5 Štátne dlhové cenné papiere¹⁾

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

	Dlhová služba splatná v rámci 1 roka ²⁾					Priemerná zostatková splatnosť v rokoch ³⁾	Priemerný nominálny výnos ⁴⁾						
	Spolu	Istina		Úrok			Stav				Transakcie		
		splatnosť do 3 mesiacov	splatnosť do 3 mesiacov	splatnosť do 3 mesiacov	splatnosť do 3 mesiacov		Spolu	Pohyblivá sadzba	Nulový kupón	Fixná sadzba	splatnosť do 1 roka	Emisia	Odkúpenie
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13
2014	15,9	13,8	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,6	0,4	3,5	2,8	0,8	1,6
2015	14,7	12,8	4,3	1,9	0,5	6,6	2,9	1,4	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016	14,7	12,9	4,8	1,7	0,4	6,7	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2016 Q2	15,4	13,6	4,8	1,8	0,5	6,7	2,7	1,3	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
Q3	15,0	13,2	4,0	1,8	0,4	6,8	2,6	1,3	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
Q4	14,7	12,9	4,8	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017 Q1	14,6	12,8	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1
2017 Feb.	14,4	12,7	4,3	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,3
Mar.	14,6	12,8	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1
Apr.	14,2	12,5	4,6	1,7	0,4	7,0	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,7	0,2	1,2
Máj	14,3	12,6	4,6	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,1	1,2
Jún	13,8	12,1	4,3	1,7	0,4	7,1	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2
Júl	13,5	11,8	4,3	1,7	0,4	7,1	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,3

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										
2013	-3,1	-0,2	-0,2	-5,7	-13,1	-7,0	-4,0	-2,9	-5,1	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,7	-6,0	-3,9	-3,0	-8,8	
2015	-2,5	0,7	0,1	-2,0	-5,9	-5,1	-3,6	-2,7	-1,2	
2016	-2,6	0,8	0,3	-0,6	0,7	-4,5	-3,4	-2,4	0,4	
2016 Q2	-2,6	0,7	0,8	-1,5	-3,7	-5,3	-3,2	-2,4	-1,3	
Q3	-3,0	0,5	0,5	-1,6	-1,8	-4,8	-3,3	-2,4	-1,0	
Q4	-2,6	0,8	0,3	-0,7	0,7	-4,5	-3,4	-2,4	0,4	
2017 Q1	-2,3	1,0	0,0	-0,5	1,3	-4,2	-3,4	-2,3	0,7	
Dlh verejnej správy										
2013	105,6	77,5	10,2	119,5	177,4	95,5	92,3	129,0	102,2	
2014	106,7	74,9	10,7	105,3	179,7	100,4	94,9	131,8	107,1	
2015	106,0	71,2	10,1	78,7	177,4	99,8	95,6	132,1	107,5	
2016	105,9	68,3	9,5	75,4	179,0	99,4	96,0	132,6	107,8	
2016 Q2	109,7	70,2	9,7	74,9	179,7	101,1	97,9	135,4	107,5	
Q3	108,7	69,4	9,6	75,1	176,3	100,4	97,2	132,7	110,6	
Q4	106,0	68,3	9,5	72,8	179,0	99,4	96,3	132,6	107,8	
2017 Q1	107,7	66,9	9,2	74,3	176,2	100,4	98,7	134,7	107,0	
Deficit (-)/prebytok (+) verejnej správy										
2013	-1,0	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,1	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,4	-2,0	-2,3	-2,7	-7,2	-5,4	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,4	-1,3	-2,1	-1,1	-4,4	-2,9	-2,7	-2,7
2016	0,0	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,8	-1,7	-1,9
2016 Q2	-0,4	0,4	1,4	0,4	-1,0	-0,9	-3,5	-1,8	-2,3	-2,4
Q3	0,2	0,2	1,5	0,8	-0,4	-0,6	-3,7	-1,7	-2,0	-2,2
Q4	0,0	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,8	-1,7	-1,9
2017 Q1	-0,1	0,7	1,3	2,1	1,0	-1,2	-1,7	-1,4	-1,5	-1,6
Dlh verejnej správy										
2013	39,0	38,7	23,4	68,7	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7	56,5
2014	40,9	40,5	22,4	64,3	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6	60,2
2015	36,5	42,7	21,6	60,6	65,2	85,5	129,0	83,1	52,5	63,7
2016	40,1	40,2	20,0	58,3	62,3	84,6	130,4	79,7	51,9	63,6
2016 Q2	38,9	40,1	21,4	61,0	63,2	86,2	131,6	82,5	52,9	61,7
Q3	37,9	41,3	20,9	59,8	61,5	83,7	133,1	82,8	52,7	61,7
Q4	40,1	40,2	20,0	58,3	61,8	84,6	130,3	79,7	51,9	63,1
2017 Q1	39,0	39,3	23,0	59,0	59,6	82,6	130,5	81,4	53,5	62,6

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. Závazným je pôvodné anglické znenie.

Redakčná uzávierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 6. septembra 2017.

ISSN

2363-3549

Katalógové číslo

QB-BP-17-006-SK-N