



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 2/2018



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	23
5 Peňažná zásoba a pohľadávky	28
6 Fiškálny vývoj	34
Boxy	36
1 Bude pokračovať nedávny rast cien ropy aj v budúcnosti?	36
2 Likvidita trhu štátnych dlhopisov v eurozóne od spustenia programu PSPP	41
3 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 1. novembra 2017 do 30. januára 2018	45
4 Najnovší vývoj v oblasti zamestnanosti na čiastočný úväzok	50
5 Spoľahlivosť predbežného rýchleho odhadu HDP za eurozónu	55
6 Úloha sezónnosti a mimoriadnych výkyvov inflácie HICP bez cien potravín a energií	59
7 Nastavenie fiškálnej politiky v minulých obdobiach konjunktúry	63
8 Makroekonomické nerovnováhy a pokrok v reformách podľa hodnotenia Európskej komisie z roku 2018	69
Štatistika	73

Hospodársky a menový vývoj

Stručný prehľad

Na svojom menovopolitickom zasadaní 8. marca 2018 Rada guvernérov usúdila, že na ďalšie zintenzívnenie základných inflačných tlakov a podporu vývoja celkovej inflácie v strednodobom horizonte je i naďalej potrebná výrazná miera menovej stimulácie. Informácie, ktoré sú k dispozícii od predchádzajúceho menovopolitického zasadania v januári, vrátane nových projekcií odborníkov ECB, potvrdili výrazné a plošné tempo rastu hospodárstva eurozóny, ktoré by malo v najbližšom období podľa projekcií expandovať o niečo rýchlejšie, než sa očakávalo. Tento výhľad hospodárskeho rastu Radu guvernérov utvrdil v presvedčení, že inflácia sa bude pohybovať smerom k inflačnému cieľu na úrovni nižšej, ale blízkej 2 % v strednodobom horizonte. Ukazovatele základnej inflácie sú pritom naďalej tlmené a zatiaľ nevykazujú presvedčivé známky trvalého trendu rastu. Za týchto okolností bude Rada guvernérov aj naďalej sledovať vývoj kurzových a finančných podmienok a ich možný vplyv na strednodobý výhľad cenovej stability. Pokračujúca menová podpora nevyhnutná na zabezpečenie trvalého návratu miery inflácie k úrovni nižšej, ale blízkej 2 % sa poskytuje formou čistého nákupu aktív, rozsiahleho objemu nadobudnutých aktív a pripravovaných reinvestícií, ako aj prostredníctvom signalizácie budúceho nastavenia úrokových sadzieb.

Vyhodnotenie ekonomickej a menovej situácie v čase zasadnutia Rady guvernérov 8. marca 2018

Svetové hospodárstvo rástlo v druhej polovici roka 2017 ešte rýchlejším tempom a naďalej stimuluje vývoz z eurozóny. Čo sa týka ďalšieho vývoja, svetová hospodárska aktivita by mala zostať výrazná, hoci tempo rastu sa bude postupne spomaľovať. Očakáva sa, že rast svetovej obchodnej výmeny bude v najbližšom období naďalej stabilný, zatiaľ čo inflácia by sa mala vzhľadom na znižovanie miery nevyužitých kapacít na globálnej úrovni pomaly zvyšovať.

V prostredí prebiehajúcej hospodárskej expanzie dochádza od polovice decembra 2017 k rastu výnosov štátnych dlhopisov eurozóny. Spready podnikových dlhopisov však zostali celkovo stabilné a priemerné spready štátnych dlhopisov voči úrokovej miere jednoduchých indexových swapov sa celkovo mierne znížili. Ceny akcií v prostredí zvýšenej volatility klesli. Na devízových trhoch dochádzalo k zhodnocovaniu eura v nominálnom efektívnom vyjadrení.

Hospodárska expanzia v eurozóne je naďalej výrazná a má široký geografický a sektorový rozsah. Reálny HDP sa v poslednom štvrtroku 2017 medzikvartálne zvýšil o 0,6 %. Súkromná spotreba ťaží z rastu zamestnanosti, ktorý je okrem iného výsledkom uskutočnených reforiem na trhu práce, i zo zvyšovania majetku domácností. Podniková investičná aktivita sa naďalej zintenzívňuje vďaka výrazne priaznivým podmienkam financovania, rastu ziskovosti

podnikov a stabilnému dopytu, pričom v posledných štvrtrokoch dochádza aj k ďalšiemu rastu investícií do nehnuteľností na bývanie. Rozsiahla globálna expanzia okrem toho stimuluje vývoz z eurozóny.

Toto hodnotenie sa v zásade odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2018, podľa ktorých sa ročný reálny HDP eurozóny zvýši o 2,4 % v roku 2018, 1,9 % v roku 2019 a 1,7 % v roku 2020. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z decembra 2017 bol výhľad rastu HDP na rok 2018 upravený nahor a počas zvyšného obdobia zostáva nezmenený. Riziká spojené s výhľadom hospodárskeho rastu sa považujú za celkovo vyvážené. Momentálna cyklická dynamika by na jednej strane mohla krátkodobo viesť k rýchlejšiemu rastu. Na druhej strane naďalej existujú riziká pomalšieho rastu súvisiace predovšetkým s globálnymi faktormi vrátane rastúceho protekcionizmu a vývoja na devízových a ďalších finančných trhoch.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v eurozóne vo februári klesla z januárových 1,3 % na 1,2 %. Príčinou boli najmä záporné bazické efekty inflácie cien nespracovaných potravín. Čo sa týka budúceho vývoja, na základe súčasných cien ropných futures je pravdepodobné, že ročné miery celkovej inflácie sa budú po zvyšok roka pohybovať okolo úrovne 1,5 %. Miery základnej inflácie zostali tlmené, no v strednodobom horizonte sa očakáva ich postupný rast, ktorý majú podporiť menovopolitické opatrenia ECB, pokračujúca hospodárska expanzia, zodpovedajúca absorpcia nevyužitých kapacít a zrýchľovanie mzdového rastu.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2018 ročná miera inflácie HICP dosiahne 1,4 % v roku 2018, 1,4 % v roku 2019 a 1,7 % v roku 2020. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z decembra 2017 bol výhľad vývoja celkovej inflácie HICP na rok 2019 upravený mierne nadol a na roky 2018 a 2020 zostáva nezmenený. Inflácia HICP bez energií a potravín by sa mala zvýšiť z 1,1 % v roku 2018 na 1,5 % v roku 2019 a 1,8 % v roku 2020. Očakáva sa však, že rast základnej inflácie bude viac-menej vykompenzovaný poklesom energetickej zložky inflácie HICP v rokoch 2018 a 2019.

Podľa najnovších projekcií odborníkov ECB má tiež v priebehu sledovaného obdobia dôjsť k ďalšiemu poklesu rozpočtového deficitu eurozóny, najmä vzhľadom na priaznivé cyklické podmienky a klesajúce úrokové splátky.

V priemere by mala celková fiškálna pozícia eurozóny v období rokov 2018 až 2020 zostať prevažne neutrálna. Pomer dlhu verejnej správy eurozóny k HDP bude naďalej klesať, ale zostane na zvýšenej úrovni. Aktuálna hospodárska expanzia je dôvodom na doplnenie fiškálnych rezerv.

Menová analýza potvrdila, že menový agregát M3 naďalej rástol výrazným tempom. Jeho ročná miera rastu v januári 2018 rovnako ako v predchádzajúcom mesiaci dosiahla 4,6 %, čo je odrazom vplyvu menovopolitických opatrení ECB a nízkych oportunitných nákladov držby najlikvidnejších vkladov. K rastu peňažnej zásoby tak naďalej najviac prispieval menový agregát M1. Pokračovalo aj oživenie rastu úverov súkromnému sektoru.

Účinok opatrení menovej politiky naďalej prispieval k zlepšovaniu úverových podmienok pre podniky a domácnosti, prístupu k úverovým zdrojom (predovšetkým pre malé a stredné podniky) a úverových tokov v rámci celej eurozóny.

Rozhodnutia o menovej politike

Na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy Rada guvernérov potvrdila potrebu výraznej miery menovej akomodácie na zabezpečenie trvalého návratu inflácie na úroveň nižšiu, ale blízku 2 %. Rada guvernérov sa rozhodla ponechať kľúčové úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni, pričom naďalej 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 má prebiehať súčasným tempom 30 mld. € za mesiac až do konca septembra 2018, v prípade potreby aj dlhšie, minimálne však dovtedy, kým sa podľa Rady guvernérov neprejaví trvalá zmena vývoja inflácie zodpovedajúca jej inflačnému cieľu. Okrem toho Rada guvernérov zopakovala, že Eurosystem bude pokračovať v reinvestovaní istiny zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív aj po skončení čistého nákupu aktív, a to počas dlhšieho obdobia, v každom prípade však dovtedy, kým to bude potrebné.

1 Vonkajšie prostredie

V druhom polroku 2017 globálna ekonomika expandovala ešte rýchlejšim tempom. Očakáva sa, že globálna ekonomická aktivita bude aj naďalej výrazná, dynamika rastu sa však bude postupne spomaľovať. Výhľad vyspelých ekonomík predpokladá ich značnú expanziu, ku ktorej prispievajú významné fiškálne stimuly v Spojených štátoch. V ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov na výhľad priaznivo vplýva narastajúca aktivita vývozcov komodít. Rast globálneho obchodu by mal v krátkodobom horizonte zostať silný, pričom pokles nevyužitých globálnych kapacít povedie k postupnému zvyšovaniu inflácie.

Globálna hospodárska aktivita a obchod

Miera globálnej hospodárskej aktivity sa v druhom polroku 2017 zvýšila. Údaje za uvedené obdobie prekvapivo poukázali na celkový rast vo vyspelých ekonomikách a, hoci mierne pomalší, aj v krajinách rozvíjajúcich sa trhov.

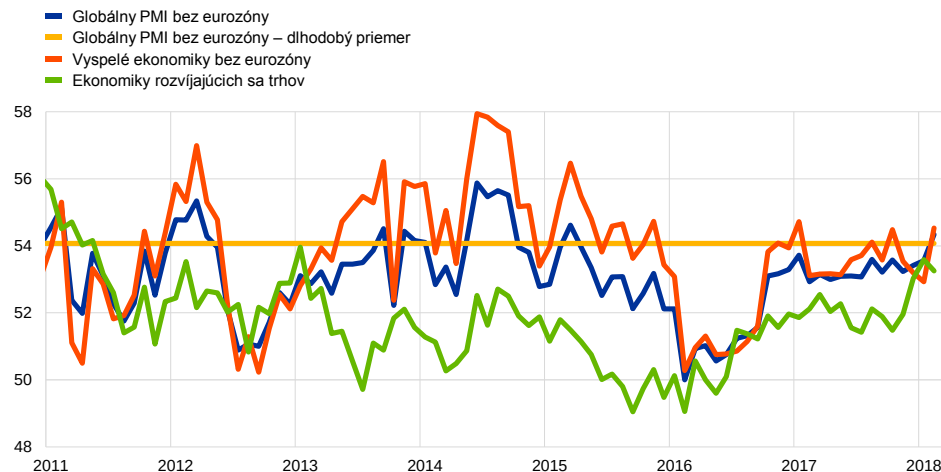
Dostupné údaje o HDP v jednotlivých krajinách potvrdzujú pretrvávajúcu expanziu globálnej hospodárskej aktivity v poslednom štvrťroku 2017. Konkrétne rast reálneho HDP v Spojených štátoch zostal v druhom polroku 2017 silný, pričom ho nespomalil ani vplyv hurikánov. Podobne hospodárska aktivita v Japonsku bola výrazná a ťažila z politickej podpory, stabilnej tvorby pracovných miest a oživeného zahraničného dopytu. Naopak rast reálneho HDP v Spojenom kráľovstve zostal v roku 2017 relatívne tlmený aj napriek istému zvýšeniu v druhej časti roka. Aktivitu v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov podporoval silný rast Indie a Číny, kým v Brazílii a Rusku pokračovalo, hoci len pomaly, oživovanie z hlbkej recesie.

Ukazovatele z prieskumov poukazujú na stabilný globálny rast v krátkodobom horizonte. Globálny kompozitný index nákupných manažérov (PMI) pre výrobu bez eurozóny zostal v poslednom štvrťroku 2017 na podobnej úrovni ako v predchádzajúcom štvrťroku, pričom bol oproti prvému polroku mierne vyšší, no pohyboval sa v blízkosti dlhodobého priemeru. V januári a februári 2018 okrajovo stúpol, čo naznačuje pokračujúcu expanziu globálnej hospodárskej aktivity aj v tomto roku (graf 1).

Graf 1

Globálny kompozitný index PMI pre výrobu

(difúzný index)



Zdroj: Haver Analytics, Markit a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z februára 2018. Dlhodobý priemer zahŕňa obdobie od januára 1999 do februára 2018.

Globálne finančné podmienky naďalej podporujú priaznivý celosvetový

výhľad, v posledných týždňoch sa však zhoršili. Po období priaznivej nálady na trhoch a výraznom raste cien akcií došlo na začiatku februára k ich prudkému poklesu, pričom sa zvýšila volatilita. Nervozita sa koncentrovala na akciových trhoch, a hoci ceny opäť výrazne stúpili, došlo len k dorovnaniu ziskov zaznamenaných od začiatku roka. Volatilita na trhu bola sprevádzaná stabilným rastom dlhodobých výnosov v Spojených štátoch za posledné tri mesiace a spájala sa so stupňujúcou nervozitou investorov v súvislosti s výhľadom inflácie a potenciálne rýchlejšim sprísňovaním menovej politiky, než sa očakávalo. Krivka futures federálnych fondov sa v nadväznosti na decembrové zvýšenie sadzieb posunula v posledných týždňoch nahor. Na trhoch sa predpokladá postupné spomalenie, pričom v cenách sa už zohľadňuje zvýšenie politickej sadzby očakávané v marci 2018 a celkom tri zvýšenia naplánované na celý rok (v súlade s decembrovou predikciou Federálneho výboru pre operácie na voľnom trhu). Podobne v Spojenom kráľovstve sa v nadväznosti na prísny tón správy Bank of England o inflácii očakáva nárast úrokových sadzieb. Naopak Bank of Japan zachovala akomodačné nastavenie svojej politiky a v súlade s programom na kontrolu výnosovej krivky udržiava výnosy desaťročných dlhopisov v blízkosti nuly. Centrálna banka Číny sa usiluje znížiť závislosť čínskeho finančného sektora od cudzích zdrojov a obmedziť riziká ohrozujúce finančnú stabilitu. Z tohto dôvodu v roku 2017 sprísnila podmienky financovania a zvýšila sadzby na voľnom trhu, aby dosiahla rast medzibankových sadzieb. Spomedzi ostatných ekonomík rozvíjajúcich sa trhov došlo vzhľadom na zmiernenie inflačných tlakov tiež k ďalšiemu zníženiu politických sadzieb v Brazílii a Rusku.

Očakáva sa, že rast globálnej hospodárskej aktivity zostane silný a následne sa v strednodobom horizonte mierne spomalí.

Výhľad vyspelých ekonomík sa spája s výraznou expanziou, ktorú v súčasnosti podporuje ďalší fiškálny stimul v podobe daňovej reformy v Spojených štátoch a schválenia zvýšených výdavkov v americkom kongrese. Postupne sa však očakáva spomaľovanie rastu v dôsledku

dosiahnutia vyšších pozitívnych úrovní produkčných medzier a v niektorých krajinách aj vrcholu oživenia. Výhľad ekonomík rozvíjajúcich sa trhov podporuje zvýšenie aktivity v krajinách vývozcov komodít, najmä v Brazílii a v menšej miere aj v Rusku. Silný rast pokračuje aj v Indii, kým v Číne sa hospodárska aktivita dlhodobo postupne spomaľuje.

Tempo globálnej expanzie by podľa prognóz malo zostať pod predkrízovými úrovňami, čo korešponduje s nižším potenciálnym rastom. Podľa odhadov ECB sa potenciál rastu vo väčšine vyspelých krajín aj ekonomík rozvíjajúcich sa trhov v posledných rokoch znížil. Vo vyspelých ekonomikách naň nepriaznivo vplyvajú všetky komponenty, najmä však práca a celková faktorová produktivita (TFP). Príspevok kapitálu zostáva tiež pod historickým priemerom, a to v dôsledku zhoršených očakávaní výhľadu rastu a zvýšenej neistoty, čo vedie k oddiaľovaniu investičných rozhodnutí. Investície poklesli aj v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov, najmä v krajinách vývozcov komodít, ale aj v Číne, vzhľadom na jej reštrukturalizáciu a kroky zamerané na obmedzenie dlhového financovania. Hlavným faktorom poklesu potenciálu však v týchto ekonomikách bola celková faktorová produktivita. Vo všeobecnosti sa očakáva, že rast potenciálneho produktu zostane v strednodobom horizonte vo vyspelých ekonomikách celkovo stabilný (napriek miernemu nárastu v Spojených štátoch v rokoch 2019 a 2020), zatiaľ čo v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov by mal ďalej klesať.

V Spojených štátoch sa očakáva pretrvávanie robustnej aktivity podporovanej silným domácim dopytom. Expanzia bude pokračovať vďaka stabilnému rastu investícií a spotreby, keď malé kapacity na trhu práce podporujú postupný rast miezd a stále priaznivé finančné podmienky zvyšujú mieru bohatstva. K rastu domáceho dopytu by mala prispieť reforma daňovej legislatívy prijatá minulý december, ako aj vo februári schválené zvýšenie stropu štátnych výdavkov.

V Spojenom kráľovstve sa očakáva tlmený ale stabilný rast reálneho HDP. Po výraznom spomalení v prvom polroku 2017 sa hospodárska aktivita v druhej polovici roka mierne oživila. Očakáva sa, že vyšší rast čistého vývozu v najbližších štvrťrokoch a určité oživenie investícií prispejú k rastu reálneho HDP tejto krajiny.

Hospodárska expanzia v Japonsku sa bude postupne spomaľovať.

Hospodárska aktivita by mala v krátkodobom horizonte zostať relatívne silná vďaka aktuálnemu priaznivému vývoju a akomodačnému nastaveniu menovej politiky. Neskôr sa však očakáva postupné spomaľovanie rastu. V tomto poklese sa okrem slabnúceho vplyvu fiškálnej politiky a rýchleho znižovania voľných kapacít odráža aj znižovanie priaznivého vplyvu infraštruktúrnych investícií v súvislosti s olympijskými hrami v roku 2020.

V Číne pokračuje výrazná expanzia hospodárskej aktivity, ku ktorej prispieva silná spotreba a stále aktívny trh nehnuteľností na bývanie. Krátkodobý výhľad je ovplyvnený hlavne úsilím orgánov dosiahnuť stabilný rast a obmedziť finančné riziká. Predpokladá sa, že v strednodobom horizonte sa postupne zavedú štrukturálne reformy, čo povedie k riadenému spomaleniu rastu.

Hospodárska aktivita krajín strednej a východnej Európy zostane výrazná, oproti roku 2017 sa však spomalí. Hospodárska aktivita v krajinách strednej a východnej Európy zaznamenala v roku 2017 značný rast, ku ktorému prispelo oživenie investícií a silná súkromná spotreba. Očakáva sa, že ju naďalej budú podporovať veľké investície spojené s čerpaním fondov EÚ, výrazná spotreba a priaznivejšia situácia na trhu práce.

Hospodárska aktivita veľkých vývozcov komodít sa postupne zvyšuje.

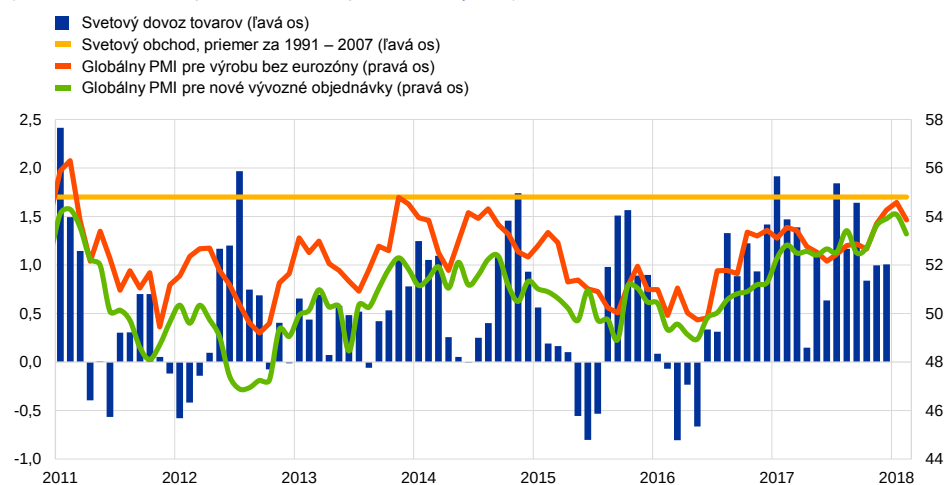
Predstihové ukazovatele po silnom raste hospodárskej aktivity Ruska v prvom polroku 2017 poukazujú v poslednom štvrťroku na jej prechodný pokles, ktorý bol spôsobený znížením priemyselnej produkcie. V strednodobom horizonte sa očakáva pomalá expanzia hospodárskej aktivity spôsobená fiškálnymi problémami doliehajúcimi na podnikateľské prostredie, nedostatkom fixných investícií a malým potenciálom rastu v dôsledku chýbajúcich štrukturálnych reforiem. Hospodárska aktivita Brazílie by sa mala ďalej oživovať. Zlepšujúca sa dôvera a trh práce, ako aj akomodačná menová politika by mali v spojení so stále nízkymi inflačnými tlakmi prispieť k rastu spotreby. Politická neistota v aktuálnom volebnom roku a možné zhoršenie podmienok externého financovania však predstavujú hlavné riziká ohrozujúce zlepšujúci sa hospodársky výhľad krajiny.

Výhľad rastu globálneho obchodu by mal v krátkodobom horizonte zostať nevýrazný. Miera rastu globálneho dovozu tovarov sa v decembri mierne spomalila, no dostupné údaje za jednotlivé krajiny a predstihové ukazovatele naznačujú jej silný rast na prelome rokov 2017 a 2018. Objem dovozu tovarov sa v decembri medzištvrtročne zvýšil o 1 %, čo znamená pokles oproti tretiemu štvrťroku, keď zaznamenal 1,6-percentný rast (graf 2). Obchodná aktivita sa výrazne zvýšila v Spojených štátoch, naopak v Ázii a strednej a východnej Európe klesla.

Graf 2

Svetový obchod s tovarom

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



Zdroj: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z februára 2018 (globálny PMI pre výrobu a globálny PMI pre nové vývozné objednávky) a z decembra 2017 (obchod).

Prognózy vývoja obchodu sa v strednodobom horizonte spájajú s predpokladom, že rast globálneho dovozu bude korešpondovať s vývojom hospodárskej aktivity. Zhodujú sa s dôkazmi, že dlhodobejšie štrukturálne faktory, ktoré predtým podporovali rýchlu expanziu globálneho obchodu (vrátane liberalizácie obchodu, zníženia ciel a dopravných nákladov, ako aj expanzie globálnych hodnotových reťazcov), prestali od finančnej krízy pôsobiť. Neistota spojená s týmito dlhodobejšími faktormi je zreteľná a v niektorých prípadoch chýbajú dostatočné údaje. Dostupné údaje by však mali naznačovať, že prognóza rastu dovozu v súlade s vývojom aktivity v strednodobom horizonte je dobre ukotvená.

Celkovo sa predpokladá, že globálny rast zostane v horizonte projekcie všeobecne stabilný. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2018 sa rast reálneho HDP sveta (bez eurozóny) zrýchlil z 3,8 % v roku 2017 na 4,1 % v roku 2018 a následne bude klesať na 3,9 % v roku 2019 a 3,7 % v roku 2020. V tejto projekcii sa odráža očakávané spomalenie aktivity vo vyspelých ekonomikách všeobecne a najmä v Spojených štátoch, ktoré bude čiastočne vykompenzované miernym rastom v krajinách rozvíjajúcich sa trhov. Rast zahraničného dopytu eurozóny by mal byť na úrovni 4,7 % v roku 2018, 4,1 % v roku 2019 a 3,6 % v roku 2020. V porovnaní s projekciami z decembra 2017 sa globálny rast HDP upravil na roky 2017 až 2019 nahor a rast zahraničného dopytu eurozóny bol navýšený pre celý horizont projekcie. V oboch prípadoch úprava odráža vplyv dodatočných fiškálnych stimulov v Spojených štátoch.

Pokiaľ ide o výhľad vývoja globálnej aktivity, v krátkodobom horizonte sa očakáva jej rast, kým v strednodobom horizonte skôr pokles. K zvýšeniu môže v krátkodobom horizonte prispieť širšie globálne oživenie a následne výraznejšie investície a obchod, pričom fiškálny balíček v Spojených štátoch by mohol mať na aktivitu väčší vplyv, ako sa očakáva. V strednodobom horizonte však tieto faktory môžu oslabiť riziká ako napríklad nárast obchodného protekcionizmu, náhle zmeny na finančných trhoch (ktoré by mohli viesť k sprísneniu podmienok globálneho financovania), výpadky spôsobené reformným a liberalizačným procesom v Číne, ako aj politická a geopolitická neistota najmä v dôsledku rizík spojených s brexitom.

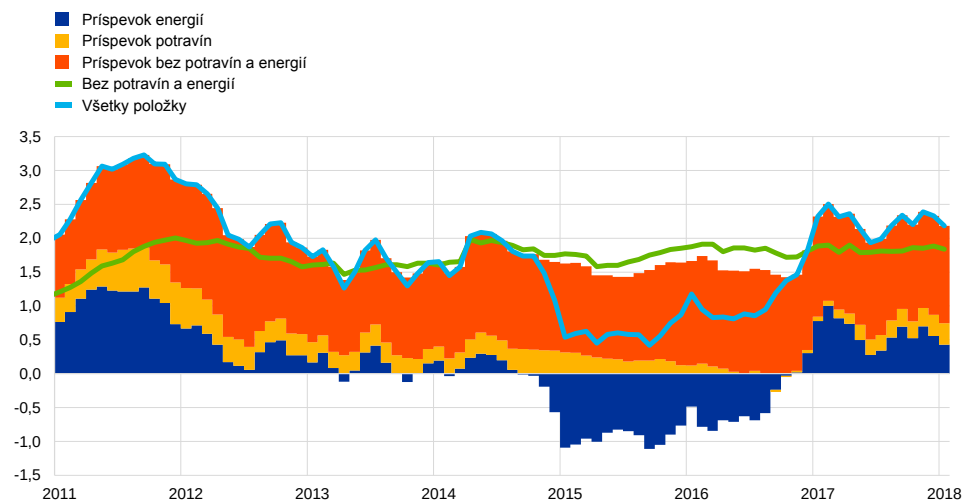
Vývoj globálnych cien

Globálna inflácia spotrebiteľských cien sa za posledné obdobie mierne znížila a vývoj miezd zostal nevýrazný. Ročná miera inflácie spotrebiteľských cien v krajinách OECD sa po miernom novembrovom náraste v decembri a januári spomalila na 2,2 %. Tento vývoj súvisel s určitým spomalením rastu cien energií, hoci zostal zhruba na úrovni 5 %, pričom rast cien potravín bol naďalej stabilný. Ročná miera inflácie OECD bez cien potravín a energií čiastočne poklesla na 1,8 % (graf 3). Pokiaľ ide o vývoj miezd, kompenzácie na zamestnanca zostali na veľmi nízkych úrovniach (medziročne stúpili o 1,5 %) napriek ďalšiemu poklesu miery nezamestnanosti v krajinách OECD v treťom štvrťroku (na menej ako 6 %). Iba hodinová mzda vo výrobnom sektore má stúpajúci trend, ktorý korešponduje najmä so zvyšujúcim sa nedostatkom pracovných síl na trhu práce.

Graf 3

Inflácia spotrebiteľských cien OECD

(medziročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: OECD.

Poznámka: Posledné údaje sú z januára 2018.

Ceny ropy Brent za posledné týždne mierne klesli a zo 70 USD za barel

k 23. januáru sa k 22. februáru znížili na 66 USD. K tomuto aktuálnemu poklesu prispela aj rekordná produkcia ropy v Spojených štátoch, dodržiavanie dohody o znížení dodávok a odstránenie výpadkov z decembra a januára, vrátane obnovenia plnej kapacity zdrojov zo Severného mora. Ropné futures poukazujú na pokles cien ropy pod aktuálne úrovne, približne na 65 USD za barel v roku 2018 a 61 USD za barel v roku 2019. Ceny neenergetických komodít v posledných týždňoch mierne stúpili, keď ceny potravín zaznamenali rast o 3,5 % a ceny kovov o 1,6 %.

V budúcnosti sa očakáva pomalé zvyšovanie globálnej inflácie. Inflácia by v krátkodobom horizonte mala stúpať v dôsledku nedávneho zvýšenia cien ropy. Následne by pomalé zmenšovanie voľných kapacít na globálnej úrovni malo prispieť k rastu základnej inflácie. Nárast inflácie však bude zrejme tlmený záporným príspevkom cien energií, čo v súčasnosti naznačuje krivka ropných futures, podľa ktorej sa v strednodobom horizonte očakáva pokles cien ropy.

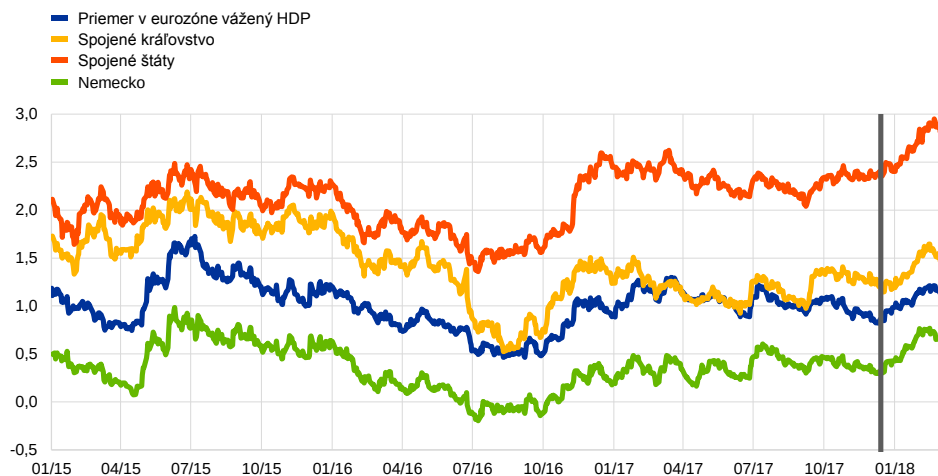
Od zasadnutia Rady guvernérov v decembri 2017 výnosy štátnych dlhopisov eurozóny mierne vzrástli v prostredí pokračujúcej hospodárskej expanzie. Keďže inflačné očakávania zostali vo všeobecnosti stabilné, reálne úrokové miery zaznamenali zodpovedajúci nárast. Hoci sa očakávania podnikových ziskov zvýšili, ceny akcií v prostredí zvýšenej volatility poklesli. Spready podnikových dlhopisov pritom zostali v zásade stabilné. Spready medzi výnosmi štátnych dlhopisov a úrokovými mierami jednoduchých indexových swapov sa celkovo mierne zúžili. Na devízových trhoch euro v nominálnom efektívnom vyjadrení posilnilo.

Od polovice decembra rástli výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov na oboch stranách Atlantického oceánu. Počas sledovaného obdobia (od 14. decembra 2017 do 7. marca 2018) sa výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP zvýšili o 28 bázických bodov na 1,13 % (graf 4). V Spojených štátoch vzrástli výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov o 53 bázických bodov na 2,88 % a v Spojenom kráľovstve o 33 bázických bodov na 1,50 %. Desaťročné úrokové miery jednoduchých indexových swapov eurozóny sa zvýšili o 31 bázických bodov na 0,90 %, čo bolo spôsobené najmä nárastom dlhodobých reálnych úrokových mier. Vývoj na dlhopisových trhoch na oboch stranách Atlantického oceánu odráža zlepšovanie očakávaní trhu týkajúce sa hospodárskeho rastu a inflácie, ako aj očakávaní ohľadom s tým súvisiacej reakcie menovej politiky.

Graf 4

Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov

(v % p. a.)



Zdroje: Bloomberg a ECB.

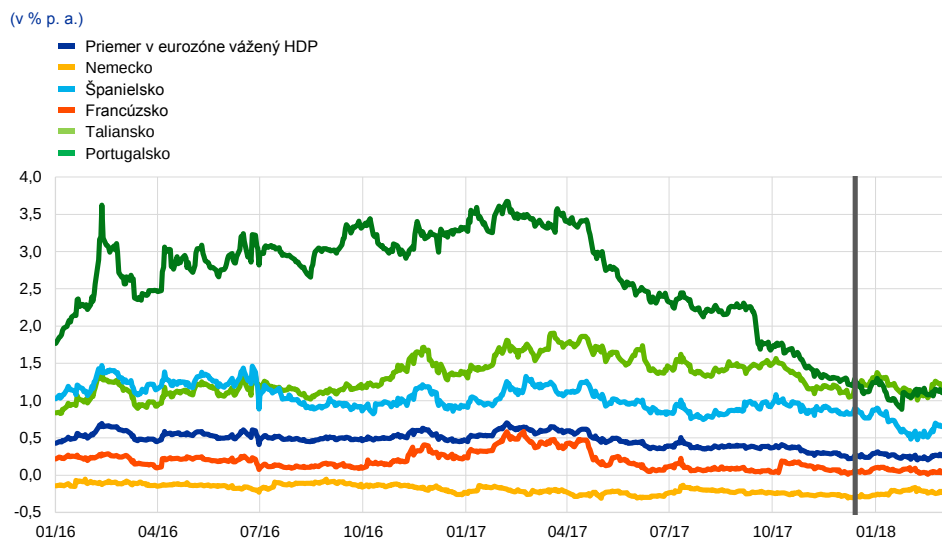
Poznámky: Vertikálna šedá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia, 14. decembra 2017. Posledné údaje sú zo 7. marca 2018.

Spready medzi výnosmi štátnych dlhopisov a bezrizikovými úrokovými mierami jednoduchých indexových swapov celkovo poklesli. Zúženie desaťročných spreadov sa pohybuje od 31 bázických bodov v Španielsku a 22 bázických bodov v Portugalsku po 4 bázické body v Taliansku, čo je odrazom priaznivého makroekonomického výhľadu (graf 5). V Taliansku sa dočasne prudký pokles v období do januára a potom počas nasledujúcich týždňov pred voľbami do

parlamentu v marci zmenil. V Nemecku výnosy desaťročných dlhopisov vzrástli o 5 bázičských bodov viac ako úrokové miery jednoduchých indexových swapov, čo malo za následok menší záporný spread, čo pravdepodobne okrem iného signalizuje nižšie prémie za nedostatok.

Graf 5

Spready medzi výnosmi štátnych dlhopisov eurozóny a úrokovými mierami jednoduchých indexových swapov



Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

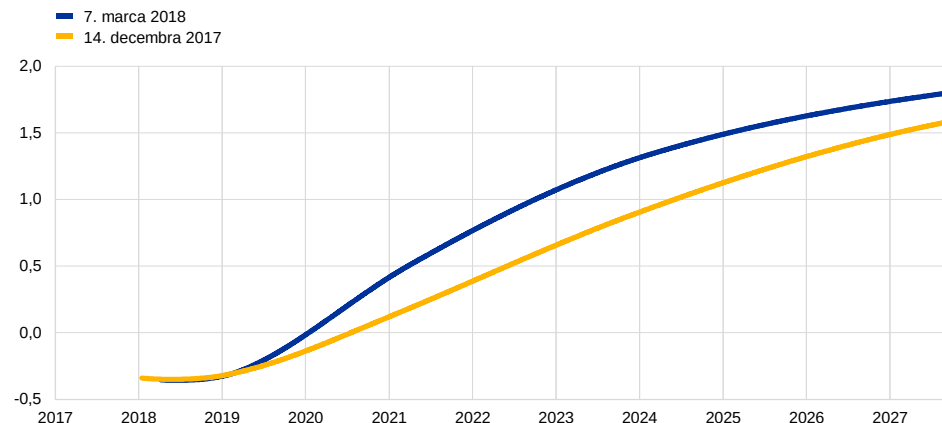
Poznámky: Tento spread sa počíta odpočítaním desaťročných úrokových mier jednoduchých indexových swapov od výnosov štátnych dlhopisov. Vertikálna šedá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia, 14. decembra 2017. Posledné údaje sú zo 7. marca 2018.

Sklon krivky forwardových sadzieb EONIA (euro overnight index average) sa zväčšil. Krivka forwardových sadzieb EONIA (euro overnight index average) sa pri stredných a dlhých splatnostiach posunula smerom nahor (graf 6). Za obdobie do začiatku rok 2019 došlo len k malej zmene krivky v porovnaní so situáciou na konci predchádzajúceho sledovaného obdobia, odrážajúc tak v zásade nezmenené očakávania trhu pokiaľ ide o úroveň úrokovej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií takmer počas tohto časového obdobia.

Graf 6

Forwardové sadzby EONIA

(v % p. a.)



Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

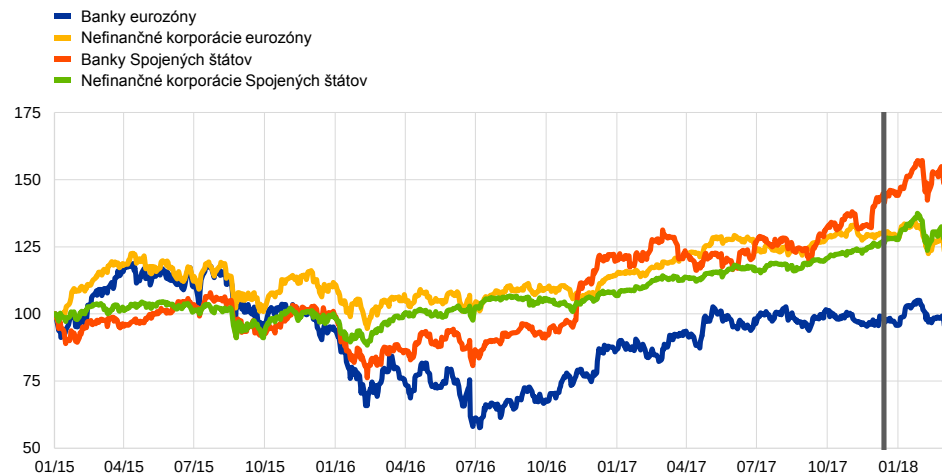
Sadzbá EONIA počas sledovaného obdobia dosahovala v priemere -36 bázičkých bodov. Nadbytočná likvidita sa zvýšila o zhruba 5 mld. € na približne 1 885 mld. €. Rast čistých autonómnych faktorov bol viac ako kompenzovaný likviditou dodanou prostredníctvom nákupov v rámci programu nákupu aktív Eurosystemom. Podmienky likvidity sú podrobnejšie opísané v boxe 3.

Volatilita na akciových trhoch sa ku koncu sledovaného obdobia zvýšila. Zatiaľ čo ceny akcií sa od polovice decembra 2017 do konca januára 2018 zvýšili, začiatkom februára sa zaznamenala relatívne prudká zmena cien a prudký nárast volatility (graf 7). Táto zmena bola s najväčšou pravdepodobnosťou spôsobená vnímaním rastúcej inflácie účastníkmi trhu, najmä v Spojených štátoch, a očakávaniami zodpovedajúcich úprav nastavenia menovej politiky. Časť poklesu cien akcií sa následne eliminoval, ale neistota po oznámeniach týkajúcich sa obchodnej politiky Spojených štátov mali začiatkom marca za následok ďalší pokles na akciových trhoch na oboch stranách Atlantického oceánu. V sledovanom období ceny akcií na nefinančných korporáciách eurozóny celkovo poklesli o 2,7 %, zatiaľ čo ceny akcií finančného sektora poklesli len o 1,5 %. V Spojených štátoch akciové indexy finančného i nefinančného sektora napriek úprave vzrástli, pričom dosahovali zodpovedajúco 6,4 % a 3,1 %. Celkovo mali na vývoj na akciových trhoch eurozóny naďalej vplyv očakávania stabilných ziskov, zatiaľ čo vyššie bezrizikové sadzby a určitý nárast rizikových prémieí za akcie mali na ceny akcií záporný vplyv.

Graf 7

Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(index: 1. január 2015 = 100)



Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Poznámky: Vertikálna šedá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia, 14. decembra 2017. Posledné údaje sú zo 7. marca 2018.

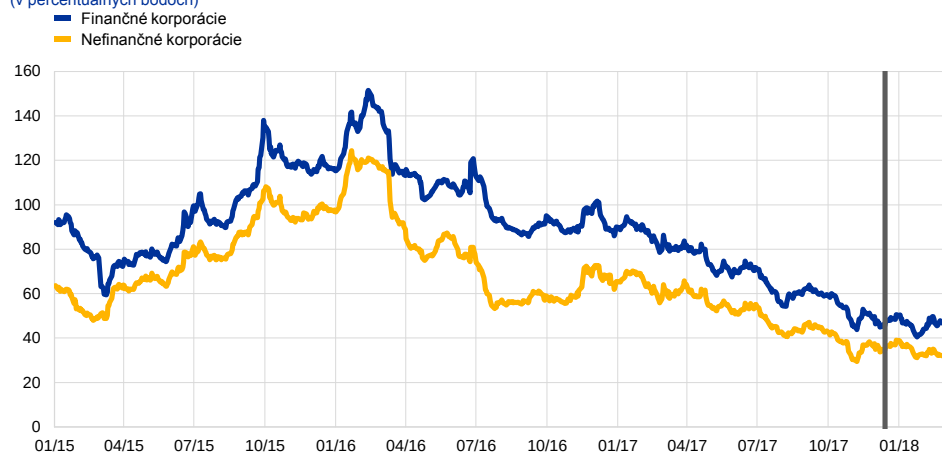
Spready dlhopisov vydaných nefinančnými korporáciami zostali počas sledovaného obdobia vo všeobecnosti stabilné. Dňa 7. marca 2018 zostali

spready dlhopisov nefinančných korporácií s ratingom investičného stupňa (voči krivke zodpovedajúcich dlhopisov eurozóny s ratingom AAA) v porovnaní so spreadmi z polovice decembra 2017 prakticky nezmenené a boli o približne 79 bazických bodov nižšie ako ich úroveň v marci 2016, pred oznámením a následným spustením programu nákupu cenných papierov podnikového sektora (graf 8). Spready dlhopisov finančného sektora sa nepatrne zvýšili, počas sledovaného obdobia vzrástli o 4 bazické body. Nízka úroveň spreadov podnikových dlhopisov je v súlade s prebiehajúcim hospodárskym rastom.

Graf 8

Spready podnikových dlhopisov eurozóny

(v percentuálnych bodoch)



Zdroje: Indexy iBoxx a výpočty ECB.

Poznámky: Vertikálna šedá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia, 14. decembra 2017. Posledné údaje sú zo 7. marca 2018.

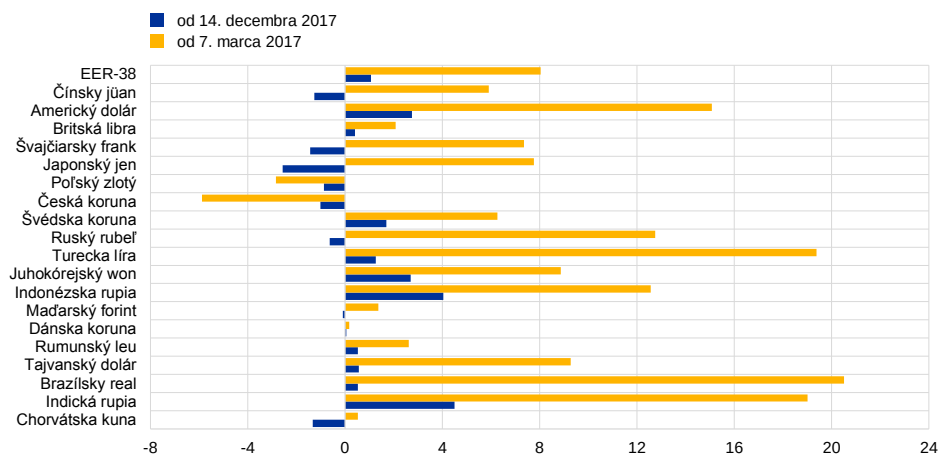
Na devízových trhoch euro od polovice decembra 2017 v nominálnom efektívnom vyjadrení posilnilo.

Tento vývoj odráža posilňovanie voči americkému doláru z dôvodu makroekonomických správ (v sledovanom období euro posilnilo o 2,8 %, graf 9) a v menšej miere aj voči anglickej libe. Euro ďalej posilňovalo voči menám väčšiny hlavných rýchlo sa rozvíjajúcich hospodárstiev, s výnimkou čínskeho jüanu, voči ktorému oslabilo o 1,3 %. Euro oslabilo aj voči väčšine ostatných významných mien vrátane švajčiarskeho franku a japonského jenu, ako aj voči menám väčšiny ostatných členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny, čo ďalej tlmilo zhodnocovanie eura váženého zahraničným obchodom.

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 7. marca 2018.

3 Hospodárska aktivita

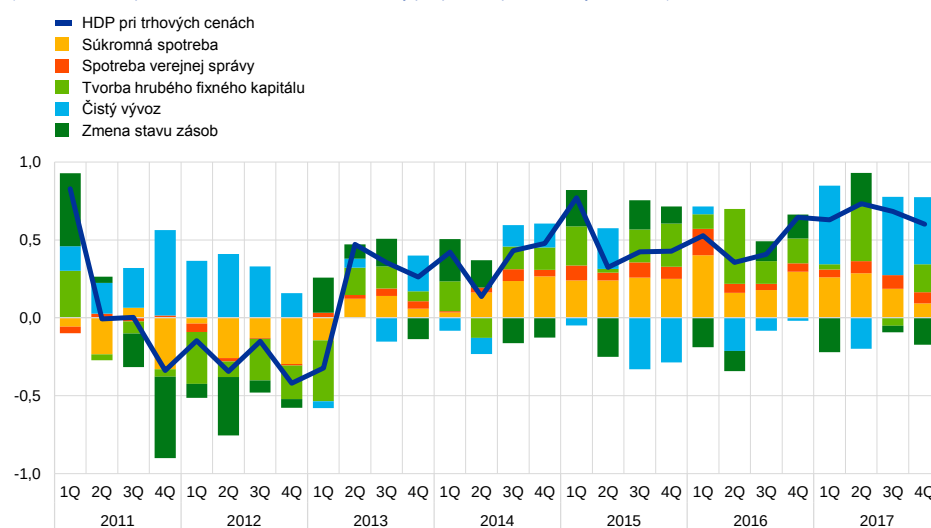
Hospodárska expanzia eurozóny je naďalej výrazná a prejavuje sa vo všetkých krajinách a sektoroch. Rast reálneho HDP podporuje rast súkromnej spotreby a investícií, ako aj vývoz ťažiaci z celkového globálneho oživenia. Najnovšie výsledky prieskumov a prichádzajúce údaje potvrdzujú silnú a rozsiahlu rastovú dynamiku hospodárstva eurozóny, ktorá by mala podľa projekcií v blízkej budúcnosti rásť rýchlejším tempom ako sa predpokladalo. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z decembra 2017 bol výhľad rastu HDP na rok 2018 v makroekonomických projekciách odborníkov ECB z marca 2018 upravený nahor a výhľad na roky 2019 a 2020 zostal nezmenený. Rast reálneho HDP eurozóny by sa mal podľa projekcií zvýšiť v roku 2017 o 2,5 %, v roku 2018 o 2,4 %, v roku 2019 o 1,9 % a v roku 2020 o 1,7 %.

Hospodársky rast bol vo štvrtom štvrtroku 2017 mohutný a prebiehal vo všetkých krajinách. Vo štvrtom štvrtroku minulého roka stúpol reálny HDP medzištvrtročne o 0,6 % (graf 10). Rast reálneho HDP poháňal čistý obchod a domáci dopyt, najmä fixné investičné výdavky, zatiaľ čo zmeny zásob zaznamenali záporný príspevok. V druhej sérii údajov o raste reálneho HDP zostal štvrtročný rast reálneho HDP vo štvrtom štvrtroku 2017 nezmenený, čo potvrdzuje, že predbežný rýchly odhad je naďalej spoľahlivý (viac v boxe Spoľahlivosť predbežného rýchleho odhadu HDP za eurozónu v tomto čísle Ekonomického bulletinu). Rast produkcie vo štvrtom štvrtroku viedol k ročnému rastu HDP na úrovni 2,3 % v roku 2017 (2,5 % vo vyjadrení očistenom od vplyvu počtu pracovných dní). Hospodárske ukazovatele naznačujú, že model rozsiahleho a mohutného rastu pokračoval aj začiatkom tohto roka.

Graf 10

Rast reálneho HDP eurozóny a jeho zložky

(medzištvrtročná percentuálna zmena a medzištvrtročný príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat.

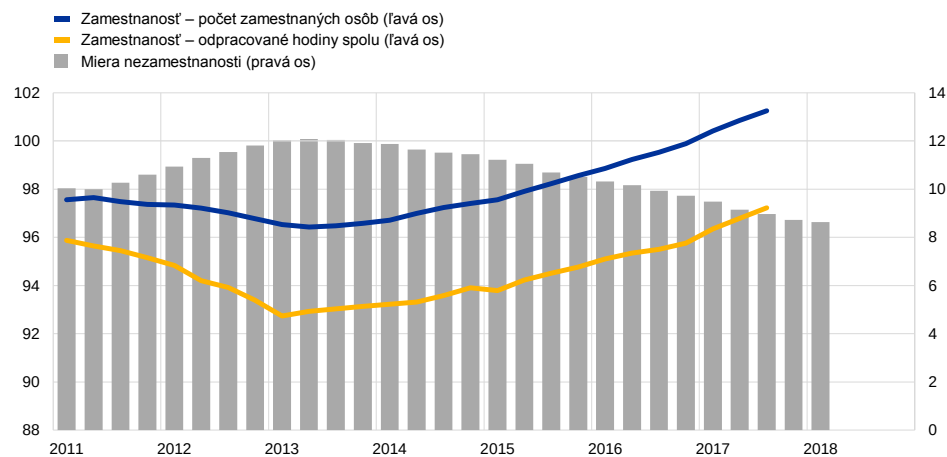
Poznámka: Posledné údaje sú za štvrtý štvrtrok 2017.

Trhy práce v eurozóne nadďalej vykazujú výraznú dynamiku. Zamestnanosť vzrástla v treťom štvrtroku 2017 medzištvrtročne o 0,4 %, takže zaznamenala ročný rast o 1,7 %. V súčasnosti je o 1,2 % nad najvyššou úrovňou spred krízy, ktorá sa zaznamenala v prvom štvrtroku 2008. Zvyšuje sa aj celkový počet odpracovaných hodín, pričom priemerný počet odpracovaných hodín na zamestnanú osobu zostal od začiatku oživenia celkovo nezmenený. Počas oživenia sa zvýšila zamestnanosť na plný aj na čiastočný úväzok. Pokiaľ ide o zamestnanosť na čiastočný úväzok, najviac stúpol počet pracovníkov na čiastočný úväzok, ktorý nie sú podzamestnaní, zatiaľ čo počet podzamestnaných pracovníkov na čiastočný úväzok v poslednom čase klesá (viac v boxe Najnovší vývoj v oblasti zamestnanosti na čiastočný úväzok v tomto vydaní Ekonomického bulletinu). V januári 2018 dosahovala miera nezamestnanosti v eurozóne 8,6 %, čo je najnižšia úroveň od decembra 2008 (graf 11). Pokles bol zaznamenaný vo všetkých skupinách podľa veku a pohlavia. Dlhodobá nezamestnanosť (čiže počet ľudí nezamestnaných po dobu najmenej 12 mesiacov vyjadrený v percentách z pracovnej sily) tiež ďalej klesala, zostala však výrazne nad úrovňami spred krízy. Informácie z prieskumov poukazujú na ďalšie zlepšovanie podmienok na trhu práce v nasledujúcom období. Súčasne sa v niektorých krajinách a sektoroch prejavujú náznaky nedostatku pracovnej sily. Tempo rastu príjmov bolo v treťom štvrtroku 2017 výrazné.

Graf 11

Vývoj na trhu práce v eurozóne

(ľavá os: index: 1Q 2008 = 100; pravá os: v %)



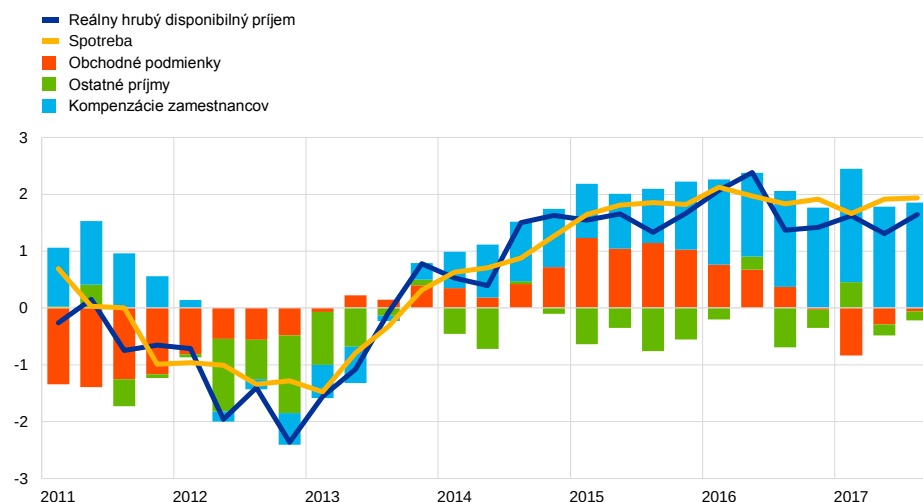
Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú pri zamestnanosti a odpracovaných hodinách za tretí štvrtrok 2017 a pri miere nezamestnanosti za január 2018.

Zlepšujúci sa trh práce podporuje rast príjmov a súkromné výdavky. Súkromná spotreba vzrástla vo štvrtom štvrtroku 2017 medzištvrtročne o 0,2 %, takže zaznamenala ročný rast o 1,5 %. Pomer úspor domácností k ich disponibilnému príjmu zostal v treťom štvrtroku 2017 nízky, dosiahol najnižšiu hodnotu od roku 1999, takže ďalej podporuje súkromnú spotrebu. Spotrebu domácností podporovali aj menovopolitické opatrenia ECB, ktoré zjednodušujú podmienky financovania. Rastúce reálne príjmy podporujú rast súkromnej spotreby, keďže kompenzácie zamestnancov zostávajú kľúčovou zložkou rastu súkromnej spotreby (graf 12).

Graf 12**Reálny hrubý disponibilný príjem a spotreba v eurozóne**

(ročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

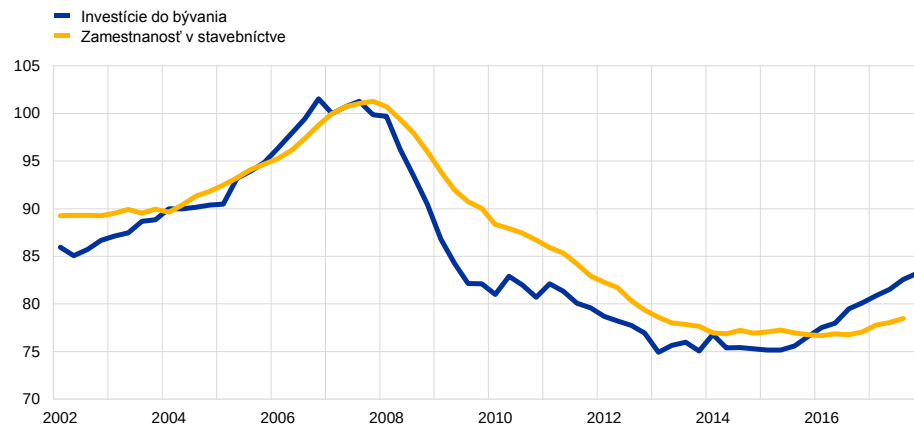
Poznámka: Ostatné príjmy zahŕňajú prevádzkový prebytok, majetkové príjmy, priame dane a transfery. Všetky zložky príjmov sú redukované deflátorom HDP. Príspevok obchodných podmienok sa odvodzuje od rozdielu medzi HDP a deflátorom spotreby. Spotreba a disponibilný príjem sa redukujú deflátorom spotreby. Posledné údaje sú za tretí štvrťrok 2017.

Rast stavebných investícií sa v roku 2017 výrazne zvýšil a toto oživenie by malo pokračovať aj v roku 2018. Stavebná výroba dosiahla vrchol v poslednom štvrťroku 2017, ale za rok 2017 vzrástla celkovo o 2,2 %. Ukazovatele stavebnej aktivity z prieskumov ďalej signalizujú mohutnú dynamiku rastu. Dôvera v segmente výstavby budov sa zlepšovala v decembri 2017 aj v januári 2018. Index nákupných manažérov (PMI) pre stavebníctvo sa zvýšil z 53,3 v decembri na 57,0 v januári. Je to najprudší nárast od februára 2011. Zároveň v januári v prieskume Európskej komisie ďalej stúpal ukazovateľ nedostatku pracovných síl v sektore stavebníctva, ktorý dosahoval už aj tak vysokú úroveň.

Z hľadiska hospodárskeho cyklu je však úroveň investícií do bývania stále nízka. Zamestnanosť v stavebnom sektore a reálne rezidenčné investície zaznamenali najvyššie úrovne v treťom štvrťroku 2007 a potom prudko klesli (graf 13) a zatiaľ čo sa rezidenčné investície mierne oživilo (od druhého štvrťroka 2015 o 10 %), rast zamestnanosti v stavebníctve bol oveľa pomalší (do 2 %). V pomerne slabom oživení objemu investícií do bývania sa odráža nadmerné investovanie pred krízou v niektorých krajinách eurozóny a pretrvávajúce tlaky na oddľžovanie domácností. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, investície do bývania by mali stále viac podporovať rast HDP.

Graf 13**Zamestnanosť v stavebníctve a rezidenčné investície v eurozóne**

(index: 1Q 2007 = 100)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za tretí štvrťrok 2017 v prípade zamestnanosti v stavebníctve a za štvrtý štvrťrok 2017 v prípade investícií do bývania.

Rast nestavebných investícií sa vo štvrtom štvrťroku 2017 zvýšil a toto oživenie by malo pokračovať aj začiatkom roka 2018.

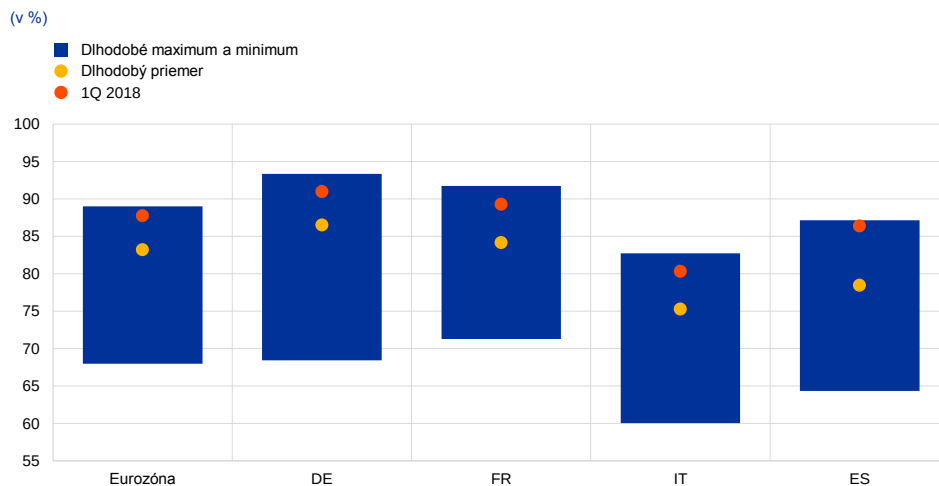
Hrubý prevádzkový prebytok sa podľa sektorových účtov v treťom štvrťroku 2017 značne zvýšil. Je to veľmi dôležité v prípade nehmotných aktív, ktoré sa viac spoliehajú na vnútorné financovanie. Prieskum Európskej komisie taktiež ukazuje, že vnímaná miera využitia kapacít v sektore výroby investičného tovaru sa v prvom štvrťroku 2018 priblížila k najvyšším zaznamenaným hodnotám v histórii v eurozóne aj vo všetkých najväčších krajinách eurozóny (graf 14). Podľa tohto prieskumu sa táto skutočnosť prejavila v sektore výroby investičného tovaru vo vyšších obmedzeniach v oblasti vybavenia aj pracovnej sily.

Podnikateľské investície by mali prispievať k rastu produkcie počas celého roka 2018.

Silný rast dopytu a ziskov by mal napriek volatilite na akciových trhoch ďalej podporovať podnikateľské investície. Pri detailnejšom pohľade na najnovší vývoj cien akcií nefinančných korporácií eurozóny súvisí nedávna volatilita skôr s vyššími očakávanými úrokovými mierami a rizikovými prémiami ako s úpravou očakávaného zisku smerom nadol. Keďže veľká časť investícií sa financuje z nerozdelených ziskov, momentálny vplyv na podnikateľské investície nemusí byť veľmi významný.

Graf 14

Využitie kapacít v sektore investičného tovaru v eurozóne a najväčších krajinách eurozóny



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Dlhodobé znamená obdobie od roku 1987.

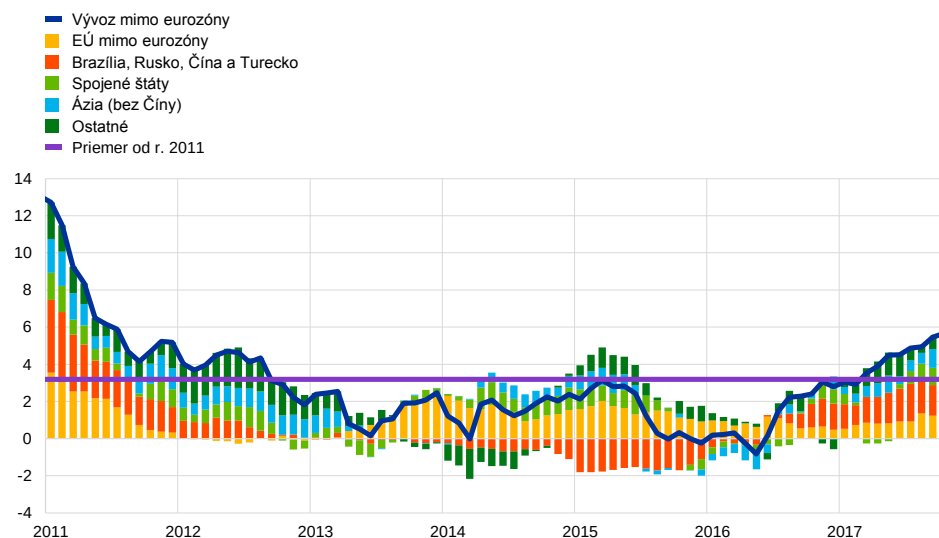
Vývoz eurozóny si udržal pozitívny trend a vo štvrtom štvrťroku 2017

nadobudol ďalšiu dynamiku. Decembrová hodnota vývozu eurozóny potvrdzuje mohutný trend s ďalším medzoročným zvýšením vývozu na úrovni 5,7 % v poslednom štvrťroku 2017, čo je najvyššia úroveň od tretieho štvrťroka 2011. Vývoz mimo eurozónu podporil najmä vývoz tovarov do krajín mimo EÚ spolu s kladným príspevkom všetkých ostatných oblastí (graf 15). Trhové podiely vývozu mimo eurozónu sú napriek nedávnemu zhodnoteniu eura naďalej celkovo stabilné. Predstihové ukazovatele z prieskumov poukazujú na pokračujúcu mohutnú dynamiku vývozu v blízkej budúcnosti, aj keď sa stále vysoká úroveň vývozných objednávok a nových objednávok vo výrobe z globálneho hľadiska aj v rámci eurozóny mierne znížila.

Graf 15

Vývoz tovarov mimo eurozónu

(medziročná percentuálna zmena a príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Posledné údaje o vývoze mimo EÚ sú z decembra 2017. Vývoz v rámci EÚ bol odvodený z príspevku vypočítaného na základe údajov za november 2017. Celkový objem vývozu za december 2017 vychádza z hodnôt a údajov o cenách výrobcov.

Najnovšie hospodárske ukazovatele poukazujú na silnú rastovú dynamiku v eurozóne, ktorá by mala podľa projekcií v blízkej budúcnosti rásť o niečo rýchlejším tempom ako sa predpokladalo. Priemyselná výroba (bez stavebníctva) sa v poslednom štvrtroku 2017 medzištvrťročne zvýšila o 1,5 %.

Stabilnú rastovú dynamiku v blízkej budúcnosti signalizujú aj novšie údaje z prieskumov. Ukazovateľ ekonomického sentimentu (ESI) Európskej komisie a kompozitný index PMI pre výrobu boli v prvých dvoch mesiacoch roku 2018 v priemere na vyššej úrovni ako v poslednom štvrtroku 2017 a zostali výrazne nad dlhodobou priemernou úrovňou.

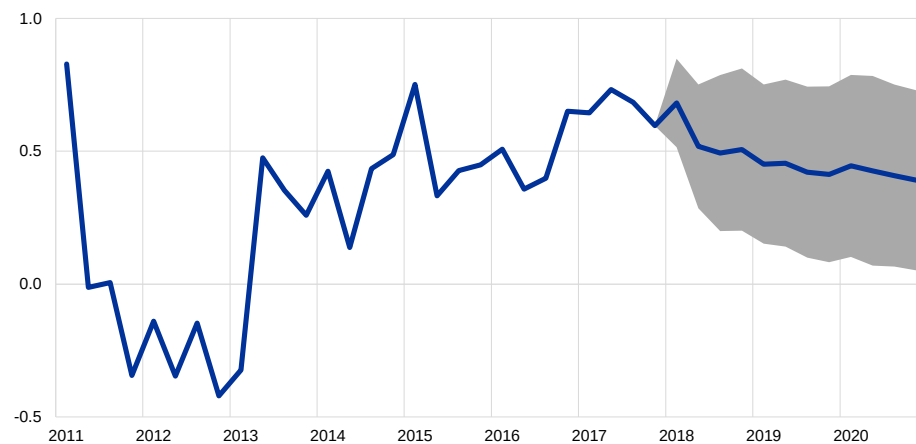
Súčasný výrazný a celkový hospodársky rast by mal pokračovať. Opatrenia menovej politiky ECB, ktoré uľahčovali proces oddlžovania, ďalej podporujú domáci dopyt. Súkromnú spotrebu podporuje rastúca zamestnanosť, ktorá ťaží aj z reforiem trhu práce uskutočnených v minulosti, a zvyšujúce sa bohatstvo domácností. Podnikateľské investície sa posilňujú vďaka priaznivým podmienkam financovania, zvyšujúcej sa ziskovosti korporácií a stabilnému dopytu. Investície do bývania sa v posledných štvrtrokoch ďalej zvyšovali. Široká globálna expanzia je stimulom pre vývoz eurozóny.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2018 sa má ročný rast reálneho HDP v eurozóne zvýšiť v roku 2017 o 2,5 %, v roku 2018 o 2,4 %, v roku 2019 o 1,9 % a v roku 2020 o 1,7 % (graf 16). V porovnaní s projekciami z decembra 2017 bol rast reálneho HDP na rok 2018 upravený nahor a na roky 2019 - 2020 zostáva nezmenený. Riziká spojené s výhľadom hospodárskeho rastu v eurozóne sa považujú za celkovo vyvážené.

Graf 16

Reálny HDP eurozóny (vrátane projekcií)

(medzištvrtročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – marec 2018 uverejnený na internetovej stránke ECB 8. marca 2018.

Poznámka: Intervaly okolo stredu projekcií sa určujú na základe rozdielu medzi skutočnými výsledkami a predchádzajúcimi projekciami za niekoľko rokov. Šírka intervalu 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.

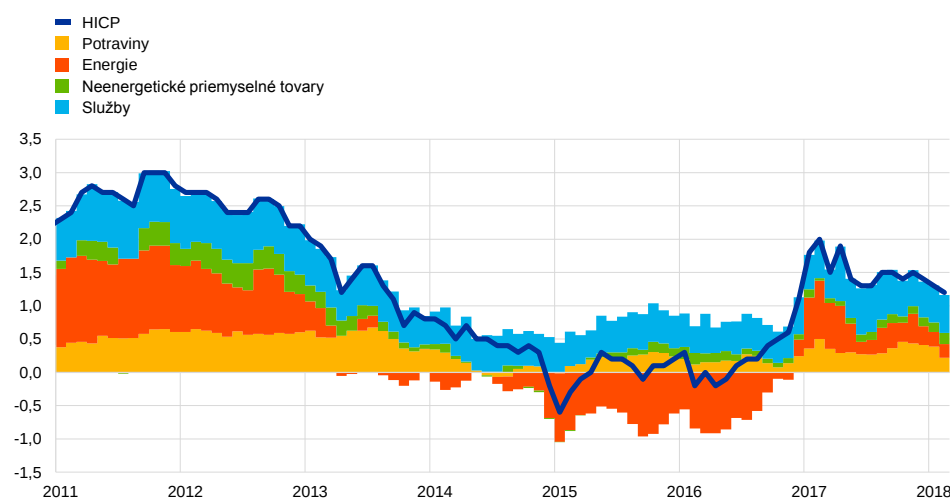
Ročná miera inflácie HICP podľa rýchleho odhadu Eurostatu klesla vo februári 2018 na 1,2 % z januárových 1,3 %. Vzhľadom na súčasné úrovne ropných futures je pravdepodobné, že sa ročná miera celkovej inflácie bude počas zvyšku roka pohybovať okolo 1,5 %. Základná inflácia zostala tlmená, v strednodobom horizonte sa však očakáva jej postupný nárast podporený menovopolitickými opatreniami ECB, pokračujúcou hospodárskou expanziou, súvisiacou absorpciou nevyužitých kapacít a zrýchľovaním mzdového rastu. Tento vývoj sa celkovo odráža aj v marcových makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu, podľa ktorých by mala ročná miera inflácie HICP dosiahnuť 1,4 % v roku 2018 aj v roku 2019 a 1,7 % v roku 2020. Inflácia HICP bez energií a potravín by mala byť na úrovni 1,1 % v roku 2018, 1,5 % v roku 2019 a 1,8 % v roku 2020.

Celková inflácia sa vo februári mierne znížila. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu klesla ročná miera inflácie HICP v eurozóne vo februári 2018 na 1,2 % (oproti januárovým 1,3 %), a zostala tak pod úrovňou z konca roka 2017 (graf 17). Februárový pokles odrážal hlavne nižšiu infláciu cien nespracovaných potravín vyplývajúcu najmä z základných efektov.

Graf 17

Príspevok jednotlivých zložiek k celkovej inflácii HICP v eurozóne

(ročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z februára 2018 (rýchly odhad).

Ukazovatele základnej inflácie sa po poklese zaznamenanom ku koncu roka 2017 na začiatku roka 2018 stabilizovali alebo mierne stúpili. Inflácia HICP bez potravín a energií bola vo februári 2018 na úrovni 1,0 %. V porovnaní s januárom sa teda nezmenila, no stúpila oproti decembru 2017 (0,9 %) (graf 18). V spomalení zaznamenanom v poslednej časti roka 2017 sa čiastočne odrážal vplyv výrazného poklesu inflácie vo viacerých položkách služieb.¹ Zvýšila sa tiež inflácia HICP bez

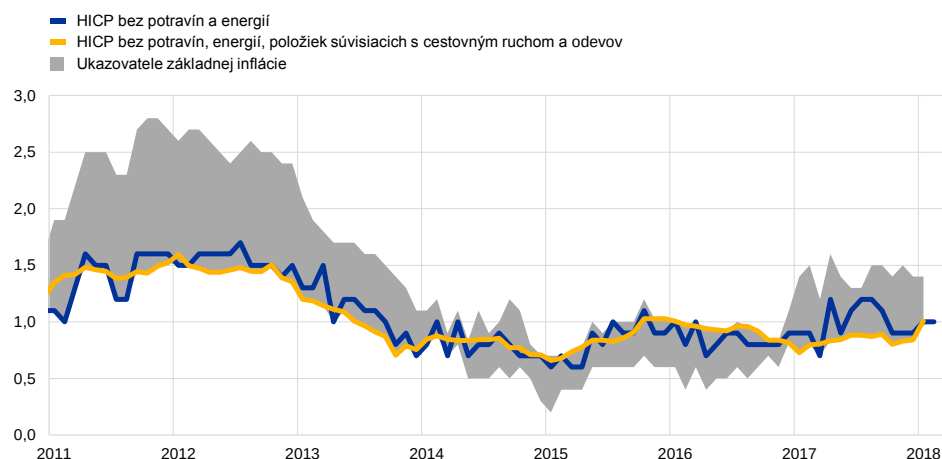
¹ Ďalšie informácie sú v boxe s názvom Úloha sezónnosti a mimoriadnych výkyvov v inflácii HICP bez cien potravín a energií v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

potravín a energií, ako aj bez položiek súvisiacich s cestovným ruchom a odevov, na ktoré zvyknú vplývať kalendárne obdobia a sezóny výpredajov. Základná inflácia však zostala celkovo tlmená a zatiaľ nevykazuje presvedčivé známky trvalého zvýšenia.

Graf 18

Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Súbor základných ukazovateľov zahŕňa: HICP bez energií; HICP bez nespracovaných potravín a energií; HICP bez potravín a energií; HICP bez potravín, energií, položiek súvisiacich s cestovným ruchom a odevov; orezaný priemer 10 %; orezaný priemer 30 % a medián HICP. V prípade HICP bez potravín a energií sú posledné údaje z februára 2018 (rýchly odhad) a v prípade všetkých ostatných ukazovateľov z januára 2018.

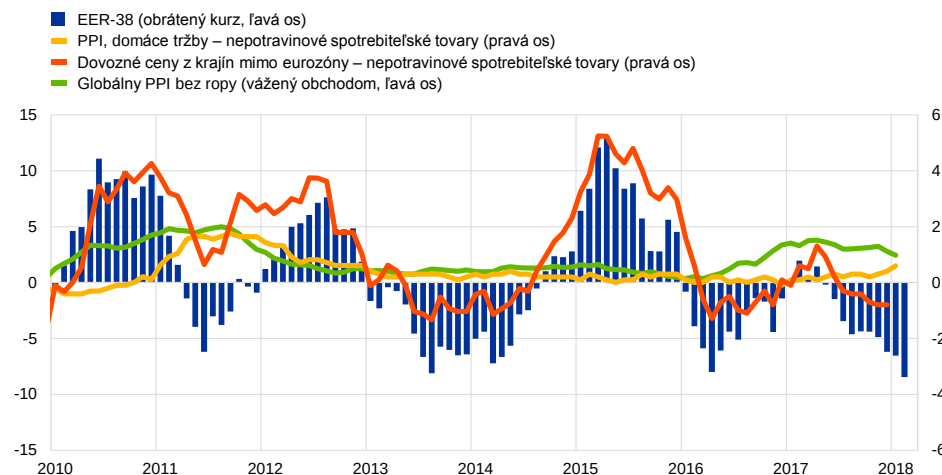
Tlak na ceny v komponente neenergetických priemyselných tovarov inflácie

HICP je naďalej celkovo tlmený. Globálna inflácia výrobných cien neenergetických tovarov sa v januári ďalej zmierňovala, zostala však na zvýšenej úrovni. Najnovší vývoj cien ropy a nerastných surovín v medziročnom vyjadrení naznačuje, že sa tieto cenové tlaky budú ďalej zmierňovať (graf 19). Tlak na zníženie cien v dôsledku posilnenia eura sa však zatiaľ viditeľne premietol najmä do nižšej inflácie dovozných cien. V prípade polotovarov došlo v decembri 2017 k poklesu inflácie dovozných cien na 2,1 %, oproti novembrovým 3,1 %. Inflácia dovozných cien nepotravinových spotrebiteľských tovarov zostala oproti novembru 2017 nezmenená, na úrovni -0,8 %. Pokiaľ ide o domáce tržby, zhodnotenie meny, ktoré sa spája s lacnejšími dovezenými vstupmi, nemalo zatiaľ na vývoj cien výrobcov žiadny vplyv. Najmä inflácia cien výrobcov nepotravinových spotrebiteľských tovarov vzrástla z 0,4 % zaznamenaných v decembri 2017 na 0,6 % v januári 2018, čo je najvyššia úroveň od decembra 2012. To isté platí aj pre ceny spotrebiteľských tovarov. Napriek tlaku na zníženie cien v dôsledku nižšej inflácie cien dovezených finálnych tovarov sa inflácia HICP neenergetických priemyselných tovarov ďalej zvyšovala. Vo februári 2018 sa podľa rýchleho odhadu Eurostatu pohybovala na úrovni 0,7 %, kým v januári bola na úrovni 0,6 % a v decembri 2017 zaznamenala 0,5 %.

Graf 19

Vývoj výmenného kurzu a dovozných a výrobných cen

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje o nominálnom efektívnom výmennom kurze eura voči menám 38 hlavných obchodných partnerov (EER-38) sú z februára 2018, údaje z indexu cien výrobcov nepotravinových spotrebiteľských tovarov (PPI) a z globálneho PPI bez ropy sú z januára 2018 a údaje o dovozných cenách nepotravinových spotrebiteľských tovarov z krajín mimo eurozóny sú z decembra 2017.

Aktuálny vývoj podporuje predpoklad trendu postupného rastu miezd, ako aj postupného stupňovania domácich nákladových tlakov. Ročný rast kompenzácií na zamestnanca stúpol z najnižšej hodnoty 1,1 % zaznamenananej v druhom štvrťroku 2016 na 1,6 % v treťom štvrťroku 2017.² Tento nárast odzrkadľoval hlavne vyššie príspevky mzdových posunov, ktoré zvyčajne reagujú na cyklický vývoj rýchlejšie ako dojednané mzdy. Ročný rast dojednaných miezd v poslednom štvrťroku 2017 zaznamenal len mierne zvýšenie na 1,6 % oproti 1,5 % v predchádzajúcom štvrťroku. Aktuálne mzdové dohody v krajinách eurozóny však poukazujú na ďalší nárast dojednaných miezd. Hoci súčasný vývoj v oblasti rastu miezd korešponduje so zlepšujúcimi sa podmienkami na trhu práce, stále naň môžu nepriaznivo vplyvať faktory ako nedávna nízka inflácia, slabý rast produktivity a pretrvávajúci vplyv reforiem trhu práce, ktoré sa realizovali počas krízy v niektorých krajinách.

Trhové ukazovatele dlhodobějších inflačných očakávaní aj ukazovatele odvodené z prieskumov zostávajú stabilné. Päťročná forwardová miera inflácie o päť rokov dosiahla 7. marca 2018 úroveň 1,71 %. V porovnaní s úrovňou z polovice decembra 2017 zostala celkovo nezmenená, no oproti úrovni z konca januára 2018 mierne klesla (graf 20). Z forwardového profilu trhových ukazovateľov inflačných očakávaní naďalej vyplýva dlhšie obdobie nízkej inflácie a len veľmi postupný návrat inflácie na úroveň nižšiu, ale blízku 2 %. Rizikovo neutrálna pravdepodobnosť zápornej priemernej inflácie v nasledujúcich piatich rokoch odvodená z trhu s inflačnými opциями je zanedbateľná. Dá sa teda predpokladať, že trhy v súčasnosti považujú riziko deflácie za veľmi malé. Podľa prieskumu ECB

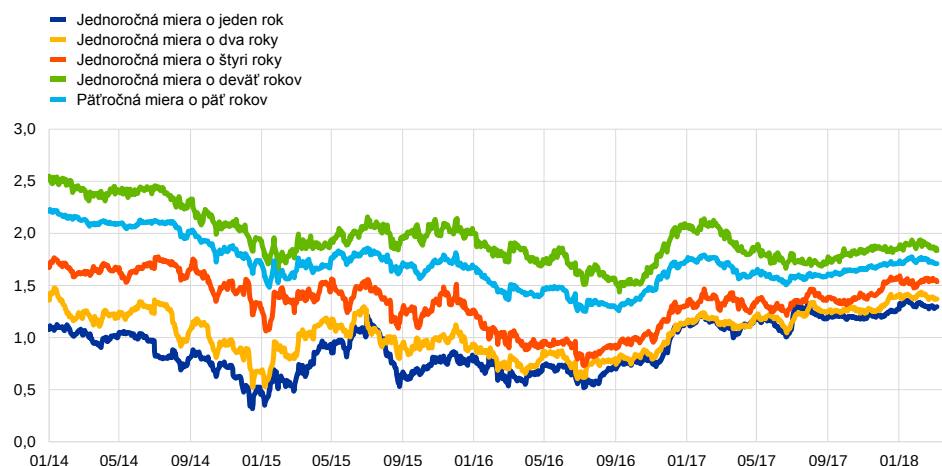
² Miera rastu za tretí štvrťrok 2017 bola upravená nadol o 0,1 percentuálneho bodu v súlade s druhým odhadom štvrťročného rastu reálneho HDP v eurozóne zverejneným Eurostatom 7. marca 2018.

Survey of Professional Forecasters za prvý štvrťrok 2018 zostali ukazovatele dlhodobejších inflačných očakávaní celkovo stabilné, na úrovni 1,85 %.

Graf 20

Trhové ukazovatele inflačných očakávaní

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú zo 7. marca 2018.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2018 sa

očakáva, že inflácia HICP bude stúpať až ku koncu horizontu projekcie.

Na základe informácií dostupných v polovici februára sa v projekciách predpokladá ročná miera inflácie HICP v eurozóne na úrovni 1,4 % v roku 2018, 1,4 % v roku 2019 a 1,7 % v roku 2020 (graf 21). V porovnaní s decembrovými makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu³ to znamená určitú revíziu inflácie v roku 2019 smerom nadol. Zníženie inflácie HICP cien energií v rokoch 2018 a 2019 by malo vo veľkej miere neutralizovať nárast základnej inflácie, pričom inflácia HICP bez energií a potravín sa z 1,1 % v roku 2018 zvýši na 1,5 % v roku 2019 a 1,8 % v roku 2020. Dôležitým faktorom, ktorý pôsobí na postupný rast základnej inflácie, je ďalšie zlepšovanie podmienok na trhu práce v eurozóne, keď sa na pracovnom trhu v niektorých častiach tohto regiónu zvyšuje napätie a dochádza k viditeľnému nedostatku pracovnej sily. Hoci sa očakáva, že nedávne posilnenie výmenného kurzu eura povedie k zníženiu inflácie, do istej miery by proti nemu mohla pôsobiť aktuálna vysoká miera rastu v eurozóne, ak vezmeme do úvahy súvisiacu väčšiu silu podnikov eurozóny pri tvorbe cien.

³ Ďalšie informácie sú v Makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2018, zverejnených 8. marca 2018 na internetovej stránke ECB.

Graf 21

Inflácia HICP eurozóny (vrátane projekcií)

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – marec 2018, zverejnené 8. marca 2018 na internetovej stránke ECB.

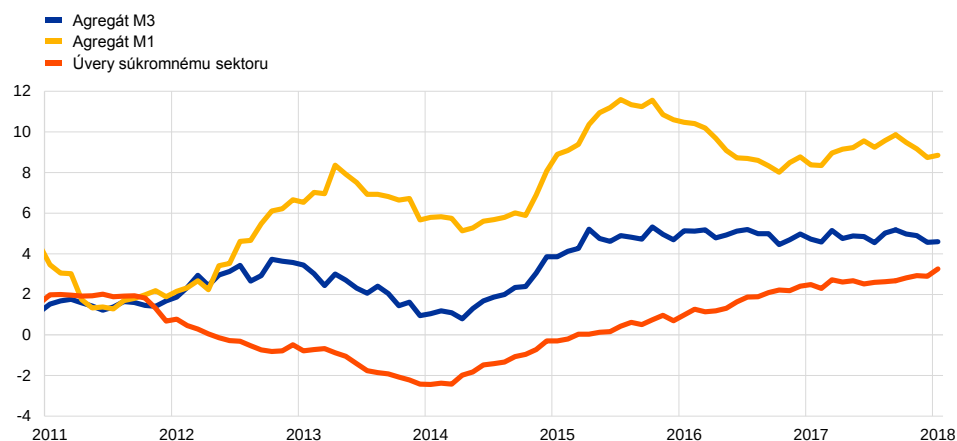
V januári 2018 pokračoval rast peňažnej zásoby vo všeobecnosti vysokým tempom, ktoré sa pozoruje od polovice roka 2015. Zároveň sa pokračoval nárast úverov súkromnému sektoru. Odhaduje sa, že ročný tok celkového financovania nefinančných korporácií z vonkajších zdrojov sa v štvrtom štvrťroku 2017 zvyšoval.

Rast peňažnej zásoby zostal v januári 2018 robustný na úrovni 4,6 %, v súlade s ustáleným tempom rastu, ktoré sa zaznamenáva od polovice roka 2015 (graf 22). K rastu peňažnej zásoby prispievali nízke oportunitné náklady na držbu najlikvidnejších nástrojov v prostredí veľmi nízkych úrokových sadzieb, ako aj vplyv menovopolitických opatrení ECB. K rastu peňažnej zásoby naďalej hlavnou mierou prispievali najlikvidnejšie komponenty, pričom ročná miera rastu agregátu M1 sa v januári zvýšila na 8,9 % (z 8,7 % v decembri 2017) po poklese v predchádzajúcich mesiacoch.

Graf 22

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 január 2018.

K rastu agregátu M3 naďalej hlavnou mierou prispievali jednoduché vklady.

Konkrétne, ročná miera rastu jednoduchých vkladov v držbe domácností a nefinančných korporácií zostala v januári vysoká, aj keď sa ich rast aj naďalej zmierňoval. Naopak, volatilná ročná miera rastu jednoduchých vkladov v držbe nepeňažných finančných inštitúcií zaznamenala v januári prudký nárast, čo viedlo k nárastu agregátu M1 v uvedenom mesiaci. Ročná miera rastu objemu peňazí v obehu v januári mierne poklesla, čo naďalej naznačuje, že sektor držby peňazí nemá v prostredí veľmi nízkych alebo záporných úrokových mier tendenciu nahrádzať vklady hotovosťou. Objem krátkodobých vkladov iných ako jednoduchých (t. j. M2 mínus M1) mal naďalej záporný vplyv na agregát M3. Ročná miera zmeny obchodovateľných nástrojov (t. j. M3 mínus M2) – ktoré tvoria malú zložku agregátu M3 – bola v tomto období opäť záporná. Na tomto vývoji sa podieľal malý záporný príspevok akcií/podielov fondov peňažného trhu, čo je odrazom súčasnej nízkej

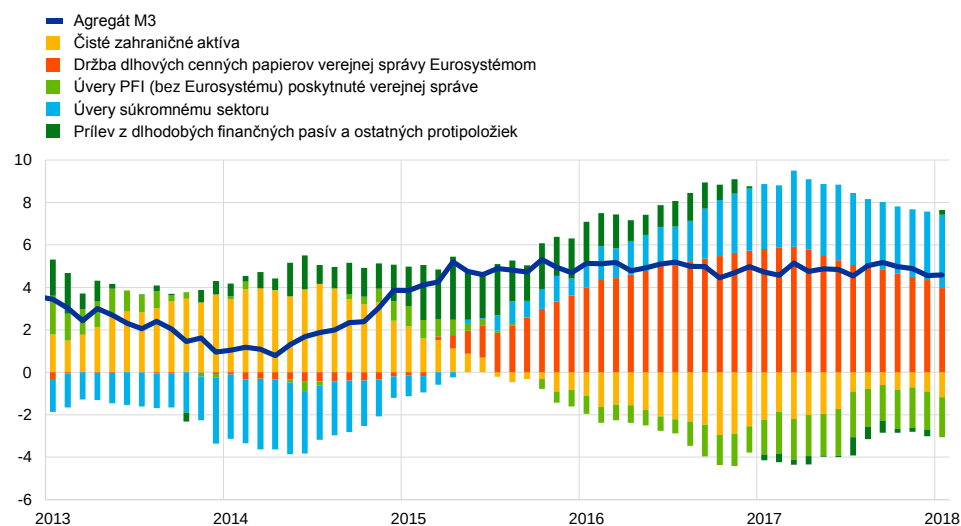
atraktívnosti týchto nástrojov, ako aj ďalšieho poklesu vydávania krátkodobých dlhových cenných papierov peňažnými finančnými inštitúciami (PFI).

K rastu peňažnej zásoby naďalej hlavnou mierou prispievali domáce zdroje (graf 23). Z pohľadu protipoložiek, zvýšený podiel nárastu pohľadávok voči verejnému sektoru na raste agregátu M3 kompenzoval pokles nákupov v rámci programu nákupu aktív (APP), v dôsledku zníženia čistých nákupov Eurosystemom o 30 mld. € mesačne od januára 2018. Nákupy dlhových cenných papierov verejného sektora Eurosystemom (červená časť grafu 23), najmä v rámci programu nákupu cenných papierov verejného sektora ECB, naďalej pozitívne prispievali k rastu agregátu M3, zatiaľ čo prebiehajúce oživovanie poskytovania úverov súkromnému sektoru (modré časti grafu 23) prispievalo k rastu agregátu M3 zvýšenou mierou. Toto oživenie zahŕňa tak úvery PFI súkromnému sektoru, ako aj dlhové cenné papiere vydané súkromným sektorom nepeňažných finančných inštitúcií eurozóny v držbe PFI. Ako také zahŕňa aj nákupy dlhových cenných papierov nepeňažných finančných inštitúcií Eurosystemom v rámci programu nákupu cenných papierov podnikového sektora. K rastu agregátu M3 zároveň pozitívne prispievalo pretrvávajúce znižovanie dlhodobějších finančných pasív PFI (okrem kapitálu a rezerv) (znázornené spolu s ostatnými protipoložkami ako tmavozelená časť grafu 23). Predaj štátnych dlhopisov PFI eurozóny (bez Eurosystemu) prispel k zápornej ročnej miere rastu úverov PFI (bez Eurosystemu) verejnej správe, čo spomalilo rast agregátu M3 (svetlozelené časti grafu 23). Napokon, čisté zahraničné aktíva PFI (žlté časti grafu 23) naďalej vyvíjala tlak na ročný rast agregátu M3.

Graf 23

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 súkromným sektorom nepeňažných 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 január 2018.

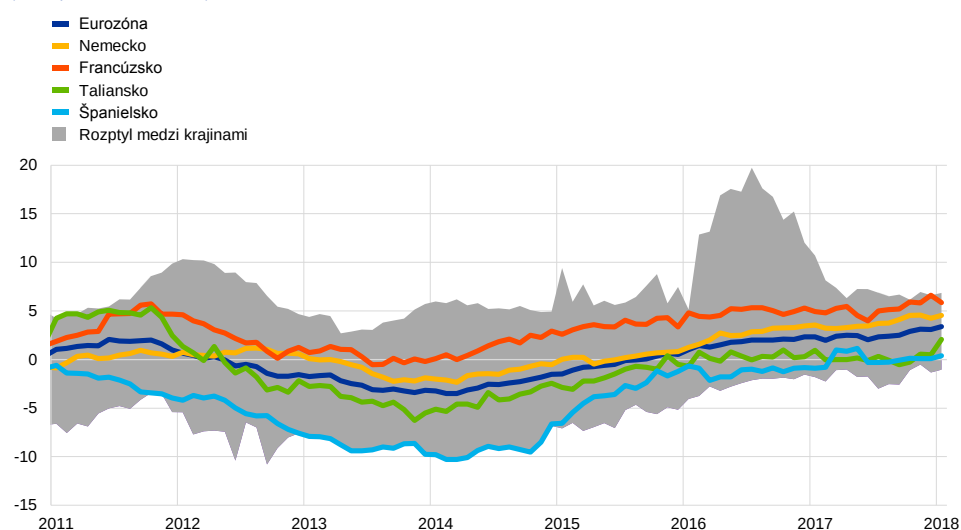
Pokračuje zotavovanie rastu úverov súkromnému sektoru, ktoré sa zaznamenáva od začiatku roka 2014. Ročná miera rastu úverov PFI súkromnému sektoru (upravená o predaj úverov, sekuritizáciu a účelové vytváranie spoločných

peňažných fondov) pokračovala v januári v rastúcom trende (graf 22). Pokiaľ ide o jednotlivé sektory, ročný rastu objemu úverov nefinančným korporáciám sa v januári zvýšil na 3,4 % z 3,1 % v decembri (graf 24). Rast úverov nefinančným korporáciám sa výrazne zotavil z minimálnej hodnoty v prvom štvrtroku 2014 a rozdiely vo vývoji týchto úverov medzi jednotlivými krajinami sa celkovo zmenšili. Ročná miera rastu úverov domácnostiam zostala v januári stabilná, na úrovni 2,9 % (graf 25). 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 a znižovaní úrovne nesplácaných úverov, aj keď úroveň týchto úverov zostáva v niektorých krajinách stále vysoká a môže obmedzovať finančné sprostredkovanie.⁴

Graf 24

Úvery PFI nefinančným korporáciám vo vybraných krajinách eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



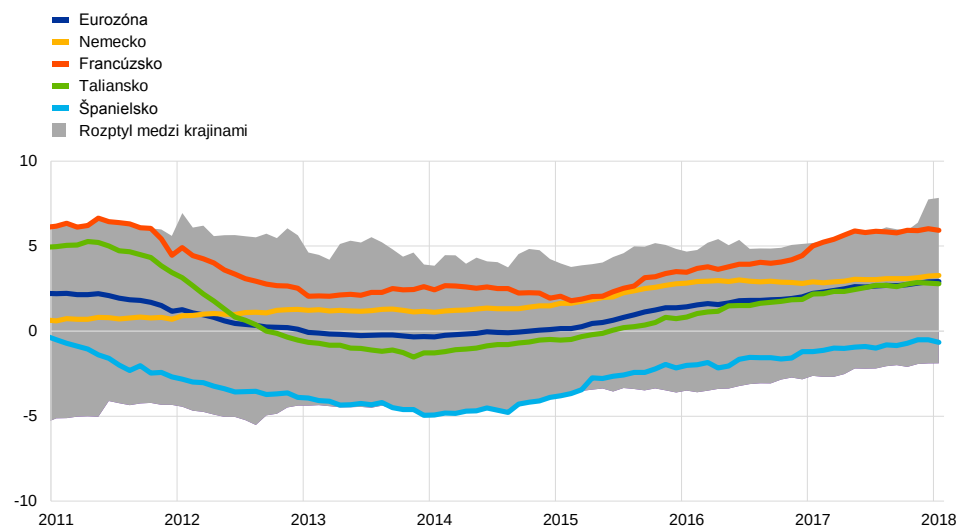
Zdroj: ECB.

Poznámky: Úvery upravené o predaj úverov, sekuritizáciu a účelové vytváranie spoločných peňažných fondov. Rozptyl medzi krajinami je vypočítaný ako minimum a maximum z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú za január 2018.

⁴ Pozri tiež časť 3 publikácie ECB *Financial Stability Review* z novembra 2017.

Graf 25**Úvery PFI domácnostiam vo vybraných krajinách eurozóny**

(ročná percentuálna zmena)



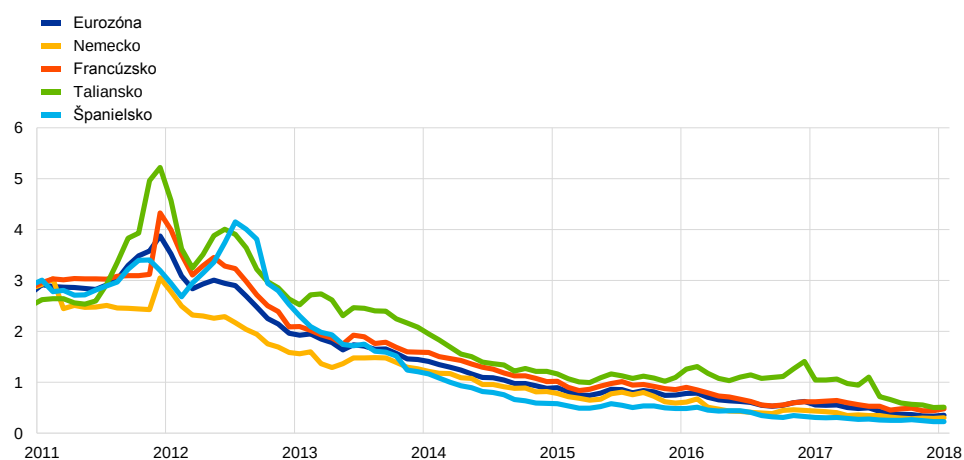
Zdroj: ECB.

Poznámky: Úvery upravené o predaj úverov, sekuritizáciu a účelové vytváranie spoločných peňažných fondov. Rozdiel medzi krajinami je vypočítaný ako minimum a maximum z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú za január 2018.

Podmienky financovania bánk zostali na historických minimách. V januári zostali zložené náklady bánk na dlhové financovanie v podstate nezmenené na historickom minime (graf 26). Tento vývoj je možné vysvetliť stabilnými nákladmi na vklady, odhládnuv od mierneho nárastu výnosov dlhopisov bánk v januári. K týmto priaznivým podmienkam financovania bánk prispelo akomodačné nastavenie menovej politiky ECB, čisté splácanie dlhodobějších finančných pasív PFI, zlepšovanie bilancií bánk a zmenšujúce sa rozdiely medzi finančnými trhmi.

Graf 26**Zložené náklady bánk na dlhové financovanie**

(zložené náklady na vklady a nezabezpečené financovanie dlhu prostredníctvom trhu; v percentách za rok)



Zdroje: ECB, Markit Iboxx a výpočty ECB.

Poznámky: Zložené náklady na vklady sa vypočítavajú ako priemer úrokových sadzieb nových obchodov tvorených dennými vkladmi, vkladmi s dohodnutou splatnosťou a vkladmi splatnými na požiadanie, vážených zodpovedajúcimi nesplatenými objemami. Posledné údaje sú za január 2018.

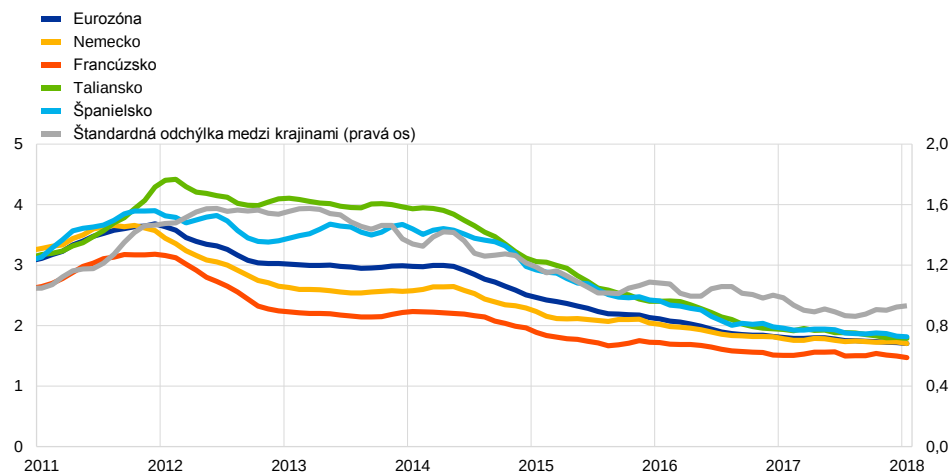
Úrokové miery bankových úverov nefinančným korporáciám klesli na nové historické minimum.

Zložené úrokové miery úverov nefinančným korporáciám (graf 27) ďalej klesali, až na historické minimum 1,67 % v januári 2018. Zložené úrokové miery úverov domácnostiam (graf 28) zostali v podstate nezmenené na úrovni 1,84 %, mierne nad historickým minimom 1,78 % z decembra 2017. Zložené úrokové miery bankových úverov pre nefinančné korporácie a domácnosti celkovo 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. Pokles zložených nákladov na financovanie bánk prispel k poklesu zložených úrokových mier úverov. Od mája 2014 do januára 2018 poklesli zložené úrokové miery úverov nefinančným korporáciám o približne 126 bázických bodov a domácnostiam o približne 108 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 v eurozóne medzi úrokovými sadzbami veľmi malých úverov (úverov do 0,25 mil. €) a úrokovými sadzbami veľkých úverov (úverov nad 1 mil. €) výrazne zúžili. To svedčí o tom, že z poklesu úrokových mier bankových úverov majú vo všeobecnosti väčší prospech malé a stredné podniky ako veľké korporácie.

Graf 27

Zložené úrokové sadzby úverov pre nefinančné korporácie

(v percentách za rok; trojmesačný kĺzavý priemer)

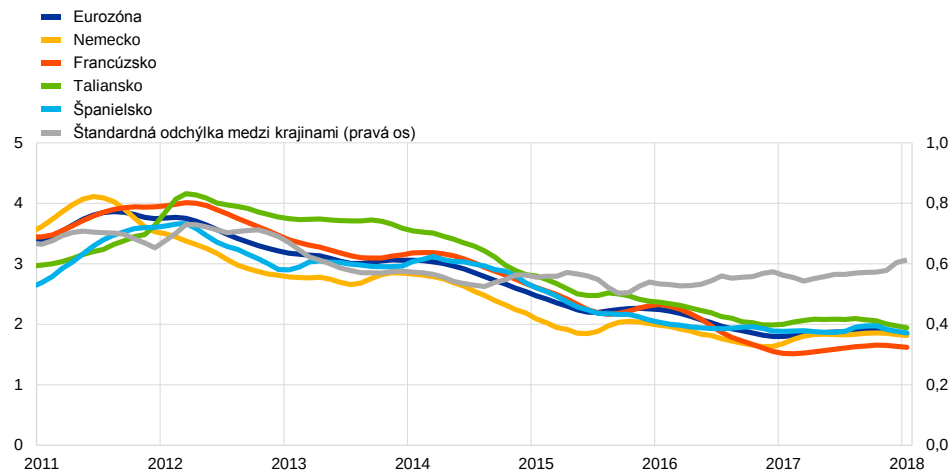


Zdroj: ECB.

Poznámky: Ukazovateľ celkových nákladov na bankové úvery sa počíta agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb 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 január 2018.

Graf 28**Zložené úrokové miery úverov na bývanie**

(v percentách za rok; trojmesačný kľzavý priemer)



Zdroj: ECB.

Poznámky: Ukazovateľ celkových nákladov na bankové úvery sa počíta agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb použitím 24 mesačných kľzavých priemerov objemov nových obchodov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú za január 2018.

Odhaduje sa, že celkový ročný tok financovania nefinančných spoločností eurozóny z vonkajších zdrojov sa v štvrtom štvrtroku 2017 zvyšoval. Toto zvýšenie je odrazom pokračujúceho zlepšenia dynamiky poskytovania úverov a bázických efektov. 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. Vysoký objem hotovosti v držbe nefinančných korporácií a jeho zvyšovanie zároveň znížili potrebu financovania z vonkajších zdrojov.

Čisté vydávanie dlhových cenných papierov nefinančnými korporáciami sa v štvrtom štvrtroku 2017 ešte viac spomalilo. Hoci bolo čisté vydávanie v októbri a novembri kladné, v decembri bolo záporné. Údaje z trhu však naznačujú, že aktivity v oblasti vydávania cenných papierov sa v januári opäť zintenzívnili a zostali na vysokých úrovniach aj vo februári. Čisté vydávanie kótovaných akcií nefinančnými korporáciami zostalo v štvrtom štvrtroku 2017 tlmené.

Náklady na financovanie nefinančných korporácií sa od januára mierne zvýšili.

Celkové nominálne náklady na financovanie nefinančných korporácií eurozóny z vonkajších zdrojov, ktoré sú tvorené bankovými úvermi, vydávanými dlhovými cennými papiermi a financovaním prostredníctvom akcií, sa vo februári zvýšili o približne 15 bázických bodov na 4,6 % potom, ako boli počas predchádzajúcich mesiacov stabilné. Na tomto náraste sa od januára 2018 najväčšou mierou podieľal nárast nákladov na financovanie prostredníctvom trhu a nákladov na financovanie prostredníctvom akcií. Zatiaľ čo súčasné náklady na financovanie z externých zdrojov sú približne 50 bázických bodov nad historickým minimom z júla 2016, sú stále ešte nižšie ako úroveň, ktorá sa zaznamenala v polovici roka 2014, keď trh začal očakávať zavedenie programu nákupu cenných papierov verejného sektora.

Rozpočtový deficit eurozóny by mal podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2018 v horizonte rokov 2017 až 2020 naďalej klesať. Zlepšujúci sa fiškálny výhľad je najmä výsledkom priaznivých cyklických podmienok a znižujúcich sa úrokových platieb, pričom diskrečné konsolidačné opatrenia sú obmedzené. Predpokladá sa, že agregovaná fiškálna pozícia eurozóny zostane v rokoch 2018 až 2020 v priemere celkovo neutrálna. Hoci pomer dlhu verejnej správy k HDP v eurozóne bude naďalej klesať, zostane na zvýšenej úrovni. Obzvlášť krajiny s vysokou mierou zadlženia by mali profitovať z doplnenia fiškálnych rezerv.

Rozpočtový deficit verejných financií eurozóny by sa mal v horizonte prognózy znižovať. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2018⁵ by sa mal pomer deficitu verejných financií eurozóny postupne znižovať z 1 % HDP v roku 2017 na 0,3 % HDP v roku 2020 (tabuľka 1). K zlepšeniu fiškálneho výhľadu, ktorý je v porovnaní s projekciami o niečo pozitívnejší ako v projekciách z decembra 2017, prispievajú najmä priaznivé cyklické podmienky a klesajúce úrokové platby.

Tabuľka 1

Fiškálny vývoj v eurozóne

(v % HDP)

	2017	2018	2019	2020
a. Príjmy spolu	46,0	45,6	45,3	45,2
b. Výdavky spolu	47,0	46,3	45,9	45,5
z toho:				
c. Úrokové náklady	2,0	1,9	1,8	1,7
d. Primárne výdavky (b – c)	45,0	44,5	44,1	43,8
Saldo rozpočtu (a – b)	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3
Primárne saldo rozpočtu (a – d)	1,0	1,1	1,1	1,4
Cyklicky upravené saldo rozpočtu	-1,1	-1,0	-1,1	-0,9
Štrukturálne primárne saldo	1,0	0,9	0,8	0,9
Hrubý dlh	86,7	84,4	82,1	79,7
Informatívna položka: reálny HDP (percentuálna zmena)	2,4	2,3	1,9	1,7

Zdroj: ECB a makroekonomické projekcie odborníkov ECB z marca 2018.

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

Fiškálna pozícia eurozóny by mala v rokoch 2018 až 2020 zostať celkovo neutrálna.⁶ V roku 2018 sa očakáva, že zníženie priamych daní a príspevkov na sociálne zabezpečenie, ktoré platia zamestnanci, bude väčšinou kompenzované zvyšovaním nepriamych daní a tlmeným rastom súčasných vládnych výdavkov. Neutrálna fiškálna pozícia sa očakáva aj v rokoch 2019 až 2020, keďže sa predpokladá, že expanzívne opatrenia na strane príjmov budú úplne

⁵ Viac informácií v [Makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu – marec 2018](#).

⁶ 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. Koncepcia fiškálnej pozície eurozóny sa podrobne rozoberá v článku s názvom [The euro area fiscal stance](#), *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

vykompenzované ďalším obmedzením vládnych výdavkov. To naznačuje, že krajiny eurozóny neplánujú využívať výraznejšiu a vyspelejšiu hospodársku expanziu na tvorbu rozpočtových rezerv. V boxe s názvom Nastavenie fiškálnej politiky v minulých obdobiach konjunktúry (v tomto vydaní Ekonomického bulletinu) sa píše, že v čase priaznivého hospodárskeho vývoja nie sú fiškálne politiky vo všeobecnosti dostatočne proticyklické vo fáze expanzie pred finančnou krízou.

Podľa očakávaní by sa vysoká úroveň dlhu verejnej správy v eurozóne mala ďalej znižovať. Priemerný pomer dlhu k HDP v eurozóne, ktorý bol najvyšší v roku 2014, by mal podľa projekcií klesnúť z úrovne 86,7 % HDP v roku 2017 na 79,7 % HDP koncom roka 2020. Zníženie priemerného pomeru dlhu eurozóny podporuje pokračujúci rast primárnych prebytkov a priaznivý diferenciál úrokových sadzieb a rastu v dôsledku celkového priaznivého makroekonomického výhľadu. V porovnaní s decembrovými projekciami sa výhľad priemerného pomeru dlhu zlepšil, a odrážal tak tlmiaci účinok bazického efektu od roku 2017 a mierne vyššie príspevky diferenciálu úrokových sadzieb a rastu. Zlepšenie priemerného pomeru dlhu k HDP v eurozóne však zastiera dôležité rozdiely medzi jednotlivými krajinami. Kým vo väčšine krajín eurozóny sa očakáva pokles pomeru dlhu, v niekoľkých krajinách sa tento pomer zvýši. Najmä v prípade krajín s vysokou úrovňou dlhu je nevyhnutné ďalšie konsolidačné úsilie v plnom súlade s Paktom stability a rastu, aby sa pomer dlhu stabilne znižoval a aby boli verejné financie v prípade opätovnej nestability na finančných trhoch či náhleho opätovného zvýšenia úrokových sadzieb menej zraniteľné. Tento prístup podporuje aj analýza Európskej komisie v nedávno uverejnenej publikácii [Debt Sustainability Monitor 2017](#), podľa ktorej v strednodobom až dlhodobom horizonte v niekoľkých členských štátoch existujú riziká fiškálnej udržateľnosti. V tejto súvislosti sú dôležité dôchodkové reformy, ktoré nielenže pomôžu pri dlhodobej fiškálnej udržateľnosti, ale môžu vo všeobecnosti tiež pomôcť tlmieť potenciálne nepriaznivé dlhodobé makroekonomické účinky starnutia, ako sa uvádza aj v článku s názvom The economic impact of population ageing and pension reforms v anglickom vydaní tohto čísla Ekonomického bulletinu.

Boxy

1 Bude pokračovať nedávny rast cien ropy aj v budúcnosti?

Irma Alonso Álvarez a Frauke Skudelny

Od konca júna 2017 do začiatku marca 2018 sa ceny ropy zvýšili z približne 45 USD za barel na úroveň okolo 65 USD za barel (graf A). Pod tento rast sa podpísal najmä nad očakávania vysoký rast globálneho dopytu, stratégia obmedzenia ťažby prijatá Organizáciou krajín vyvážajúcich ropu (Organization of the Petroleum Exporting Countries – OPEC) a niektorými krajinami nepatriacimi do tohto zoskupenia (tento faktor však čiastočne kompenzovalo zvýšenie produkcie v USA) a geopolitické udalosti. Tento box uvedené faktory analyzuje pomocou modelu štrukturálnej vektorovej autoregresie (SVAR) a hodnotí, či zaznamenaný vývoj bude pokračovať.

Graf A

Cena ropy Brent

(v USD za barel)



Zdroj: Bloomberg.

Jedným z faktorov podporujúcich rast cien ropy od polovice roka 2017 je nad očakávania vysoké tempo rastu globálneho dopytu. Graf B vychádza z modelu SVAR, ktorý sa podobá na model vytvorený Kilianom a Murphym,⁷ a zobrazuje príspevky ponuky ropy, agregátneho dopytu a predbežného dopytu po ropu k zmenám ceny ropy zaznamenaným od júna 2017. Z grafu vyplýva, že v sledovanom období sa pod rast cien ropy v najväčšej miere podpísal globálny agregátny dopyt (žltý stĺpec). Aj v projekciách odborníkov ECB boli očakávania globálneho rastu cien ropy na rok 2017 upravené smerom nahor. Použitý model však naznačuje, že rozhodujúcejšiu úlohu pri raste cien v druhom polroku 2017 zohrali faktory na strane ponuky, ako napríklad spoločná dohoda členských krajín

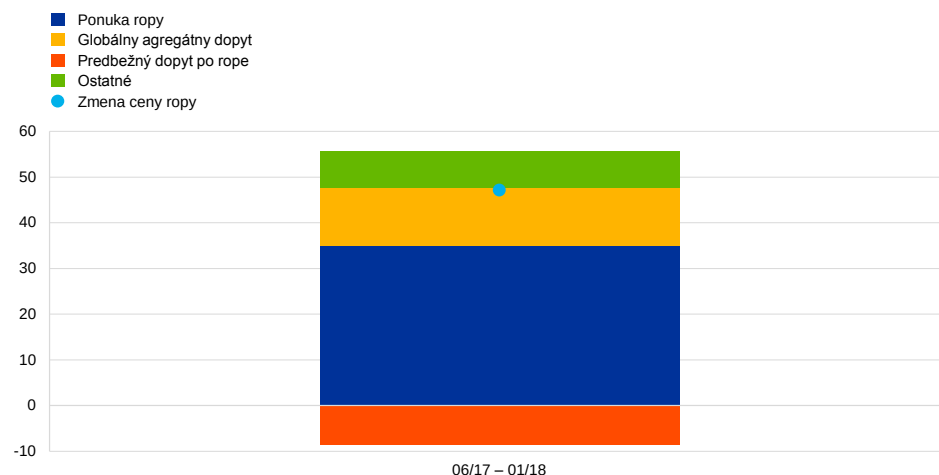
⁷ Kilian, L. a Murphy D.: The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil, *Journal of Applied Econometrics*, Volume 29, Issue 3, 2014, pp. 454-478.

organizácie OPEC a niektorých krajín mimo tohto zoskupenia o obmedzení ťažby a neočakávané výpadky ťažby.

Graf B

Faktory ovplyvňujúce ceny ropy

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Medzinárodná energetická agentúra (International Energy Agency – IEA), americký Úrad pre energetické informácie (U.S. Energy Information Administration – US EIA) a výpočty ECB.

Druhým, ešte relevantnejším faktorom spôsobujúcim rast cien ropy je účinnosť stratégie zníženia jej ťažby, ktorú prijala organizácia OPEC a niektoré krajiny nepatriace do tohto zoskupenia. V novembri 2016 OPEC a niektoré krajiny nepatriace do tohto zoskupenia súhlasili s obmedzením ťažby ropy s cieľom zastaviť pokles jej cien. Vyhlásenie o spolupráci pôvodne zahŕňalo obdobie do júna 2017, v máji 2017 však bolo predĺžené do marca 2018 a v novembri 2017 bol jeho koniec posunutý na december 2018. Úspech stratégie závisí predovšetkým od dvoch faktorov: dodržiavania dohody a reakcie zo strany ropného priemyslu Spojených štátov.

V druhej polovici roka 2017 bola dohoda dodržiavaná viac-menej dôsledne.

Graf C znázorňuje zmeny v ťažbe ropy v členských krajinách OPEC (tmavomodré stĺpce) a v krajinách nepatriacich do tohto zoskupenia, ktoré sa však pripojili k dohode (červené stĺpce), ako aj príslušné odsúhlasené zníženia ťažobných kvót. V druhom polroku 2017 začali zúčastnené krajiny dohodu dodržiavať dôslednejšie, čo viedlo k nárastu dôveryhodnosti dohody a oživeniu rastu cien ropy. Disciplinovanejšie dodržiavanie dohody zo strany OPEC a zúčastnených krajín nepatriacich do tohto zoskupenia prinieslo v sledovanom období dodatočné zníženie ťažby o 0,4 milióna barelov denne v porovnaní s obdobím od januára do júna 2017. Najnovší vývoj navyše naznačuje, že tieto krajiny budú svoju ťažbu obmedzovať do konca roka 2018, resp. aj v ďalšom období.

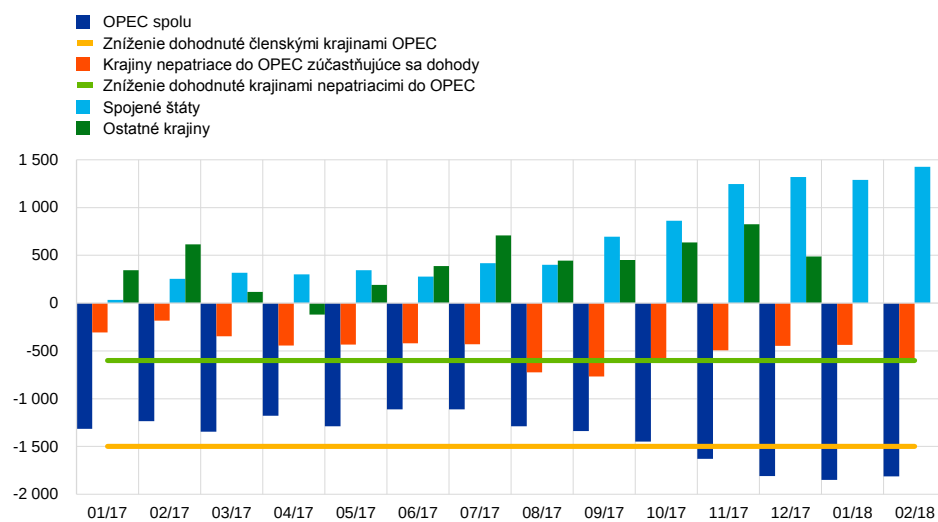
Ťažba ropy v Spojených štátoch (bledomodré stĺpce v grafe C) sa v rovnakom období zvýšila, najvýraznejšie v druhom polroku 2017, a čiastočne neutralizovala vplyv dôslednejšieho dodržiavania dohody. Od októbra 2016

dochádzalo k rastu ťažby aj v ostatných krajinách.⁸ Podľa údajov spoločnosti Rystad Energy sa v roku 2017 zvýšili investície do sektora americkej bridlicovej ropy a tento rast by mal pokračovať aj v najbližších rokoch. Objem vyťaženej bridlicovej ropy v Spojených štátoch by mohol pokračovať v raste až kým cena ropy neklesne pod úroveň okolo 50 USD za barel, čo predstavuje hranicu ziskovosti tejto suroviny.⁹

Graf C

Zmeny v ťažbe ropy v porovnaní s októbrom 2016

(v tis. barelov za deň)



Zdroj: IEA a výpočty ECB.

Poznámka: V súlade s dohodou z novembra 2016 sa pri výpočte zmien v ťažbe ropy používajú ako referenčné údaje z októbra 2016. Skupina Ostatné krajiny predstavuje celosvetovú ťažbu s výnimkou Spojených štátov, členských krajín OPEC a krajín nepatriacich do organizácie OPEC, ktoré sa pripojili k dohode.

Pokračujúci pokles zásob (graf D) naznačuje stupňovanie napätia na trhoch s ropou, posilňuje tlaky na rast cien ropy a stojí aj za posunom krivky futures smerom k tzv. inverznému trhu (backwardation). Nízke stavy zásob prinášajú vysoký tzv. výnos z príležitosti (t. j. výhodu držania ropy v zásobe, convenience yield) a za inak nezmenených okolností spôsobujú rast spotových cien nad úroveň cien futures. V scenári inverzného trhu je preto krivka cien futures v čase nízkych zásob zvyčajne strmšia. Kľúčovú úlohu zásob dokazuje prudká reakcia trhov na prekvapivé údaje o stave zásob, a to najmä v Spojených štátoch. Ak napríklad zásoby klesnú viac, než trhy očakávali, ceny sa vzhľadom na očakávanú zmenu pomerov na trhu zvýšia, podobne ako sa stalo v poslednom štvrtroku 2017.

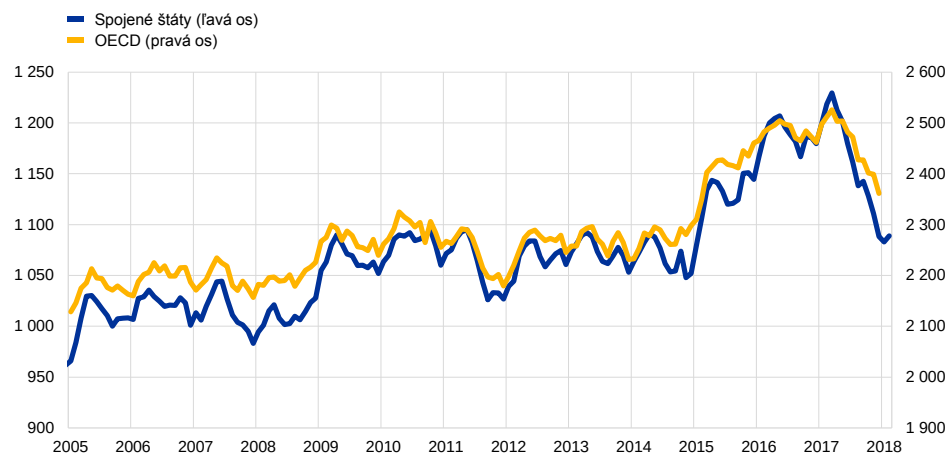
⁸ Za referenčné hodnoty pri úprave ťažobných kvót sa v dohode o obmedzení ťažby ropy z novembra 2016 použili úrovne z októbra 2016 (s výnimkou Angoly, pri ktorej boli použité hodnoty zo septembra 2016).

⁹ Podľa mikroudajov spoločnosti Rystad Energy sa hranica nákladovej rentability v prípade ťažby bridlicovej ropy v Spojených štátoch pohybuje okolo úrovne 50 USD.

Graf D

Zásoby

(v mil. barelov)



Zdroj: IEA a US EIA.

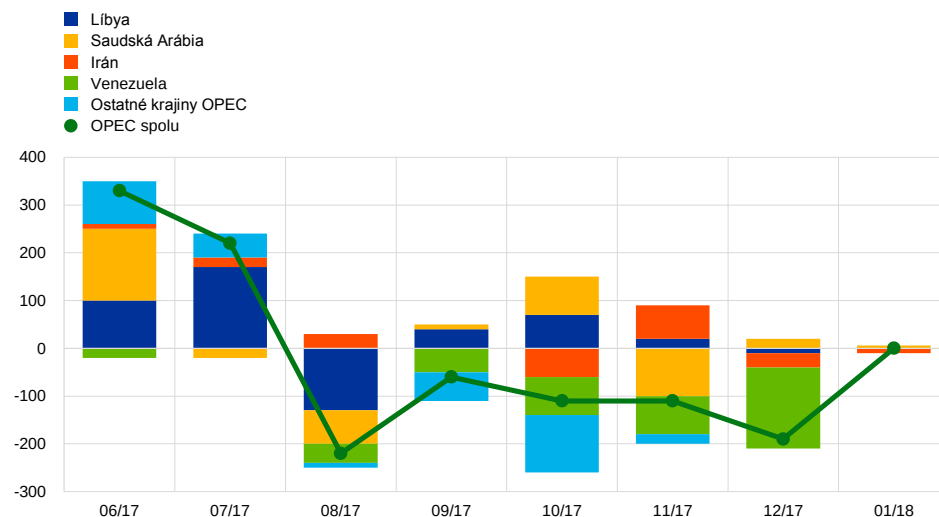
Tretím faktorom stojacim za rastom cien ropy boli geopolitické udalosti a výpadky ťažby v druhom polroku 2017.

Politické nepokoje vo Venezuele, úpadok miestnej ropnej infraštruktúry a uvalenie finančných sankcií zo strany Spojených štátov amerických viedli v druhej polovici roka 2017 k ďalšiemu poklesu objemu ťažby ropy v tejto krajine, a to približne o 0,4 milióna barelov denne (graf E). V decembri zasiahli politické nepokoje aj Irán, a hoci ich trvanie bolo veľmi krátke a dopad na ťažbu ropy iba nepatrný, prispeli k nárastu obáv z možného sprísnenia zahraničnej politiky voči tejto krajine a opätovného zavedenia sankcií zo strany Spojených štátov v strednodobom horizonte. Okrem toho sa pod zníženie produkcie ropy v Rusku, Mexiku a v Severnom mori podpísala aj letná údržba ťažobných zariadení. Decembrový výbuch ropovodu v Líbyi spôsobil týždeň trvajúci pokles dennej produkcie ropy o 0,1 milióna barelov a uzavretie ropovodu Forties v Severnom mori z dôvodu jeho opráv prispelo v období od polovice decembra do polovice januára k zníženiu dennej ťažby ropy o 0,25 milióna barelov. Uvedené geopolitické faktory a výpadky ťažby, z ktorých väčšinu možno považovať za prechodné, sa premietli do pozitívneho príspevku ponuky ropy k rastu jej cien (graf B). Neistá geopolitická situácia vo Venezuele a v Iráne by aj v budúcnosti mohla mať vplyv na ceny ropy a spôsobiť krátkodobý nárast ich volatility.

Graf E

Ťažba ropy v krajinách OPEC

(mesačné zmeny v tis. barelov za deň)



Zdroj: IEA a výpočty ECB.

Zatiaľ čo niektoré faktory stojace za rastom cien ropy od polovice roka 2017 sú, zdá sa, prechodného charakteru, pri iných môžeme očakávať dlhodobejší vplyv, a to najmä v prípade ťažby bridlicovej ropy a dohody členských krajín OPEC a niektorých krajín nepatriacich do tohto zoskupenia o obmedzení produkcie. V dôsledku odznievania dočasných faktorov, akými boli napríklad odstávky ropovodov a politické nepokoje v Iráne, sa ceny ropy vo februári mierne znížili. Neočakávaný nárast ťažby americkej bridlicovej ropy a úprava očakávaného objemu vyťaženej suroviny v najbližších rokoch smerom nahor spôsobujú obavy, či dopyt po rope dokáže držať krok s rastom na strane ponuky. Za daných podmienok bude úspech stratégie organizácie OPEC závisieť nielen od odhodlania jej členov, ktoré sa v druhom polroku 2017 ukázalo ako dostatočne silné, ale tiež od rýchlosti reakcie zo strany krajín ťažiacich ropu, ktoré sa na tejto stratégii nezúčastňujú. Týka sa to najmä Spojených štátov amerických, kde sa priemerná hranica nákladovej rentability ťažby pohybuje okolo úrovne 50 USD za barel.

Likvidita trhu štátnych dlhopisov v eurozóne od spustenia programu PSPP

Linās Jurkšas, Daniel Kapp, Ken Nyholm a Julian Von Landesberger

Likvidita trhov so štátnymi dlhopismi v eurozóne je dôležitá pre transmisiiu menovej politiky ECB. Vysoký stupeň likvidity je nutným predpokladom prepojenia menovej politiky ECB, výnosovej krivky, cien finančných aktív vo všeobecnosti a celkových cien a finančných tokov v hospodárstve. Od zavedenia programu nákupu aktív verejného sektora ECB (PSPP), v rámci ktorého prebehol nákup značnej časti nesplatených štátnych dlhopisov krajín eurozóny, bolo potrebné likviditu trhov so štátnymi dlhopismi užšie monitorovať. Box informuje o niektorých ukazovateľoch trhovej likvidity, ktoré ECB pravidelne sleduje. Údaje o ich vývoji celkovo naznačujú, že situácia v oblasti trhov so štátnymi dlhopismi sa od začiatku programu PSPP (9. marca 2015) nezhoršila.

Likvidný trh sa obvyčajne charakterizuje ako trh, v ktorom vykonanie štandardnej transakcie má na ceny len obmedzený vplyv. Inými slovami, likvidný trh disponuje „plnou“ knihou príkazov, ktorá sa po vykonaní obchodu rýchlo znovu zaplní. Zmeny cien po uskutočnení obchodu na takomto trhu sú preto minimálne a dočasné. Samozrejme, ak existuje predpoklad, že vykonaný obchod poskytne nové informácie o základnej hodnote obchodovaného aktíva, dochádza k zodpovedajúcemu prispôbaniu cien dopytu a ponuky, avšak kniha príkazov zostane na nových úrovniach plná.

Ukazovatele trhovej likvidity sa obvyčajne zameriavajú na jeden alebo niekoľko aspektov objemov transakcií, hĺbku trhu a prípadne na jeho odolnosť.

Najjednoduchším ukazovateľom je kótované rozpätie ponuky a dopytu, ktoré poskytuje informáciu o tom, ako nákladnú transakciu možno očakávať. Informatívnejšie ukazovatele sa dajú zostaviť skombinovaním informácie o rozpätí napríklad s rozsahom knihy príkazov, čo je potom meradlom objemu transakcií, ktoré môže trh v konkrétnom čase absorbovať. Merania hĺbky trhu sa zvyčajne zakladajú na informáciách získaných zo záznamov o limitných príkazoch (limit order book),¹⁰ čo sú objemové a cenové informácie dostupné obchodníkom. Odolnosť je funkciou dynamiky trhu, napríklad hovorí o tom, ako dlho trvá, kým sa kniha príkazov znova zaplní po vykonaní obchodu, teda zameriava sa na časový rozmer trhovej likvidity.

V tomto boxe analyzujeme likviditu trhu štátnych dlhopisov eurozóny na základe troch ukazovateľov: Amihudov ukazovateľ, ukazovateľ likvidity založený na knihe príkazov a ukazovateľ likvidity založený na vykonaných transakciách. Aj keď sú tieto tri ukazovatele založené na odlišných súboroch trhových údajov (transakcie už uskutočnené na trhu, záznamy knihy limitných príkazov a cenové ponuky), zameriavajú sa prevažne na objemový rozmer trhu a jeho hĺbku.

¹⁰ Limit order book je spôsob prípravy obchodov, v ktorom sa ponuky a dopyty účastníkov trhu ukladajú do radu a realizujú sa vo vopred definovanej postupnosti.

Amihudov ukazovateľ je často využívaným ukazovateľom. Je založený na porovnávaní zmien absolútnych cien a zobchodovaných objemov.¹¹ Pre konkrétny dlhopis je definovaný ako pomer medzi zmenou absolútnej ceny a zobchodovaným objemom za určitý časový interval. Praktický problém, ktorý sa vyskytuje pri uplatňovaní Amihudovho ukazovateľa pri štátnych dlhopisoch je, že väčšina obchodov sa uskutočňuje na mimoburzovom trhu (OTC), a preto sa údaje o cenách a objemoch ťažko získavajú, najmä v rámci jedného dňa. Okrem toho ukazovateľ nezohľadňuje skutočnosť, že cena dlhopisov sa samozrejme môže meniť aj z iných dôvodov, než len z nedostatku likvidity. Na prekonanie tejto prekážky sa pre variantu uvedenú v tomto boxe predpokladá, že denne zobchodovaný objem (o ktorom sú údaje ľahko dostupné) je rovnomerne rozložený počas celého dňa a zaznamenaná zmena absolútnej ceny je očistená od vplyvu celkového trhového trendu. Keďže tento ukazovateľ sa zameriava na dva rozmery likvidity (cena a hĺbka), často sa používa pri zisťovaní, ktorý aspekt je hnacou silou vývoja likvidity v jednotlivých časových obdobiach. Agregovaný ukazovateľ eurozóny sa vypočíta spriemerovaním hodnôt Amihudových ukazovateľov pre všetky štátne dlhopisy danej krajiny, ktoré sú akceptovateľné v rámci programu PSPP, a potom sa zložené indikátory jednotlivých krajín vážia veľkosťami krajín vyjadrené ich HDP.

Ukazovateľ likvidity založený na knihe príkazov sa opiera o rozpätia ponuky a dopytu a o kótované množstvá získané z knihy limitných príkazov. Údaje o skutočných transakciách preto nie sú potrebné. Tento ukazovateľ však závisí od toho, ako verne kniha limitných príkazov odráža trh. Vypočíta sa pre konkrétny dlhopis ako súčet piatich najlepších ponúk na strane dopytu a na strane ponuky, vydelený súčtom príslušných kótovaných objemov. Je vyjadrený rovnicou:

$$\text{Order book illiquidity score}_{t,5\text{best}} = \frac{\text{SPREAD}_{t,5\text{best}}}{\text{QUANTITIES}_{t,5\text{best}}} = \frac{\frac{1}{5} \sum_{j=1}^5 P_{t,\text{Ask}(j)} - \frac{1}{5} \sum_{j=1}^5 P_{t,\text{Bid}(j)}}{\sum_{j=1}^5 Q_{t,\text{Ask}(j)} + \sum_{j=1}^5 Q_{t,\text{Bid}(j)}}$$

kde t je čas, v ktorom je kniha limitných príkazov „zmrazená“ na účely výpočtu, P je cena a Ask a Bid označujú tú stranu knihy príkazov, na ktorej je cena zaznamenaná. Premenná Q znamená počet cenných papierov, ktoré možno zobchodovať pri danej kótovanej cene, pričom j predstavuje poradie ponúk v knihe limitných príkazov podľa ich priority (od prvého po piaty najlepší dopyt a od prvej po piatu najlepšiu ponuku, s príslušnými množstvami). Na získanie agregovaného ukazovateľa eurozóny sa vypočítajú ukazovatele pre predposledne vydané desaťročné štátne dlhopisy jednotlivých krajín a výsledky sa potom vážia veľkosťou HDP týchto krajín.

Ukazovateľ likvidity založený na vykonaných transakciách využíva informácie z cenových ponúk pre transakcie v rámci PSPP. Pri zriaďovaní obchodov v rámci PSPP na mimoburzovom trhu sa od viacerých zmluvných strán získavajú pevné cenové a objemové ponuky. Rozdiely medzi týmito cenovými ponukami obsahujú informácie o stupni likvidity trhu. Pre daný dlhopis sa tento ukazovateľ definuje ako rozpätie medzi dvoma najlepšími cenovými ponukami, vydelené dĺžkou dlhopisu. Do úvahy sa berú len tie cenové ponuky, za ktoré sú uskutočnené obchody.

¹¹ Amihud Y., Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects, *Journal of Financial Markets*, Vol. 5(1), pp. 31-56, 2002.

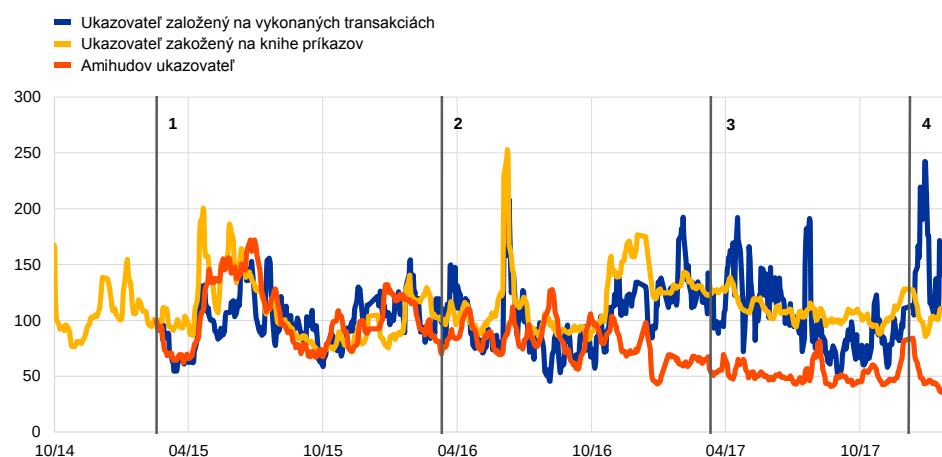
Ukazovateľ pre celú eurozónu sa vypočíta ako objemovo vážený priemer všetkých uskutočnených obchodov so štátnymi dlhopismi.

Z týchto troch ukazovateľov vidno, že stav likvidity na trhoch so štátnymi dlhopismi v eurozóne sa od začiatku programu PSPP nezhoršil (graf A). Všetky tri ukazovatele na začiatku PSPP vykazovali určitú volatilitu, ale nezaznamenali rastúci trend, pričom Amihudov ukazovateľ mal v skutočnosti klesajúcu tendenciu. Tým sa potvrdzuje, že trhová likvidita sa napriek postupnému narastaniu objemu portfólia PSPP nezhoršila. Ukazovatele však zároveň nezaznamenali výraznú reakciu na zmeny objemu mesačných nákupov v rámci PSPP, pričom iba ukazovateľ likvidity založený na vykonaných transakciách vykazoval zvýšenú volatilitu v čase po znížení čistých mesačných objemov – najmä po znížení zo začiatku roka 2018.

Graf A

Ukazovatele likvidity trhu štátnych dlhopisov v eurozóne od začiatku PSPP

(index: 100 = 9. marec 2015)



Zdroj: Bloomberg, EuroMTS Ltd a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje päťdňový klzavý priemer ukazovateľov. Zvýšenie týchto ukazovateľov znamená zhoršenie situácie v oblasti likvidity a ich zníženie znamená zlepšenie. Ukazovatele sú vo forme indexu, 9. marca 2015 (začiatok nákupov v rámci PSPP) = 100. Zvislé čiary označujú jednotlivé zmeny objemu nákupov aktív v rámci PSPP: 1) začiatok programu s mesačným objemom vo výške 60 miliárd EUR (9. marec 2015); 2) nárast čistých mesačných nákupov na 80 miliárd EUR (1. apríl 2016); 3) pokles čistých mesačných nákupov na 60 miliárd EUR (3. apríl 2017); a 4) pokles čistých mesačných nákupov na 30 miliárd EUR (2. január 2018). Posledné údaje sú z 20. februára 2018.

Tieto ukazovatele majú tendenciu vykazovať prudké výkyvy pri politických a hospodárskych udalostiach, ktoré sa spájajú s očakávaným zhoršením trhovej likvidity. Prudké nárasty boli zaznamenané napríklad počas nepriaznivej situácie nemeckých štátnych dlhopisov (od 29. apríla 2015) a v období rastúcich obáv z možného výrazného spomalenia hospodárskeho rastu v Číne (v prvom štvrtroku 2016). Referendum o zotrvaní Spojeného kráľovstva v Európskej únii (23. júna 2016) a prezidentské voľby v Spojených štátoch (8. novembra 2016) a vo Francúzsku (23. apríla 2017) boli tiež poznačené vrcholnými hodnotami nedostatku likvidity (graf A). Likvidita sa okrem toho zvyčajne zhoršuje počas leta a v okolí konca roka. Avšak najvyššie hodnoty zaznamenané Amihudovým ukazovateľom okolo týchto časov sú oveľa miernejšie, než najvyššie hodnoty zaznamenané ukazovateľom založenom na knihe príkazov. Pohyby ukazovateľa založeného na vykonaných transakciách sa podobajú pohybu ukazovateľa založeného na knihe príkazov, ale zdá sa, že odrážajú relatívne viac rušivých prvkov.

Táto skutočnosť môže naznačovať, že monitorovanie by sa malo zamerať na ukazovateľ založený na knihe príkazov.¹²

12 Dôvodov by mohlo byť niekoľko: po prvé, množstvo podaných príkazov na trhoch s dlhopismi v knihách limitných príkazov vysoko presahuje počet uskutočnených transakcií, v dôsledku čoho dokáže ukazovateľ založený na knihe príkazov rýchlejšie a jednoduchšie reagovať na trhovú vývoj. Po druhé, ukazovatele založené na obchodovaných objemoch môžu podhodnocovať hĺbku trhu, keďže skutočne obchodované množstvá sú obvyčajne menšie ako maximálne množstvo, s ktorým by sa mohlo obchodovať pri danej cene.

Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 1. novembra 2017 do 30. januára 2018

Alaoíshe Luskin a Olivier Vergote

V tomto boxe sa opisujú operácie menovej politiky ECB počas siedmej a ôsmej periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv roku 2017, ktoré trvali od 1. novembra do 19. decembra 2017 a od 20. decembra 2017 do 30. januára 2018. Počas tohto obdobia zostali úrokové sadzby hlavných refinančných operácií (MRO), jednoduchových refinančných operácií a jednoduchových sterilizačných operácií nezmenené na úrovni 0,00 %, 0,25 % a -0,40 %.

Eurosystem zároveň v sledovanom období pokračoval v nákupe cenných papierov verejného sektora, krytých dlhopisov, cenných papierov krytých aktívami a cenných papierov podnikového sektora v rámci programu nákupu aktív (APP) s cieľom dosiahnuť nákupy v priemernej mesačnej výške 60 mld. € do decembra 2017. Tempo nákupov sa od januára 2018 znížilo v priemere na 30 mld. € mesačne, a bude pokračovať týmto tempom až do septembra 2018, alebo v prípade potreby aj dlhšie, kým sa podľa Rady guvernérov neprejaví trvalá zmena vývoja inflácie zodpovedajúca jej inflačnému cieľu.

Potreba likvidity

Počas sledovaného obdobia vzrástla celková denná potreba likvidity bankového systému, definovaná ako suma čistých autonómnych faktorov a povinných minimálnych rezerv, v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím (čiže s piatou a šiestou periódou udržiavania povinných minimálnych rezerv roku 2017) o 60,3 mld. EUR a dosiahla 1 272,7 mld. EUR. Vyššiu potrebu likvidity zapríčinil rast priemerných čistých autonómnych faktorov, ktoré sa v sledovanom období zvýšili o 59,3 mld. € na úroveň 1 149,5 mld. €, pričom požiadavky na povinné minimálne rezervy vzrástli o 1 mld. € na 123,3 mld. €.

Dôvodom zvýšenia čistých autonómnych faktorov, ktoré zodpovedá stiahnutiu likvidity, bol hlavne pokles faktorov zvyšujúcich likviditu. Významnou mierou sa na ňom podieľal úbytok čistých aktív denominovaných v eurách, ktoré sa znížili o 54,4 mld. € a v sledovanom období dosiahli v priemere 251,8 mld. €. Priemerné čisté zahraničné aktíva sa znížili o 2 mld. € v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím a dosiahli 635,0 mld. €.

Autonómne sterilizačné faktory sa v sledovanom období mierne zvýšili a prispeli k rastu čistých autonómnych faktorov. Významnou mierou sa na ňom podieľali bankovky v obehu, ktorých objem sa zvýšil o 9,3 mld. € na 1 151,9 mld. €, a ďalšie autonómne faktory, ktoré vzrástli o 5,3 mld. € na 695,6 mld. €. Pokles vkladov verejnej správy o 11,8 mld. € mal na úroveň autonómnych sterilizačných faktorov vyrovnávací účinok.

Tabuľka A

Stav likvidity v Eurosysteme

	1. november 2017 – 30. január 2018		26. júl 2017 – 31. október 2017		Ôsma udržiavacia perióda		Siedma udržiavacia perióda	
Pasíva – potreba likvidity (priemer; v mld. EUR)								
Autonómne faktory likvidity	2 035,9	(+2,8)	2 033,1	2 040,8	(+9,1)	2 031,7	(-15,0)	
Bankovky v obehu	1 151,9	(+9,3)	1 142,7	1 158,2	(+11,6)	1 146,6	(+3,8)	
Vklady verejnej správy	188,3	(-11,8)	200,1	188,1	(-0,4)	188,5	(-29,8)	
Ďalšie autonómne faktory	695,6	(+5,3)	690,3	694,5	(-2,1)	696,6	(+11,0)	
Bežné účty	1 293,7	(+45,7)	1 248,0	1 275,2	(-34,5)	1 309,7	(+56,4)	
Nástroje menovej politiky	808,8	(+56,9)	752,0	812,9	(+7,5)	805,4	(+35,0)	
Požiadavky na povinné minimálne rezervy	123,3	(+1,0)	122,2	123,8	(+0,9)	122,9	(+0,6)	
Jednodňové sterilizačné operácie	685,6	(+55,8)	629,8	689,2	(+6,6)	682,5	(+34,4)	
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	886,8	(-56,4)	943,2	843,6	(-80,2)	923,8	(-13,2)	
Čisté zahraničné aktíva	635,0	(-2,0)	637,0	635,7	(+1,2)	634,5	(-0,5)	
Čisté aktíva v eurách	251,8	(-54,4)	306,1	207,9	(-81,4)	289,3	(-12,7)	
Nástroje menovej politiky	3 128,8	(+160,9)	2 968,0	3 161,9	(+61,4)	3 100,4	(+89,0)	
Operácie na voľnom trhu	3 128,6	(+160,9)	2 967,7	3 161,7	(+61,5)	3 100,2	(+89,0)	
Tendre	765,2	(-7,8)	773,0	763,5	(-3,1)	766,7	(-5,3)	
Hlavné refinančné operácie	2,9	(-3,2)	6,1	2,9	(-0,1)	3,0	(-3,8)	
3-mesačné dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO)	7,8	(-0,6)	8,4	7,8	(-0,2)	7,9	(-0,4)	
Operácie TLTRO-I	14,9	(-3,7)	18,6	13,4	(-2,7)	16,1	(-1,1)	
Operácie TLTRO-II	739,6	(-0,4)	740,0	739,5	(-0,1)	739,7	(-0,1)	
Portfóliá priamych nákupov	2 363,4	(+168,7)	2 194,7	2 398,2	(+64,6)	2 333,5	(+94,4)	
Prvý program nákupu krytých dlhopisov	6,1	(-1,1)	7,2	6,1	(-0,0)	6,1	(-0,9)	
Druhý program nákupu krytých dlhopisov	4,8	(-0,1)	4,9	4,7	(-0,0)	4,8	(-0,1)	
Tretí program nákupu krytých dlhopisov	240,5	(+10,7)	229,8	242,5	(+3,6)	238,8	(+6,1)	
Program pre trhy s cennými papiermi	89,0	(-2,1)	91,1	89,1	(+0,2)	88,9	(-1,6)	
Program nákupu cenných papierov krytých aktívami	25,1	(+0,5)	24,6	25,1	(+0,0)	25,1	(+0,5)	
Program nákupu aktív verejného sektora	1 867,8	(+141,6)	1 726,2	1 897,3	(+54,7)	1 842,6	(+79,3)	
Program nákupu aktív podnikového sektora	130,1	(+19,3)	110,9	133,4	(+6,1)	127,3	(+11,0)	
Jednodňové refinančné operácie	0,2	(-0,0)	0,3	0,2	(-0,1)	0,2	(+0,0)	
Ostatné údaje o likvidite (priemer; v mld. EUR)								
Celková potreba likvidity	1 272,7	(+60,3)	1 212,5	1 321,3	(+90,2)	1 231,1	(-1,2)	
Autonómne faktory ¹	1 149,5	(+59,3)	1 090,2	1 197,6	(+89,3)	1 108,3	(-1,8)	
Nadbytočná likvidita	1 855,8	(+100,6)	1 755,3	1 840,4	(-28,7)	1 869,1	(+90,2)	
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	-0,351	(+0,006)	-0,357	-0,359	(-0,014)	-0,345	(+0,014)	

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“.

Každodenná volatilita autonómnych faktorov ostávala v sledovanom období vysoká a v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím sa celkovo nezmenila. Táto volatilita bola v prvom rade prejavom fluktuácií vkladov verejnej správy a čistých aktív v eurách.

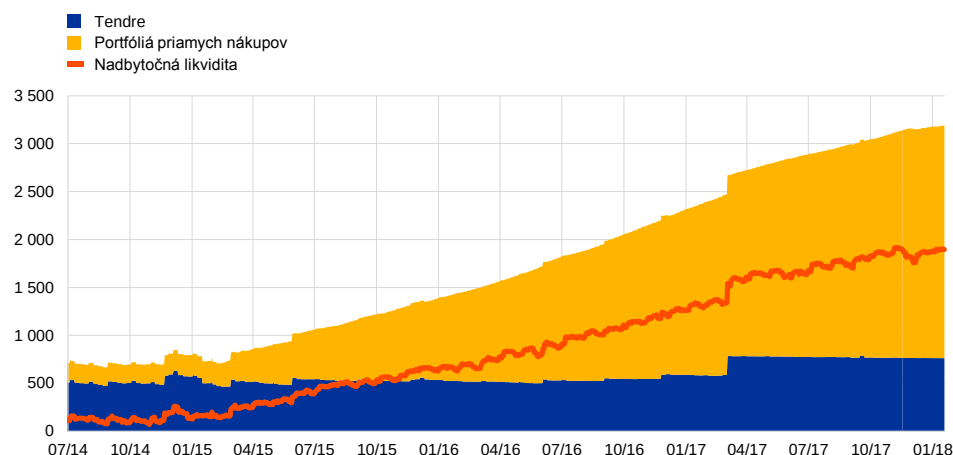
Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom operácií na voľnom trhu – tendrov a nákupov v rámci programu APP – vzrástol v sledovanom období o 160,9 mld. € na úroveň 3 128,6 mld. € (graf A). Tento nárast možno v plnej miere pripísať programu APP, pričom dopyt po tendroch sa ďalej nepatrne znižoval.

Graf A

Vývoj operácií na voľnom trhu a nadbytočná likvidita

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom tendrov sa v sledovanom období mierne znížil, o 7,8 mld. €, a dosiahol hodnotu 765,2 mld. €.

Tento pokles bol spôsobený najmä nižšou priemernou zostatkovou hodnotou cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO), ktoré sa znížili o 4,1 mld. €, najmä v dôsledku dobrovoľného predčasného splatenia finančných prostriedkov požíchaných prostredníctvom týchto operácií. Priemerné množstvo likvidity poskytnutej prostredníctvom hlavných refinančných operácií (MRO) kleslo o 3,2 mld. € a priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom trojmesačných dlhodobějších refinančných operácií (LTRO) poklesol o 0,6 mld. €.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom menovopolitických portfólií Eurosystému sa vďaka nákupom v rámci programu APP zvýšil o 168,7 mld. € na 2 363,4 mld. €. Priemerná likvidita poskytnutá prostredníctvom programu nákupu aktív verejného sektora sa zvýšila o 141,6 mld. €, prostredníctvom tretieho programu nákupu krytých dlhopisov o 10,7 mld. €, prostredníctvom programu nákupu cenných papierov krytých aktívami o 0,5 mld. € a prostredníctvom

programu nákupu aktív podnikového sektora o 19,3 mld. €. Zníženie likvidity v dôsledku splatenia dlhopisov v rámci programu pre trhy s cennými papiermi a dvoch predchádzajúcich programov nákupu krytých dlhopisov predstavovalo celkovo 3,3 mld. €.

Nadbytočná likvidita

V dôsledku uvedeného vývoja sa priemerný objem nadbytočnej likvidity v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím zvýšil o 100,6 mld. € a dosiahol 1 855,8 mld. € (graf A). Ako už bolo uvedené, tento nárast možno vo veľkej miere pripísať likvidite poskytnutej prostredníctvom programu APP s mesačným cieľom na úrovni 60 mld. € do decembra 2017 a 30 mld. € od januára 2018. Toto bolo čiastočne kompenzované vyššou potrebou likvidity v dôsledku autonómnych faktorov. Podrobnejšia analýza vývoja v sledovanom období naznačuje, že brzdiaci vplyv autonómnych faktorov na nárast objemu nadbytočnej likvidity sa vyskytol najmä v ôsmej udržiavacej perióde. V ôsmej udržiavacej perióde došlo k poklesu nadbytočnej likvidity vo výške 28,7 mld. €, keďže likviditu dodanú v rámci programu APP vykompenzovali nižšie autonómne faktory zvyšujúce likviditu vyplývajúce z nižších čistých aktív v eurách, spolu s vyššou celkovou potrebou likvidity bankového sektora, najmä v dôsledku väčšieho dopytu po bankovkách. Naproti tomu, v siedmej udržiavacej perióde vzrástla nadbytočná likvidita o 90,2 mld. € vplyvom nákupov v rámci programu APP a skromného poklesu autonómnych sterilizačných faktorov, ku ktorému došlo predovšetkým v dôsledku nižších vkladov verejnej správy.

Zvýšenie nadbytočnej likvidity sa v sledovanom období prejavilo vo vyššej priemernej držbe na bežných účtoch, ktorá vzrástla o 45,7 mld. € a dosiahla 1 293,7 mld. €. Priemerný denný objem jednoduchých sterilizačných operácií sa ďalej zvýšil o 55,8 mld. € a dosiahol 685,6 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 dokonca nižšie. Na nezabezpečenom trhu bol index EONIA (euro overnight index average) v priemere na úrovni -0,351 % v porovnaní s priemernou hodnotou -0,357 % v predchádzajúcom sledovanom období. Index EONIA kolísal medzi najvyššou hodnotou -0,241 % v posledný novembrový deň roku 2017 a najnižšou hodnotou -0,370 % v polovici januára 2018.

Na zabezpečenom trhu v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím poklesli priemerné úrokové sadzby jednoduchých repo obchodov na trhu GC Pooling v prípade štandardného i rozšíreného koša kolaterálov. Priemerná úroková sadzba jednoduchých repo obchodov dosiahla -0,447 % pri štandardnom koši kolaterálov, pričom na konci roka dosiahla pokles na úrovni -0,756 %, a priemerná úroková

sadzba jednodňových repo obchodov pri rozšírenom koši kolaterálov dosiahla -0,415 %.

Pokles hlavných repo sadzieb na konci roka 2017 bol menej výrazný ako na konci roka 2016. Naznačuje to, že účastníci trhu prijali účinnejšie postupy v oblasti riadenia kolaterálu. Tento vývoj tiež naznačuje pozitívny vplyv pôžičiek cenných papierov v rámci programu nákupu aktív verejného sektora (PSPP).

Najnovší vývoj v oblasti zamestnanosti na čiastočný úväzok

Katalin Bodnár

V eurozóne dochádza k častejšiemu využívaniu práce na čiastočný úväzok.

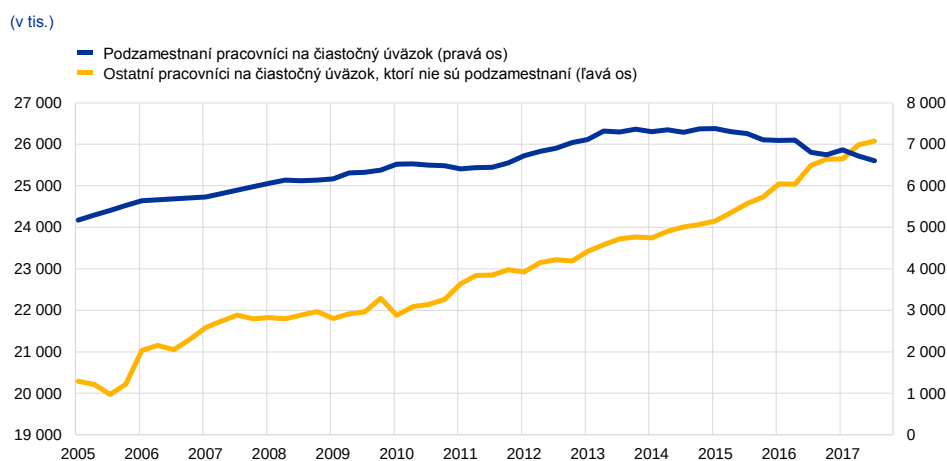
Pracovníci na čiastočný úväzok tvoria v súčasnosti približne 22 % z celkovej zamestnanosti a práca na čiastočný úväzok sa podieľala približne štvrtinou na čistom raste zamestnanosti počas oživenia trhov práce eurozóny (ktoré sa začalo v druhom štvrťroku 2013). V tomto boxe sa hodnotí najnovší vývoj a charakteristiky dvoch hlavných skupín pracovníkov na čiastočný úväzok: podzamestnaných, ktorí pracujú na skrátený úväzok, ale chcú by pracovať viac hodín, a tých, ktorým práca na čiastočný úväzok vyhovuje.

Počet podzamestnaných pracovníkov na čiastočný úväzok sa počas krízy zvýšil, ale nedávno začal klesať.

V prieskume pracovnej sily v Európskej únii je možné odlíšiť pracovníkov na čiastočný úväzok, ktorí chcú pracovať viac hodín, a tých ktorí nechcú. Pracovníci v prvej skupine sa nazývajú podzamestnaní.¹³ Hoci sú pracovníci v tejto skupine zamestnaní, zvyčajne sa považujú za čiastočne nezamestnaných alebo nedostatočne využitých, čo znamená, že počet hodín, ktorý by radi odpracovali je vyšší, ako požadujú ich zamestnávateľia. Podzamestnanosť v eurozóne sa zvyšovala aj v prvej fáze veľkej hospodárskej recesie aj na začiatku dlhovej krízy. V poslednom čase klesá, ale aj tak zostáva nad svojou úrovňou pred krízy (graf A). Tento cyklický model je podobný ako v prípade nezamestnanosti.

Graf A

Počet podzamestnaných a ostatných pracovníkov na čiastočný úväzok v eurozóne



Zdroj: Eurostat a výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Upravené o odhadovaný vplyv zmien metodiky v časových radoch. Údaje za obdobie rokov 2005 - 2008 vychádzajú z odhadov odborníkov ECB.

¹³ Štatistika Eurostatu je vysvetlená na stránke [Štatistika podzamestnanosti a potenciálnej dodatočnej pracovnej sily \(Underemployment and potential additional labour force statistics\)](#). Nedobrovoľná zamestnanosť na čiastočný úväzok súvisí s koncepciou podobnou ako podzamestnanosť s niekoľkými rozdielmi: zamestnanci pracujúci nedobrovoľne na čiastočný úväzok sú tí, ktorí pracujú na čiastočný úväzok preto, lebo si nevedia nájsť prácu na plný úväzok. Viac aj na stránke Eurostatu s názvom [Prieskum pracovnej sily EÚ - metodika \(EU labour force survey – methodology\)](#).

Počet ostatných pracovníkov na čiastočný úväzok, ktorí nie sú

podzamestnaní, sa zvyšoval počas krízy aj počas oživenia. Druhá skupina, teda pracovníci, ktorí nechcú pracovať viac hodín, zvyčajne pracujú na čiastočný úväzok z rodinných, zdravotných alebo iných dôvodov (napr. pretože sú študenti). Táto skupina má najvyšší podiel pracovníkov na čiastočný úväzok: štyria z piatich pracovníkov na čiastočný úväzok v eurozóne sú spokojní s počtom hodín, ktorý odpracujú. Táto kategória zamestnanosti na čiastočný úväzok nevykazovala v posledných rokoch žiadny cyklický model, ale stabilne stúpala počas krízy aj oživenia (graf A). Tento model naznačuje, že túto skupinu pracovníkov na čiastočný úväzok ovplyvňujú primárne štrukturálne faktory.

Počet ostatných pracovníkov na čiastočný úväzok, ktorí nie sú

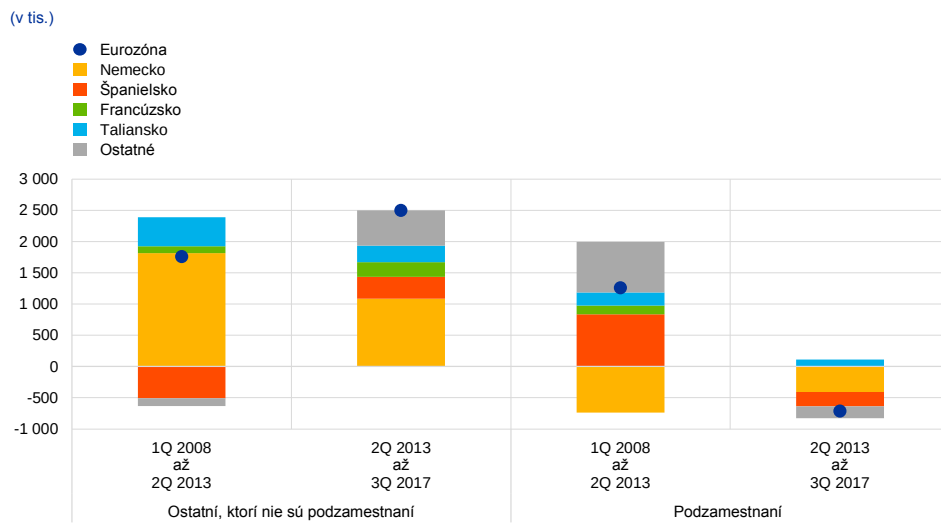
podzamestnaní, vzrástol najmä v Nemecku, pričom najvyššie príspevky k zmenám podzamestnanosti v eurozóne zaznamenáva Španielsko (graf B).

Spomedzi štyroch najväčších krajín eurozóny je najvyšší podiel práce na čiastočný úväzok na celkovej zamestnanosti v Nemecku. V tejto krajine je aj najvyšší podiel pracovníkov na čiastočný úväzok spokojných s počtom hodín, ktorý odpracujú, a súčasný rast práce na čiastočný úväzok sa tam nespája s podzamestnanosťou. Naopak podzamestnanosť výrazne vzrástla počas krízy v Španielsku a Taliansku. V Španielsku došlo k prílevu do skupiny podzamestnaných zo skupín nezamestnaných, pracovníkov na plný úväzok a ostatných pracovníkov na čiastočný úväzok, ktorí nie sú podzamestnaní.¹⁴ Značný nárast podzamestnanosti počas krízy pravdepodobne súvisí so zmenami regulácie práce na čiastočný úväzok a s vplyvom krízy na príjem a bohatstvo počas poklesu, čo malo za následok zvýšenú ponuku pracovnej sily vyjadrenú počtom odpracovaných hodín. Podzamestnanosť v Taliansku pravdepodobne ovplyvnili opatrenia vlády na podporu zníženia počtu odpracovaných hodín. Podzamestnanosť v Taliansku a Španielsku zostáva napriek nedávnomu poklesu stále nad predkrízovou úrovňou, pričom v Nemecku je výrazne pod úrovňou pred krízou.

¹⁴ Viac aj v boxe Alternative measures of unemployment for the Spanish Economy, *Economic Bulletin*, Issue 2, Banco de España, 2017.

Graf B

Zmeny počtu podzamestnaných a ostatných pracovníkov na čiastočný úväzok v eurozóne počas krízy a oživenia v jednotlivých krajinách



Zdroj: Eurostat a výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Upravené o odhadovaný vplyv zmien metodiky v časových radoch.

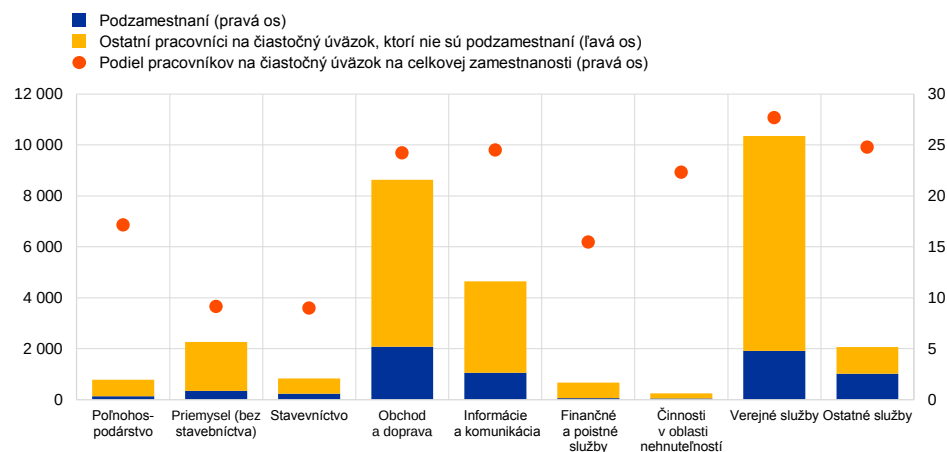
Obidve kategórie pracovníkov na čiastočný úväzok prevládajú v sektore

služieb a medzi ženami. Pracovníci na čiastočný úväzok v eurozóne sa koncentrujú v troch sektoroch: 1. v sektore verejných služieb, 2. v sektore obchodu, dopravy, ubytovania a potravinárstva a 3. v sektore informácií a komunikácie. V dôsledku toho sa do týchto sektorov koncentrujú aj obidve kategórie práce na čiastočný úväzok (graf C). Pokiaľ ide o charakteristiku osôb, najväčšiu časť pracovníkov na čiastočný úväzok tvoria ženy v strednom a staršom veku (graf D). Rozdelenie práce na čiastočný úväzok na prácu na čiastočný úväzok podzamestnaných osôb a osôb, ktoré nie sú podzamestnané, sa v jednotlivých sektoroch a charakteristikách osôb mierne líši. Podzamestnaní pracovníci na čiastočný úväzok tvoria najvyšší podiel z celkovej zamestnanosti na čiastočný úväzok v ostatných službách (vrátane umenia, zábavy a rekreácie; iných obslužných aktivít a aktivít domácností a zahraničných organizácií a orgánov), po nich nasleduje sektor stavebníctva, obchodu a dopravy a sektor informácií a komunikácie. Počet podzamestnaných pracovníkov na čiastočný úväzok je vysoký aj u mužov v strednom veku a mládeže. Podzamestnaní pracovníci na čiastočný úväzok zvyčajne odpracujú o niečo menej hodín ako pracovníci na čiastočný úväzok, ktorí nie sú podzamestnaní.

Graf C

Počet podzamestnaných a ostatných pracovníkov na čiastočný úväzok a podiel pracovníkov na čiastočný úväzok na celkovej zamestnanosti v eurozóne v roku 2016 podľa sektorov

(ľavá os: v tis.; pravá os: v %)

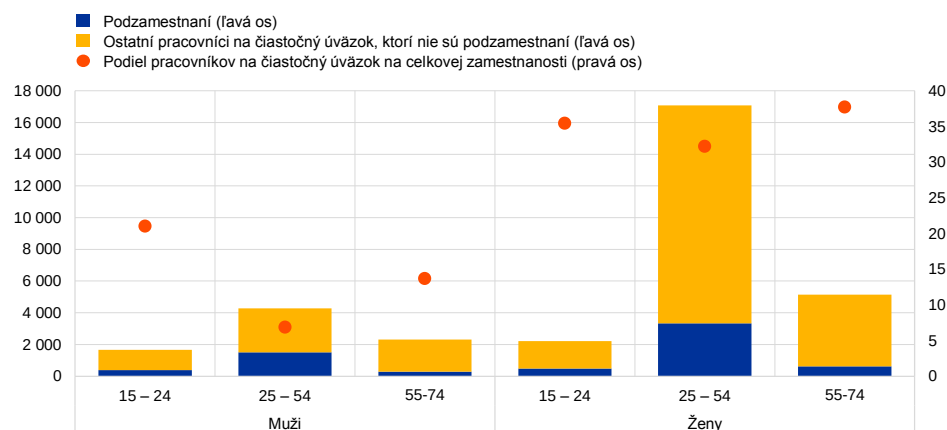


Zdroj: Eurostat a výpočty odborníkov ECB.

Graf D

Počet podzamestnaných a ostatných pracovníkov na čiastočný úväzok a podiel pracovníkov na čiastočný úväzok na celkovej zamestnanosti v eurozóne v treťom štvrtroku 2017 podľa pohlavia a veku

(ľavá os: v tis.; pravá os: v %)



Zdroj: Eurostat a výpočty odborníkov ECB.

Významnou otázkou zostáva, v akom rozsahu predstavujú podzamestnaní pracovníci na čiastočný úväzok neisté pracovné miesto a/alebo voľné kapacity v hospodárstve. V empirickej literatúre sa uvádza, že podzamestnaní pracovníci na čiastočný úväzok mávajú nižšiu istotu zamestnania, s prácou bývajú menej spokojní¹⁵ a mávajú nižšie mzdy¹⁶ ako tí, ktorí nie sú podzamestnaní.

¹⁵ Napr. Vaalavuo, M.: [Part-time work: A divided Europe](#), *Evidence in focus*, European Commission, 2016; a Kauhanen, M. and Nätti, J.: [Involuntary temporary and part-time work, job quality and well-being at work](#), *Working Papers*, No 272, Labour Institute for Economic Research, Helsinki, 2011.

Podzamestnaní pracovníci na čiastočný úväzok sa teda v niektorých prípadoch môžu považovať za osoby s neistým pracovným miestom. Otvorenou otázkou však taktiež zostáva, v akom rozsahu sú podzamestnaní pracovníci na čiastočný úväzok skutočne k dispozícii, aby pracovali viac hodín, a môžu sa teda považovať za nedostatočne využitú pracovnú silu.¹⁷ Pracovníci na čiastočný úväzok, ktorí nie sú podzamestnaní, môžu zároveň túto možnosť považovať za príležitosť vstúpiť na trh práce alebo zostať na ňom, a to môže často viesť k spokojnosti s prácou.¹⁸ Pracovníci na čiastočný úväzok v tejto kategórii zvyčajne nepredstavujú voľné kapacity ani neisté pracovné miesto. Uvedené skutočnosti naznačujú, že nedávny pokles počtu podzamestnaných pracovníkov na čiastočný úväzok a pokračujúci nárast počtu pracovníkov na čiastočný úväzok, ktorí nie sú podzamestnaní, sa môže považovať za jav podporujúci celkový blahobyt.

¹⁶ Veliziotis, M., Matsaganis, M. and Karakitsios, A.: Involuntary part-time employment: perspectives from two European labour markets, Working Papers No. 15/02., ImPRovE-, January 2015.

¹⁷ Napr. Weale, M.: [Slack and the labour market](#), speech at the Thames Valley Chamber of Commerce, 20 March 2014.

¹⁸ Gallie, D. et al.: Quality of work and job satisfaction: comparing female part-time work in four European countries, *International Review of Sociology*, Vol. 26, No 3, 2016, pp. 457-481.

Spôľahlivosť predbežného rýchleho odhadu HDP za eurozónu

Magnus Forsells a Stanimira Kosekova

Ekonomická analýza sa nezaobíde bez včasných a spoľahlivých štatistík. Tento box rozoberá a hodnotí spoľahlivosť predbežného rýchleho odhadu Eurostatu týkajúceho sa štvrťročného rastu HDP v eurozóne, ktorý bol zavedený na začiatku roka 2016. Jednotná menová politika eurozóny závisí od včasných, spoľahlivých a porovnateľných ukazovateľov, ktoré dokonale odrážajú hospodársky vývoj. V tomto smere poskytujú národné účty podrobný a konzistentný obraz o stave ekonomiky a tvoria základný kameň menovopolitickej analýzy. Zavedenie predbežného rýchleho odhadu HDP bolo preto pozitívne vnímané ako súčasť nepretržitej snahy o zlepšovanie európskych štatistík. Rýchlejšia dostupnosť údajov by však v ideálnom prípade nemala mať vplyv na ich spoľahlivosť, ktorá je definovaná ako blízkosť prvotného odhadu k nasledujúcim odhadom. Informácie o spoľahlivosti nám môžu pomôcť pri interpretácii prvotných odhadov pokiaľ ide o neistotu súvisiacu so zverejnenými údajmi alebo pri odhadovaní smeru budúcich revízií. Ak ekonomické ukazovatele poskytujú zavádzajúce signály o hospodárskom vývoji, ktoré musia byť opravované následnými revíziami, môže to mať nepriaznivý vplyv na ekonomickú analýzu.

Zavedenie predbežného rýchleho odhadu zrýchlilo dostupnosť prvotných údajov o vývoji HDP eurozóny v každom referenčnom období o približne 15 dní, pričom prvé odhady sa zverejňujú už 30 dní po skončení referenčného štvrťroka, a nie 45 dní, ako tomu dovtedy bývalo. Po uskutočnení štúdie realizovateľnosti Eurostat v spolupráci s členskými krajinami EÚ po prvýkrát zverejnil predbežný rýchly odhad HDP za eurozónu a EÚ dňa 29. apríla 2016.¹⁹ Na zostavovanie odhadov v lehote 30 dní sa vo väčšine krajín používa rovnaká metodika ako pri odhadoch v lehote 45 dní. Vzhľadom na obmedzenú dostupnosť zdrojov údajov sa však tretí mesiac štvrťroka obvyčajne odhaduje alebo čiastočne odhaduje pomocou techník štatistického modelovania, v ktorých sa využívajú dostupné mesačné informácie (napr. krátkodobé štatistiky, podnikateľské prieskumy, cenové štatistiky a predbežné odhady zdrojových údajov).²⁰ Predbežný rýchly odhad za eurozónu vychádza z i) národných odhadov šiestich krajín (Belgicka, Španielska, Francúzska, Lotyšska, Litvy a Rakúska – približne 40 % HDP eurozóny), ktoré sú verejne dostupné v lehote 30 dní a z ii) národných odhadov ostatných krajín, ktoré ich Eurostatu poskytujú ako dôverné vstupné údaje na výpočet týchto agregátov za Európu. Štyri krajiny eurozóny (Írsko, Luxembursko, Malta a Slovinsko – takmer 4 % HDP eurozóny) nezverejňujú svoje odhady v lehote 30, ani 45 dní a zverejňujú až svoje národné účty, a to v lehote 60 alebo viac dní po skončení referenčného

¹⁹ Viac informácií nájdete na [internetovej stránke Eurostatu](#) a v boxe s názvom Skoršie zverejňovanie rýchleho odhadu štvrťročného HDP za eurozónu: prvé skúsenosti, *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2016.

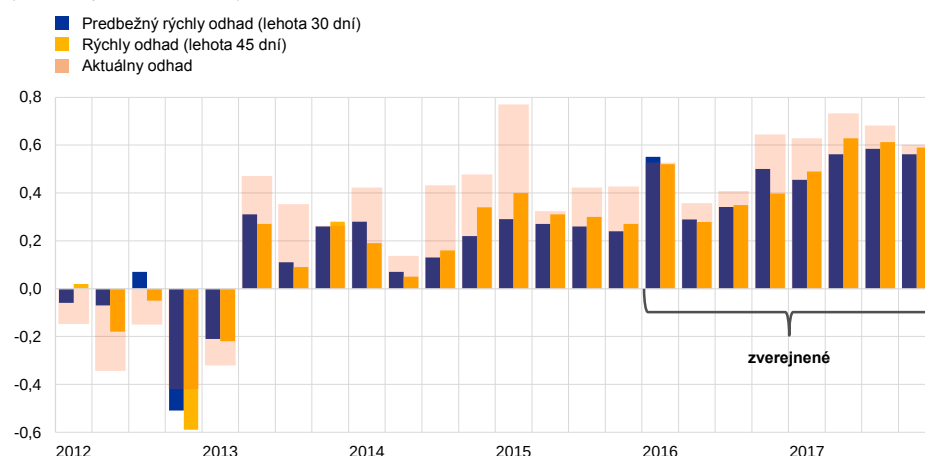
²⁰ Spôsoby presného odhadovania sa v jednotlivých krajinách líšia, no môžu zahŕňať autoregresné modely rozložených oneskorení, dynamické faktorové modely, interpolačné techniky, prediktívne modely a viacrozmerné modely, ktoré sú uvádzané v publikáciách Eurostatu [Euro area and European Union GDP flash estimates at t+30](#) a [Overview of GDP flash estimation methods](#).

štvrtroku. Neskoršie dopĺňanie údajov za tieto krajiny a zapracúvanie revidovaných údajov za krajiny, ktoré už svoje predbežné národné odhady predložili, môže mať nepriaznivý dopad na konečný odhad za referenčný štvrtrok a viesť k potrebe korekcií. Korekcie môžu tiež odrážať zmeny v zložení eurozóny a/alebo metodické vylepšenia (ako napríklad prechod na Európsky systém národných a regionálnych účtov (ESA 2010) v septembri 2014).

Graf A

Odhady HDP za eurozónu

(štvrtročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Prvý predbežný rýchly odhad Eurostatu bol zverejnený 29. apríla 2016 a týkal sa prvého štvrtroka 2016. Predbežné rýchle odhady za skoršie obdobia sú prevzaté z publikácie Eurostatu *Euro area and European Union GDP flash estimates at 30 days*. Na účely tejto analýzy sa používajú odhady zaokrúhlené na dve desatinné miesta. Položka Aktuálny odhad predstavuje najnovšie údaje dostupné v databáze ECB Statistical Data Warehouse k 7. marcu 2018. Rýchle odhady vychádzajú zo zloženia eurozóny platného v danom čase, zatiaľ čo aktuálny odhad zohľadňuje súčasné zloženie eurozóny.

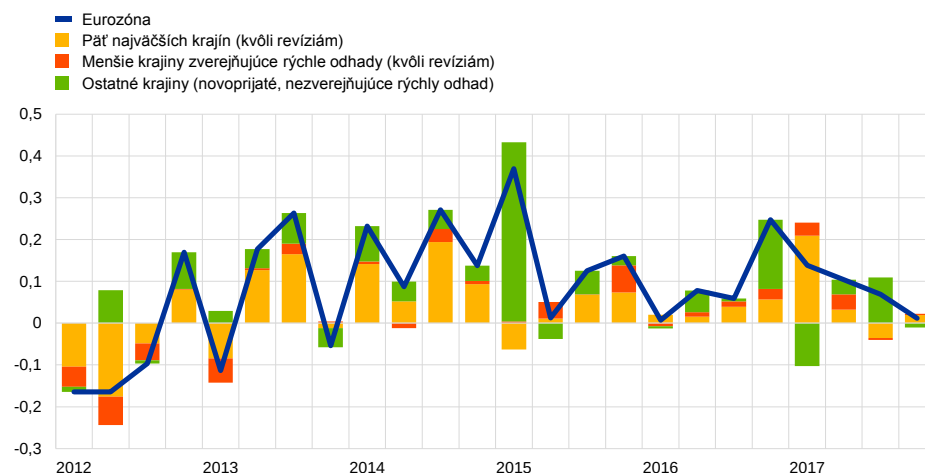
Predbežný rýchly odhad (v lehote 30 dní) dosahuje v porovnaní s rýchlym odhadom (v lehote 45 dní) uspokojivé výsledky. V období od prvého štvrtroka 2012 do posledného štvrtroka 2017 nie je medzi predbežným rýchlym odhadom a rýchlym odhadom takmer žiadny rozdiel (graf A). Ani pri pohľade na jednotlivé štvrtroky nepozorujeme medzi oboma odhadmi výrazné rozdiely. Naznačuje to, že napriek skoršiemu termínu zverejňovania sa podarilo zachovať spoľahlivosť prvého odhadu. Predbežný rýchly odhad aj rýchly odhad je potrebné, samozrejme, porovnávať aj s najnovšími dostupnými údajmi o HDP, no i v tomto prípade dosahujú oba odhady rovnako priaznivé výsledky a v porovnaní s najnovšími údajmi sú v priemere nižšie len o 0,1 percentuálneho bodu. Ako sa dalo predpokladať, najväčšou mierou sa na tejto revízii podieľa päť najväčších krajín, keďže predstavujú viac ako 80 % HDP eurozóny (graf B). Aj menšie krajiny však v tomto smere zohrávajú úlohu, a to i) vzhľadom na revízie vlastných rýchlych odhadov alebo ii) z dôvodu, že do agregátu za eurozónu sú zahrnuté aj krajiny, ktoré v lehote 60 a viac dní po skončení referenčného štvrtroka nezverejňujú žiadne údaje. Štyri menšie krajiny, ktoré nezostavujú odhady v lehote 30, ani 45 dní, vykázali relatívne

veľké príspevky k revíziám na úrovni eurozóny, predovšetkým pokiaľ ide o prvý štvrťrok 2015, posledný štvrťrok 2016 a tretí štvrťrok 2017.²¹

Graf B

Príspevky k rozdielom medzi rýchlym odhadom v lehote 45 dní a najnovšími dostupnými údajmi

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Medzi päť najväčších krajín z hľadiska HDP patria Nemecko, Španielsko, Francúzsko, Taliansko a Holandsko.

Kvalita štatistík za eurozónu sa v posledných rokoch zvýšila, no táto oblasť aj naďalej čelí niekoľkým výzvam.

Zavedenie predbežného rýchleho odhadu HDP v lehote 30 dní je jedným z najvýraznejších zlepšení národných účtov za posledné roky a umožňuje včasnejšiu dostupnosť prvého odhadu bez toho, aby bola ohrozená jeho spoľahlivosť. Výhody skoršej dostupnosti údajov v prípade týchto odhadov ECB pravidelne využíva pri svojich analýzách a makroekonomických projekciách. V najbližších rokoch by mali predbežné rýchle odhady HDP začať zverejňovať aj ďalšie krajiny eurozóny,²² v krátkodobom horizonte však počet krajín zverejňujúcich svoje národné odhady alebo podrobnú štruktúru svojich výdavkov v lehote 30 dní nemusí byť dostatočný na to, aby umožnil dôkladnejšiu analýzu makroekonomického vývoja na úrovni eurozóny tak krátko po skončení referenčného štvrťroku. Okrem toho, ekonomické štatistiky používané v spojitosti s predbežnými rýchlymi odhadmi sú na úrovni eurozóny naďalej menej celistvé a menej včasné, než vo viacerých krajinách eurozóny a v krajinách nepatriacich do eurozóny, ktoré sú jej hlavnými obchodnými partnermi (napríklad v Spojených štátoch). Je preto dôležité, aby vývoj relevantných štatistík za eurozónu a jednotlivé členské krajiny napredoval a bola mu priradená dostatočná priorita. Rovnako dôležité bude zvýšenie kvality zdrojových údajov používaných ako vstupné údaje pre predbežné rýchle odhady (napr.

²¹ Revízie v daných štvrťrokoch spôsobilo najmä zapracovanie údajov za Írsko do agregátu za eurozónu. Pod zvýšenú volatilitu tempa rastu HDP v posledných rokoch sa podpísala veľmi významná úloha, ktorú v Írsku zohrávajú nadnárodné spoločnosti a spôsob, akým zaznamenávajú držbu produktov duševného vlastníctva (nehmotný majetok).

²² Podľa kalendára zverejňovania Istat Taliansko zverejní svoj prvý predbežný rýchly odhad HDP 2. mája 2018.

krátkodobé statistiky za sektor služieb).²³ Uvedené zlepšenia v konečnom dôsledku prispievajú k vyššej spoľahlivosti a využiteľnosti predbežných rýchlych odhadov a umožnia podrobnejšiu ekonomickú analýzu.

²³ Viac informácií nájdete v [stanovisku ECB](#) k návrhu nariadenia Európskeho parlamentu a Rady o európskej podnikovej štatistike, ktorým sa mení nariadenie (ES) č. 184/2005 a zrušuje desať právnych aktov v oblasti podnikovej štatistiky (CON/2018/1), 2.1.2018.

Úloha sezónnosti a mimoriadnych výkyvov inflácie HICP bez cien potravín a energií

Eliza Lis a Mario Porqueddu

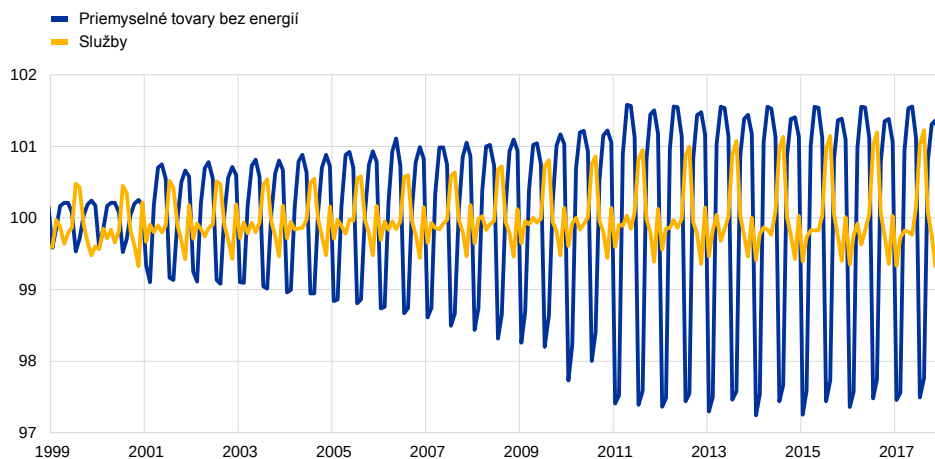
Ukazovatele základnej inflácie poskytujú celkový pohľad na cenový vývoj, bez krátkodobej volatility. Vylučujú sa napríklad vysoko volatilné zložky HICP, konkrétne ceny potravín a energií. Inflačný ukazovateľ HICP bez cien potravín a energií však aj tak môže vykazovať určitú krátkodobú volatilitu. V tomto boxe sa skúmajú dva možné zdroje – zmeny v sezónnosti a idiosynkratické zmeny cien (ďalej len mimoriadne výkyvy) – a posudzuje sa, do akej miery môžu vysvetliť nedávnu krátkodobú volatilitu profilu inflácie HICP eurozóny bez cien potravín a energií.

Sezónne fluktuácie inflácie HICP eurozóny bez cien potravín a energií boli postupne stále výraznejšie. Sezónne zmeny nemajú samy o sebe žiadny vplyv na ročnú mieru inflácie, ale zmeny sezónneho faktora majú. Značná časť nárastu sezónnosti je spôsobená zmenami metodiky, ale zdá sa, že určitá časť odráža všeobecnejší vývoj.²⁴ Výraznejšia sezónnosť je viditeľná tak pri HICP priemyselných tovarov bez energií, ako aj pri HICP služieb (graf A).

Graf A

Sezónny faktor inflácie HICP eurozóny priemyselných tovarov bez energií a HICP služieb

(index: bez vplyvu sezónnosti na HICP = 100)



Zdroje: Eurostat a výpočty ECB

Poznámka: Sezónny faktor sa počíta ako pomer medzi údajmi, ktoré nie sú očistené od sezónnych vplyvov, a údajmi očistenými od sezónnych vplyvov. Číslo väčšie ako 100 znamená kladný vplyv sezónnosti na HICP eurozóny priemyselných tovarov bez energií a HICP služieb a menšie ako 100 záporný vplyv.

Vplyv sezónnosti na infláciu HICP priemyselných tovarov bez energií a HICP služieb súvisí najmä s cenami za oblečenie, resp. s cenami za služby súvisiace s cestovaním. Sezónny výpredaj oblečenia sa obvykle koná v zimných mesiacoch,

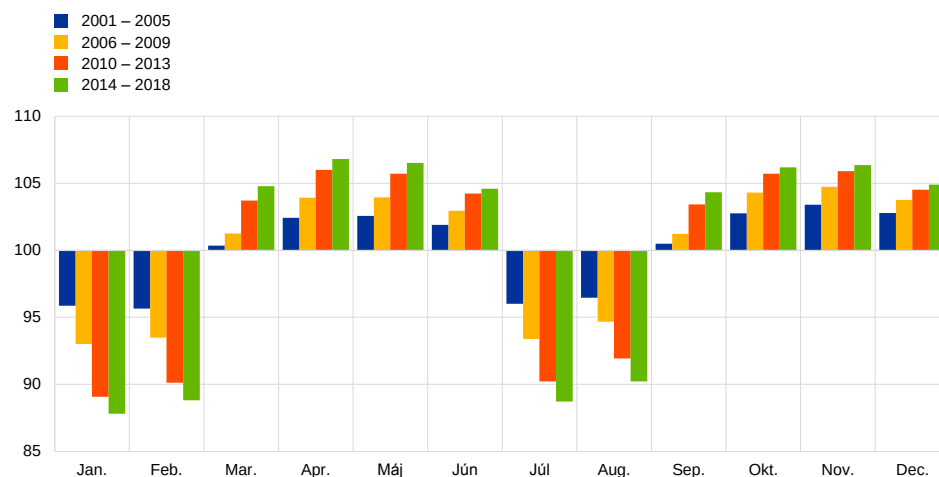
²⁴ Definícia sezónnosti je uvedená v boxe Harmonised Index of Consumer Prices – Easter effects and improved seasonal adjustment, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2016.

konkrétne v januári a februári, a v letných mesiacoch, v júli a auguste (graf B).²⁵ Skorší začiatok obdobia výpredajov môže mať za následok väčšiu medzimesačnú zmenu cien v porovnaní s predchádzajúcim rokom a neskorší začiatok menšiu, a teda môže ísť o výraznejšie zníženie alebo zvýšenie ročnej miery inflácie. Vplyv sezónnosti na ceny oblečenia sa od roku 2001 zvýšil, vo veľkej miere v dôsledku zlepšeného štatistického zisťovania cien, zlepšenia metodiky zisťovania zmien cien za zimné a za letné oblečenie a od roku 2010 aj v dôsledku zavedenia nariadenia o posudzovaní sezónnych výrobkov.²⁶ Sezónnosť cien za služby súvisiace s cestovaním (napr. balíčky dovolenkových služieb, ubytovanie a letecká doprava) poukazuje na výraznejšie zmeny cien najmä v letných a zimných mesiacoch (graf C).²⁷ Vzhľadom na relatívne vysoké váhy oblečenia a služieb spojených s cestovaním pri výpočte inflácie HICP bez potravín a energií (okolo 12 %) môžu mať odchýlky od obvyklého sezónneho vývoja významný vplyv na ročnú mieru inflácie.

Graf B

Sezónny faktor inflácie HICP eurozóny pre oblečenie

(index: bez vplyvu sezónnosti na HICP = 100, priemer)



Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámky: Pri cenách za oblečenie sa vychádza z indexu cien odevov v inflácii HICP. Obdobie 2014 až 2018 zahŕňa údaje až do januára 2018, vrátane. Sezónny faktor sa počíta ako pomer medzi údajmi neočistenými od sezónnych vplyvov a údajmi očistenými od týchto vplyvov. Autori používajú na očistenie údajov od sezónnych vplyvov postup X12-regArima.

²⁵ K sezónnosti cien oblečenia najväčšou mierou prispievajú Taliansko a Španielsko, zatiaľ čo Nemecko a Francúzsko vykazujú menej viditeľné sezónne výkyvy.

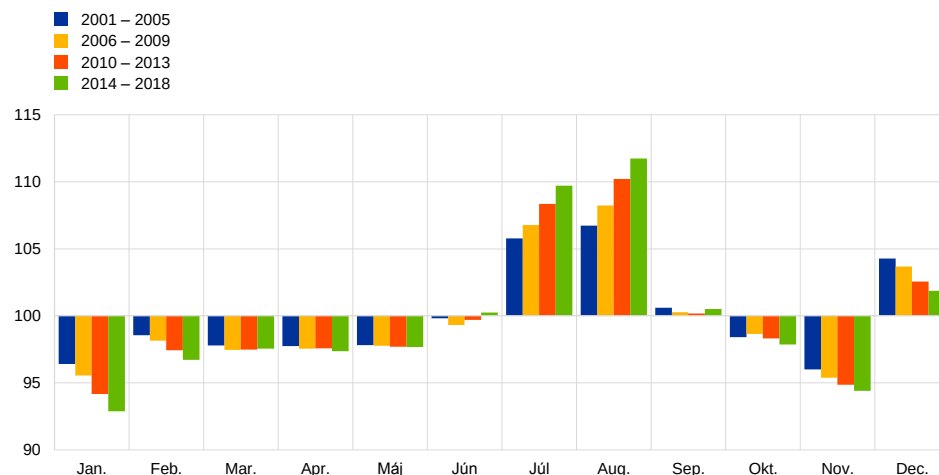
²⁶ Podrobnejšie informácie sú uvedené v boxe Methodological changes in the compilation of the HICP and their impact on recent data, *Monthly Bulletin*, ECB, April 2011.

²⁷ Pokiaľ ide o služby súvisiace s cestovaním, sezónnosť je najvýraznejšia vo Francúzsku v letných mesiacoch a v Nemecku počas roka, čo je v prípade Nemecka najmä odrazom zreteľného sezónneho vývoja pri balíčkoch dovolenkových služieb. Presné načasovanie období letných dovoleniek sa môže z roka na rok meniť. Podľa definície by sezónny faktor vplyv tejto zmeny nezachytil.

Graf C

Sezónny faktor inflácie HICP eurozóny pre položky súvisiace s cestovaním

(index: bez vplyvu sezónnosti na HICP = 100, priemer)



Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámky: Položky súvisiace s cestovaním zahŕňajú balíčky dovolenkových služieb, ubytovacie služby a leteckú dopravu. Obdobie 2014 až 2018 zahŕňa údaje až do januára 2018, vrátane. Sezónny faktor sa počíta ako pomer medzi údajmi neočistenými od sezónnych vplyvov a údajmi očistenými od týchto vplyvov. Autori používajú na očistenie údajov od sezónnych vplyvov postup X12-regArima.

Na profil inflácie HICP bez potravín a energií majú vplyv aj mimoriadne výkyvy.

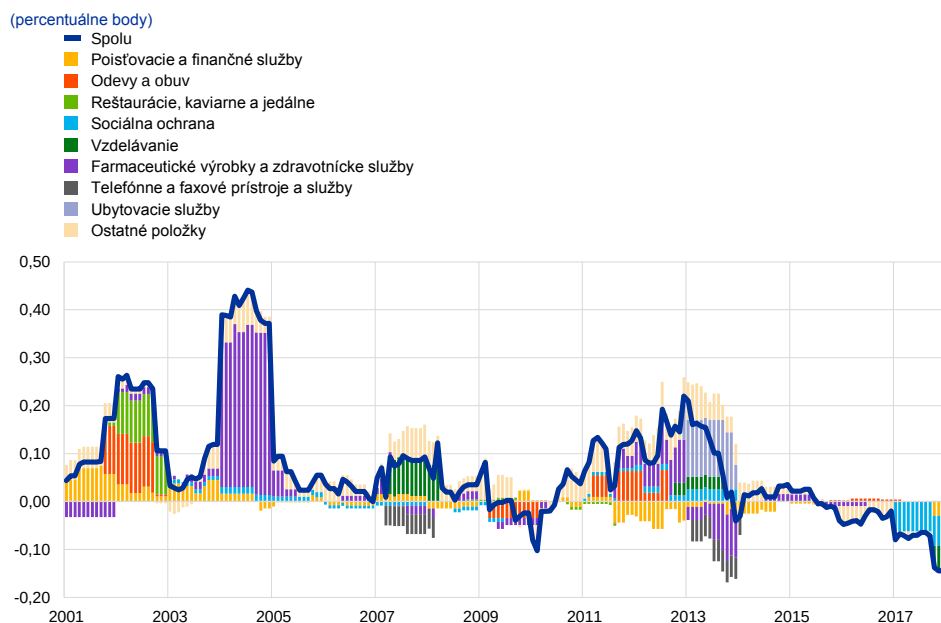
Tieto mimoriadne výkyvy možno definovať ako neobvyklé zmeny cien štatisticky významne väčšie alebo menšie ako je priemerná zmena v danom mesiaci (po zohľadnení sezónnych a kalendárnych vplyvov) a ktoré môžu obvykle súvisieť s konkrétnymi udalosťami.²⁸ Medzi najlepšie príklady takýchto udalostí patria zmena sadzby DPH alebo nejaké administratívne opatrenie, ale aj organizované medzinárodné podujatia, ako sú napríklad svetové veľtrhy (Expo) alebo olympijské hry. Na grafe D je znázornené rozloženie vplyvu mimoriadnych výkyvov zadefinovaných týmto spôsobom.²⁹ V roku 2017 bol príspevok mimoriadnych výkyvov k inflácii HICP bez cien potravín a energií približne -0,1 percentuálneho bodu, a teda išlo o najvýraznejší čistý záporný príspevok vo vzorke 2001 – 2017. Bol spôsobený znížením odvodov na sociálne zabezpečenie v Nemecku v januári 2017, rozšírením výnimky z platenia univerzitných poplatkov v Taliansku v októbri 2017 a znížením dopravného poistenia v Nemecku v októbri 2017.

²⁸ Na účely tohto boxu sa mimoriadne výkyvy zisťovali pomocou autoregresných integrovaných modelov kľzavých priemerov (tzv. modelov ARIMA) (pomocou X13-regArima). Je znázornený len vplyv mimoriadnych výkyvov posunu úrovni, pretože existuje určitá pravdepodobnosť, že zistené dodatočné mimoriadne výkyvy nemusia byť dostatočne odlišiteľné od zmien v sezónnosti. Pri položkách, ktoré nie sú sezónne, sa mimoriadne výkyvy zisťujú ako medzimesačné zmeny, ktoré sa od priemeru odlišujú o tri štandardné odchýlky, čo je v blízkosti kritickej hodnoty použitej v procedúre regArima.

²⁹ Mimoriadne výkyvy sa zisťujú individuálne pre 72 položiek HICP eurozóny bez potravín a energií. Agregovanie týchto mimoriadnych výkyvov sa môže líšiť od agregovania používaného ECB pri očisťovaní HICP eurozóny bez potravín a energií, ako aj HICP eurozóny služieb a HICP priemyselných tovarov bez energií od sezónnych a kalendárnych vplyvov. Je to kvôli väčšej pravdepodobnosti, že sa mimoriadne výkyvy hodnoty prejavujú skôr na cenách v podrobnejšom členení.

Graf D

Príspevok mimoriadnych výkyvov k ročnej inflácii HICP bez potravín a energií



Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.

Vplyv mimoriadnych výkyvov na ročnú mieru inflácie je obvykle krátkodobý.

Vplyv nezvyčajnej zmeny cien v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom sa prejaví na mierach inflácie po dobu jedného roka, pokiaľ tento vplyv nie je relatívne rýchlo absorbovaný v nasledujúcom mesiaci, resp. mesiacoch, čo by potom prípadne naznačovalo existenciu mimoriadneho výkyvu v opačnom smere. Napríklad veľmi mierna zima bez snehu znamená menší dopyt po ubytovacích službách a nižší nárast cien v porovnaní s obvyklým profilom. Frekvencia stanovovania cien je pri väčšine položiek, ktoré boli zbrané do úvahy pri tvorbe grafu D, obvykle nízka, najmä pri regulovaných cenách, a preto sa mimoriadny výkyv ceny stáva skutočným posunom úrovne s vplyvom na infláciu, ktorý zaniká až po jednom roku.

Výraznejšia sezónnosť a nárast mimoriadnych výkyvov sú potenciálom pre prekvapenia v oblasti inflácie.

Zisťovanie a posudzovanie neobvyklých zmien sezónnych profilov a mimoriadnych výkyvov je dôležité z hľadiska krátkodobých prognóz, aby sa odlíšili krátkodobé šoky od cyklických fluktuácií stredno- až dlhodobých trendov. V praxi to znamená, že v dôsledku neočakávanej a jednorazovej povahy mimoriadnych výkyvov sú tieto často mechanicky zahŕňané do aktualizácii vývoja krátkodobých prognóz inflácie – v dôsledku čoho zostáva medzimesačný profil pre nasledujúce mesiace nezmenený v porovnaní s predchádzajúcou prognózou. Je s tým spojené riziko, že sa prehliadne to, že mimoriadny výkyv môže byť prvým krokom vedúcim k zmene trendu alebo že by trend mohol prostredníctvom protipohybu veľmi rýchlo zmeniť smer.

Nastavenie fiškálnej politiky v minulých obdobiach konjunktúry

Maria Grazia Attinasi, Alessandra Anna Palazzo a Beatrice Pierluigi

Hospodárska aktivita v eurozóne a vo väčšine jej členských krajín dosiahla predkrízové úrovne a v súčasnosti zaznamenáva obdobie konjunktúry. Posun smerom k rozšírenej a udržateľnej expanzii bol v posledných štyroch rokoch sprevádzaný celkovo neutrálnou fiškálnou pozíciou eurozóny ako celku. Inými slovami, diskrečné opatrenia fiškálnej politiky neposkytovali ekonomike eurozóny ako celku žiadne výrazné impulzy, no zároveň ani nepôsobili utlmujúco na jej rast. V kontexte pokračujúcej a posilňujúcej hospodárskej expanzie môže v eurozóne rásť potreba prijať proticyklické opatrenia. Argumenty v prospech proticyklickej fiškálnej politiky uvádzané v odbornej literatúre³⁰ sa opierajú najmä o potrebu zlepšovania fiškálnej pozície v čase priaznivého hospodárskeho vývoja a využitia vytvoreného fiškálneho priestoru na podporu ekonomiky v období recesie bez toho, aby bola ohrozená udržateľnosť dlhu. Na spoľahlivé fungovanie automatických stabilizátorov pomáhajúcich predchádzať cyklickému vývoju v hospodárstve eurozóny je potrebné, aby jednotlivé krajiny vykonávali svoje politiky v súlade so záväzkami obsiahnutými v Pakte stability a rastu. Krajinám to umožní doplniť rozpočtové rezervy, znížiť mieru zadlženosti a zaručiť udržateľnosť svojich fiškálnych politík.

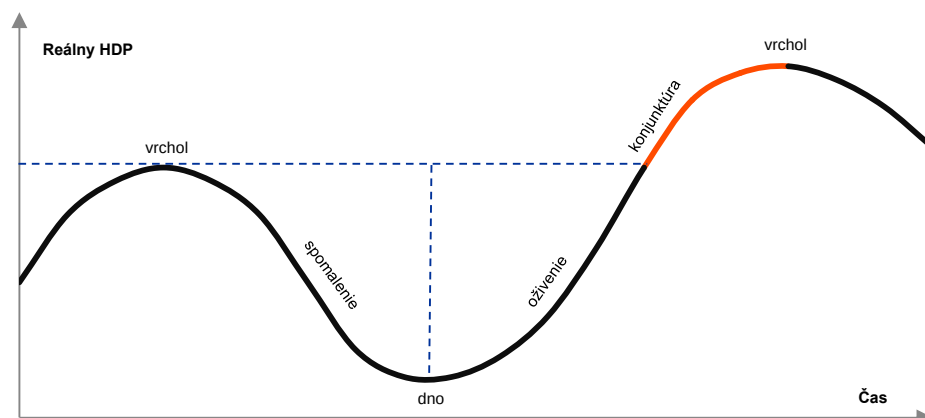
S ohľadom na uvedené sa tento box venuje nastaveniu fiškálnej politiky v minulých obdobiach hospodárskej konjunktúry a miere, do akej krajiny využili priaznivú ekonomickú situáciu na doplnenie rozpočtových rezerv. Pod pojmom konjunktúra sa v tomto boxe myslí obdobie od návratu HDP na maximálnu úroveň pred začiatkom posledného spomalenia po dosiahnutie najbližšieho vrcholu.³¹ Táto časť cyklu sa často označuje ako konjunktúra, na rozdiel od fázy oživenia, t. j. obdobia po cyklickom prepade, keď HDP rastie na úroveň predchádzajúceho vrcholu (graf A). Konjunktúra sa tiež zvykne charakterizovať ako obdobie, keď je produkčná medzera pozitívna a skutočný HDP rastie rýchlejšie než potenciálny HDP.

³⁰ Napríklad Taylor, John B.: Reassessing Discretionary Fiscal Policy, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14, No 3, 2000, pp. 21-36 a z aktuálnejších materiálov Now is the time: Fiscal policies for sustainable growth", *Fiscal Monitor*, IMF, Washington, April 2015.

³¹ Na určenie cyklických maxim a miním sa používa Bry-Boschanov algoritmus, pri ktorom sa skúmajú štvrťročné údaje o reálnom HDP. Viac informácií je v publikácii Harding a Pagan: Dissecting the cycle: a methodological investigation, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49, Issue 2, 2002, pp. 365-381.

Graf A

Štylizované vyobrazenie hospodárskeho cyklu



Poznámka: Červenou farbou vyznačené obdobie konjunktúry predstavuje obdobie, keď reálny HDP dosiahne maximálnu úroveň z predchádzajúceho cyklu a pokračuje v raste až do dosiahnutia ďalšieho vrcholu. Pojemom spomalenie označujeme obdobie aspoň dvoch po sebe nasledujúcich štvrtrokov so záporným rastom HDP.

Od roku 1996 do roku 2007 eurozóna zaznamenala dlhé obdobie konjunktúry **tabuľka A).** Reálny HDP eurozóny sa v tomto období zvyšoval priemerným tempom 2,4 % za rok. Spomedzi piatich najväčších krajín zaznamenalo dlhé obdobie konjunktúry Francúzsko, Španielsko a Holandsko, pričom priemerné tempo rastu HDP v Španielsku a Holandsku bolo výrazne vyššie než vo Francúzsku. V Nemecku a Taliansku sa veľmi dlhé obdobie hospodárskej expanzie na začiatku prvej dekády po roku 2000 prerušilo, no od polovice desaťročia konjunktúra opäť pokračovala až do roku 2007. Najnižší priemerný rast reálneho HDP v období konjunktúry, ktoré predchádzalo veľkej hospodárskej recesii, zaznamenalo spomedzi piatich najväčších ekonomík eurozóny Taliansko. Nemecko bolo v posledných rokoch jedinou krajinou, ktorá v období bezprostredne po finančnej a hospodárskej kríze v rokoch 2008 a 2009 vykázala krátke obdobie konjunktúry.

Tabuľka A

Fiškálna pozícia a fiškálny vývoj v obdobiach konjunktúry

Obdobia konjunktúry	Priemerná ročná fiškálna pozícia	Cyklicky upravené primárne saldo		Dlh verejnej správy		Primárne saldo	Rast reálneho HDP	Produkčná medzera
		začiatok	koniec	začiatok	koniec			
	(v % HDP)						Priemer (v %)	
Eurozóna								
1Q 1996 – 1Q 2008	0,0	0,5	0,7	70,8	64,9	1,4	2,4	0,6
Nemecko								
1Q 1996 – 2Q 2001	0,6	0,4	3,3	54,8	58,9	1,3	1,9	0,0
2Q 2005 – 1Q 2008	0,6	0,0	1,8	64,8	63,7	1,1	2,6	-0,1
1Q 2011 – 3Q 2012	1,5	-0,6	1,2	80,9	79,8	1,9	2,5	0,5
Francúzsko								
1Q 1996 – 1Q 2008	-0,1	-0,7	-1,7	55,8	64,3	0,2	2,3	0,8
Taliansko								
1Q 1996 – 1Q 2001	0,0	3,9	4,0	116,9	105,1	5,0	2,0	0,3
4Q 2003 – 1Q 2008	0,1	1,5	1,9	100,5	99,8	1,4	1,5	1,4
Španielsko								
1Q 1996 – 2Q 2008	0,2	-0,8	1,9	61,7	35,6	2,0	3,8	1,7
Holandsko								
1Q 1996 – 2Q 2008	0,3	-2,8	0,8	73,6	42,7	2,4	3,0	0,0

Zdroj: Európska komisia, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Obdobia konjunktúry označujú štvrťroky od návratu reálneho HDP na úroveň vrcholu pred posledným spomalením do dosiahnutia ďalšieho maxima. Priemerná ročná fiškálna pozícia sa počíta ako priemerná ročná zmena cyklicky upraveného primárneho salda. Keďže údaje o cyklicky upravenom primárnom salde sú dostupné od roku 1995 a údaje o fiškálnej pozícii preto až od roku 1996, začiatok prvej fázy expanzie bol stanovený na prvý štvrťrok 1996. Predkrízový vrchol však reálny HDP eurozóny dosiahol už v druhom štvrťroku 1994. Ak je ako koniec obdobia konjunktúry uvádzaný tretí alebo štvrtý štvrťrok, údaje predstavujú hodnoty z konca roka. V prípade Nemecka a eurozóny je cyklicky upravené primárne saldo za rok 1995 očistené od veľkého jednorazového vplyvu zahnutia Treuhandanstalt (t. j. štátnej agentúry zriadenej na privatizáciu podnikov v bývalej Nemeckej demokratickej republike) do nemeckého federálneho rozpočtu.

V období pred finančnou krízou bola fiškálna pozícia eurozóny v priemere

neutrálna.³² V jednotlivých krajinách bola fiškálna pozícia, definovaná ako zmena cyklicky upraveného primárneho salda, celkovo neutrálna v Španielsku, Taliansku a vo Francúzsku, mierne proticyklická v Holandsku a výraznejšie proticyklická v Nemecku³³ (tabuľka A). Vzhľadom na rýchly rast HDP došlo k výraznému zníženiu miery zadlženosti v Španielsku a Holandsku. Vo Francúzsku sa miera zadlženosti naopak zvýšila, a to najmä z dôvodu konštantne záporného cyklicky upraveného primárneho salda počas celého obdobia konjunktúry. V prípade Talianska treba

³² Fiškálna pozícia predstavuje vplyv politiky verejnej správy na saldo rozpočtu. Hlavným parametrom na meranie tohto vplyvu je cyklicky upravené primárne saldo (t. j. celkové saldo očistené od úrokových platieb a cyklickej zložky). Môže však ísť o nedokonalý spôsob merania úsilia verejnej správy, vzhľadom na neistotu spojenú s meraním produkčnej medzery a skutočnosť, že samotný parameter môžu ovplyvňovať rôzne faktory, na ktoré verejná správa nemá vplyv (napr. podklady na výpočet príjmov a sociálnych odvodov verejnej správy sa vyvíjajú odlišne od HDP, aby sa predišlo štandardným daňovým elasticitám). Hodnotenie fiškálneho úsilia bolo v poslednom čase dopĺňané analýzou zdola nahor, ktorá podrobnejšie kvantifikuje úsilie verejnej správy z hľadiska opatrení v oblasti príjmov a výdavkov. Podrobnejšie informácie sa nachádzajú v článku s názvom The assessment of fiscal effort, *Monthly Bulletin*, ECB, October 2014.

³³ Fiškálna pozícia v rozpätí od -0,2 % do +0,2 % HDP je vo všeobecnosti považovaná za celkovo neutrálnu. Pri analýze v tomto boxe boli využité údaje ex post. Je potrebné uviesť, že na rozdiel od údajov v reálnom čase údaje ex post naznačujú zhoršenie cyklicky upravených sald v krajinách eurozóny v dôsledku ex post úpravy tempa rastu potenciálnej produkcie v konjunktúrnem období 1996 až 2007 smerom nadol. Znamená to, že údaje v reálnom čase by vykazovali výraznejšie proticyklickú pozíciu než v prípade vyjadrenia ex post.

uviesť, že počas konjunktúry v rokoch 1996 až 2000 sa krajine darilo dosahovať relatívne vysoké primárne prebytky, predovšetkým v dôsledku výrazného znižovania zadlženosti. Počas expanzie v rokoch 2003 až 2007 sa to však Taliansku zopakovať nepodarilo, priemerné tempo rastu reálneho HDP sa mierne znížilo a veľkosť primárneho prebytku podstatne klesla. Čo sa týka Nemecka, v obdobiach ekonomickej konjunktúry dosahuje spomedzi ostatných krajín konzistentne najvyšší stupeň proticyklickosti.

Pri identifikácii faktorov stojacich za diskrečnými opatreniami fiškálnej politiky si môžeme pomôcť použitím jednoduchej fiškálnej reakčnej funkcie. Podľa relevantnej literatúry³⁴ výber nastavenia fiškálnej politiky môže ovplyvniť i) miera zadlženosti, keďže v rámci zachovania jej udržateľnosti môžu byť v prípade vyššieho dlhu potrebné konsolidačné opatrenia, ii) východisková hodnota primárneho salda, keďže s rastúcou výškou primárneho prebytku klesá potreba tvoriť rozpočtové rezervy, iii) voličský aspekt, keďže fiškálnu politiku možno v čase volieb použiť na utvrdenie podpory zo strany voličov a iv) hospodársky cyklus, keďže vlády môžu v priaznivých hospodárskych časoch budovať rozpočtové rezervy pre prípad budúcej recesie.

Odhadovaná fiškálna reakčná funkcia sa zdá byť konzistentná so štatistickými údajmi uvedenými v tabuľke A. Graf B ukazuje relatívny vplyv štatisticky významných vysvetľujúcich premenných na predpokladanú fiškálnu pozíciu, určený na základe odhadov fiškálnej reakčnej funkcie.³⁵ Potvrdzujú sa zistenia z odbornej literatúry, a to najmä, že celkovú fiškálnu politiku ovplyvňuje v pozitívnom smere (t. j. vedie k jej sprísňovaniu) miera zadlženosti a v negatívnom smere (t. j. vedie k jej uvoľňovaniu) východisková hodnota primárneho salda. Graf B tiež naznačuje, že nastavenie fiškálnej politiky v obdobiach hospodárskej konjunktúry, ako ju definuje tento box, zvykne byť relatívne prísnejšie.

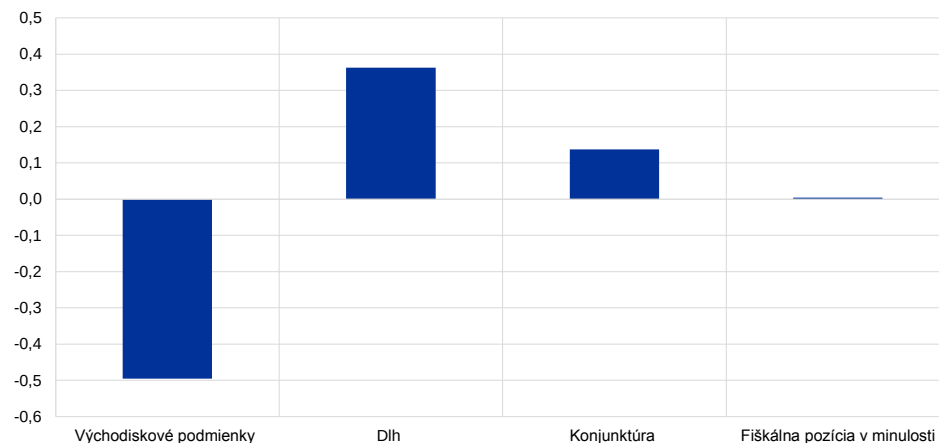
³⁴ Napríklad Turrini, A.: Fiscal policy and the cycle in the Euro Area: The role of government revenue and expenditure, *Economic Papers*, No 323, 2008; Checherita-Westphal, C. a Žďárek, V.: Fiscal reaction function and fiscal fatigue: evidence for the euro area, *Working Paper Series*, No 2036, ECB, 2017; a Golinelli, R., Mammi I., Momigliano, S. and Rizza, P.: "The Cyclicity of Fiscal Policy in the Euro Area over the Crisis" in *Proceedings of the 19th Workshop on Public Finance*, Banca d'Italia, 2017, mimeo.

³⁵ Pri použití fiškálnej reakčnej funkcie sa fiškálna pozícia (t. j. zmena cyklicky upraveného primárneho salda) odhaduje ako funkcia i) oneskorenej fiškálnej pozície, ii) oneskorenej úrovne cyklicky upraveného primárneho salda, iii) oneskorenej miery zadlženosti a iv) umelej, tzv. dummy premennej, ktorá sa rovná jednej (1) v rokoch hospodárskej konjunktúry (v súlade s definíciou v grafe A) a nule (0) v ostatných časoch. Tento vzťah sa odhaduje na vzorke piatich najväčších krajín eurozóny v období rokov 1996 až 2017. Využívajú sa pri tom metódy panelových údajov s fixnými efektmi a metódy inštrumentálnych premenných s cieľom zohľadniť možné problémy s endogenitou. Následné kontroly robustnosti zahŕňajú odhad založený na dynamickej zovšeobecnenej metóde momentov.

Graf B

Príspevky k fiškálnej pozícii (1996 – 2017)

(v percentuálnych bodoch)



Poznámka: Stĺpce predstavujú relatívny vplyv každej vysvetľujúcej premennej zahrnutej do odhadov fiškálnej reakčnej funkcie na fiškálnu pozíciu (t. j. zmenu cyklicky upraveného primárneho salda). Pri každej premennej je relatívny vplyv vypočítaný ako súčin odhadovaného koeficientu a priemernej hodnoty danej premennej, ktorá predstavuje časť predpokladanej hodnoty fiškálnej pozície. Koeficienty boli odhadnuté pomocou metódy panelových údajov s fixnými efektmi fiškálnej reakčnej funkcie (poznámka pod čiarou č. 35). Následné kontroly robustnosti zahŕňajú odhad založený na dynamickej zovšeobecnenej metóde momentov s cieľom zohľadniť možnú endogenitu v dôsledku zahrnutia oneskorenej závislej premennej medzi regresory. Použité nástroje sú oneskorené hodnoty endogénnych premenných. Výsledky sú robustné podľa rôznych špecifikácií. Údaje = 100. Východiskové podmienky zahŕňajú oneskorenú hodnotu cyklicky upraveného primárneho salda a konštantu.

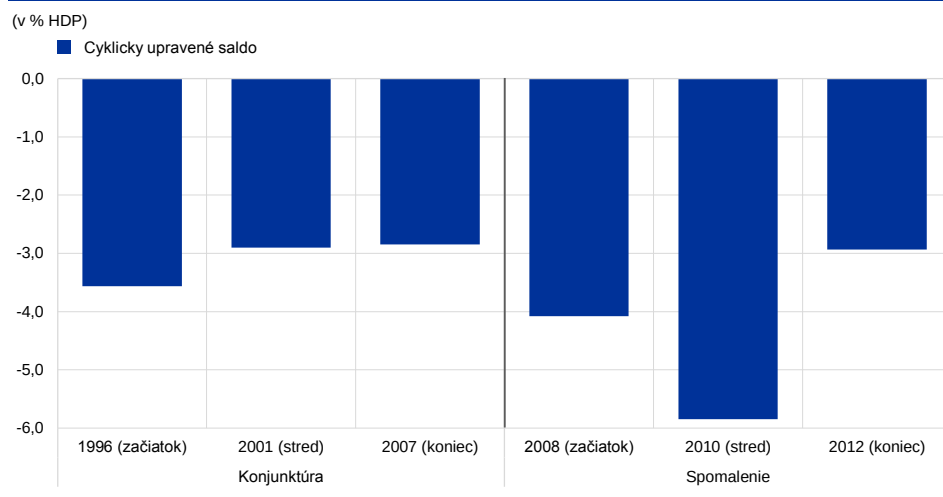
Mierne proticyklické alebo celkovo neutrálne nastavenie fiškálnej politiky počas obdobia konjunktúry, ktoré predchádzalo finančnej kríze, nepostačovalo na vytvorenie primeraných rezerv pre prípad budúcej recesie. V súlade s rámcom fiškálneho riadenia EÚ musí každá členská krajina dosiahnuť udržateľnú mieru zadlženosti a zabezpečiť, aby bol v jej rozpočte vytvorený dostatočný manévrovací priestor a bezpečnostná rezerva pre prípad negatívnych šokov, ktoré by mohli spôsobiť porušenie fiškálnych pravidiel EÚ.³⁶ Počas veľmi dlhého obdobia konjunktúry, ktoré predchádzalo finančnej a hospodárskej kríze v rokoch 2008 a 2009, si eurozóna nevytvorila dostatočné rozpočtové rezervy. Dôvodom bolo konštantne záporné cyklicky upravené rozpočtové saldo (t. j. hlavné rozpočtové saldo očistené od cyklickej zložky – graf C). Na začiatku krízy eurozóna vykazovala cyklicky upravené rozpočtové saldo na úrovni -2,8 %. V období rokov 2008 až 2010 sa rozpočtové saldo zhoršilo o takmer 3 percentuálne body HDP (na -5,8 % v roku 2010) a pomer dlhu k HDP v eurozóne sa podľa údajov Európskej komisie zvýšil o takmer 20 percentuálnych bodov HDP. Na základe tohto vývoja a vzhľadom na starý dlh nahromadený počas dvojfázovej recesie existuje dostatočný dôvod na to, aby krajiny eurozóny využili súčasnú priaznivú hospodársku podmienku na primerané doplnenie rozpočtových rezerv v súlade s Paktom stability a rastu. V tomto kontexte je vhodné pripomenúť konštatovanie Euroskupiny z novembra 2017, že obmedzené štrukturálne rozpočtové úpravy očakávané v niektorých členských štátoch v roku 2018 sú dôvodom na obavy, a to najmä v spojitosti

³⁶ Od roku 2005 sú krajiny v rámci plnenia tejto požiadavky povinné približovať sa k dosiahnutiu svojho strednodobého cieľa, ktorým je vyrovnaný alebo takmer vyrovnaný štrukturálny rozpočet. Keďže táto analýza zahŕňa aj obdobie pred zavedením štrukturálneho salda, úroveň cyklicky upraveného rozpočtového salda na konci každého obdobia konjunktúry predstavuje mieru tvorby rozpočtových rezerv zo strany jednotlivých krajín.

s vysokými rizikami udržateľnosti.³⁷ Euroskupina vyzvala všetky členské štáty, pri ktorých Komisia predpokladá riziko nesúladu s požiadavkami Paktu stability a rastu, aby čo najskôr prijali dodatočné rozpočtové opatrenia potrebné na zabezpečenie súladu v roku 2018.

Graf C

Cyklicky upravené rozpočtové saldo eurozóny v predchádzajúcom období konjunktúry a spomalenia



Zdroj: Európska komisia.

Poznámka: Definícia konjunktúry a spomalenia je uvedená v poznámke ku grafu A. Stred v grafe predstavuje rok uprostred obdobia konjunktúry a spomalenia.

³⁷ Viac v boxe č s názvom Výsledky hodnotenia návrhov rozpočtových plánov na rok 2018, *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, 2017.

Makroekonomické nerovnováhy a pokrok v reformách podľa hodnotenia Európskej komisie z roku 2018

Nico Zorell

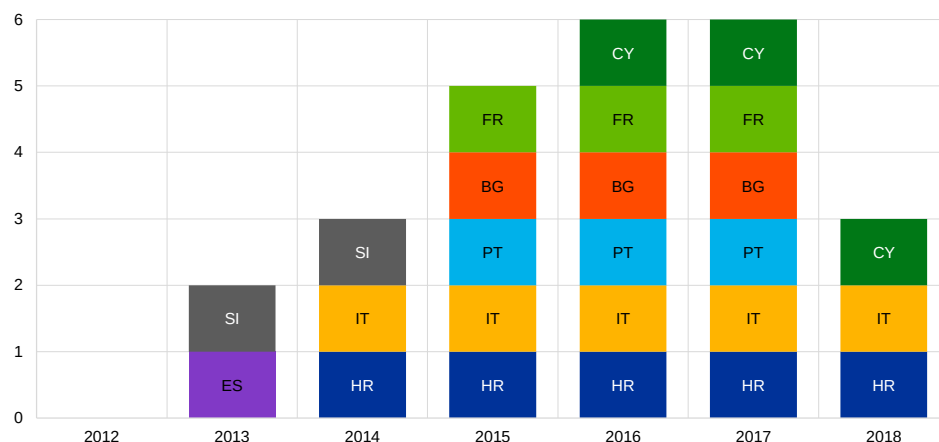
Hodnotenie Európskej komisie z roku 2018, pokiaľ ide o makroekonomické nerovnováhy a pokrok v reformách, potvrdzuje, že v mnohých členských štátoch EÚ je potrebné vyvinúť väčšie úsilie na podporu hospodárskeho rastu a odolnosti na udržateľnejšom základe.

Hodnotenie Komisie zverejnené 7. marca 2018 je neoddeliteľnou súčasťou európskeho semestra a jeho postupu pri makroekonomickej nerovnováhe (MIP). Európsky semester poskytuje rámec pre koordináciu hospodárskych a fiškálnych politík v celej EÚ. V tomto rámci je postup (MIP) zameraný na predchádzanie vzniku škodlivých makroekonomických nerovnováh v členských štátoch EÚ a na ich nápravu v prípade, že sú nadmerné. Európska komisia po každoročnom jesennom preskúmaní na základe štandardizovanej hodnotiacej tabuľky uskutočňuje hĺbkové preskúmanie vybraných krajín. Ak sa zistí, že existujú nerovnováhy, príslušný členský štát dostane politické odporúčania v rámci preventívnej časti postupu. V prípade, že sú nerovnováhy nadmerné, môže Komisia postup zintenzívniť a začať postup pri nadmernej nerovnováhe (EIP) s odporúčaním pre Radu Európskej únie. V rámci nápravnej časti tohto postupu musí príslušný členský štát predložiť plán nápravných opatrení. Môžu sa tiež ukladať finančné sankcie.

Hodnotenie Komisie z roku 2018 poukazuje na postupné odstraňovanie makroekonomických nerovnováh v členských štátoch EÚ. Počet krajín, ktoré Komisia označila za krajiny s nadmernou nerovnováhou, sa znížil po prvýkrát od zavedenia postupu pri nadmernej nerovnováhe v roku 2011. V tejto skupine zostávajú len tri členské štáty (Chorvátsko, Taliansko a Cyprus) (graf A). Posledné tri roky sem patrili aj Bulharsko, Francúzsko a Portugalsko, no po dosiahnutých zlepšeniach ich Komisia hodnotí ako krajiny s nerovnováhou (a nie s nadmernou nerovnováhou) (tabuľka A). Rovnaké zaradenie je aj v prípade Nemecka, Írska, Španielska, Holandska a Švédska, a to aj napriek nedávnemu pokroku v znižovaní niektorých nerovnováh v týchto krajinách. V prípade Slovinska Komisia dospela k názoru, že nerovnováhy identifikované v minulom roku už neexistujú. Komisia nenašla žiadny dôkaz o existencii makroekonomických nerovnováh v 16 členských štátoch, konkrétne v Slovinsku a v tých krajinách, ktoré neboli vybraté na hĺbkové preskúmanie v prvej fáze postupu pri makroekonomickej nerovnováhe.

Graf A

Členské štáty EÚ vyhodnotené ako krajiny s nadmernými nerovnováhami



Zdroj: Európska komisia.

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

Tabuľka A

Záver Komisie v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe v roku 2018

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

Zdroj: Európska komisia.

Poznámka: V prípade štyroch označených krajín Európska komisia v roku 2018 zlepšila zaradenie v rámci MIP (buď z nadmerných nerovnováh na nerovnováhy, alebo z nerovnováh na žiadne nerovnováhy). Grécko v súčasnosti nepodlieha MIP, pretože v tejto krajine prebieha program hospodárskych opatrení.

Nedávne zlepšenie makroekonomických nerovnováh bolo čiastočne cyklické, čo bolo spôsobené pokračujúcou hospodárskou expanziou v EÚ. Vďaka silnejšej dynamike rastu sa priamo aj nepriamo podporila korekcia nerovnováh. Priamo umožnila oddlžovanie firiem a domácností, ako aj pokles nezamestnanosti. Nepriamo pomohla znížiť nerovnováhu v úrovni čistých zahraničných aktív/pasív (stock imbalances), ktorá sa zvyčajne vyjadruje vo vzťahu k národnej produkcii. V dôsledku toho sa vo väčšine členských štátov EÚ naďalej znižovala zadlženosť verejného a súkromného sektora a zahraničná zadlženosť. Celková nezamestnanosť (najmä mladých ľudí) naďalej klesala, čo bolo v niektorých krajinách výsledkom reforiem trhu práce v predchádzajúcich rokoch.

Napriek týmto zlepšeniam Komisia výslovne varovala pred rizikami vyplývajúcimi z prevládajúcej vysokej úrovne čistých zahraničných pasív.

Najmä zadlženosť verejného a súkromného sektora a zahraničná zadlženosť zostávajú v mnohých členských štátoch značne nad úrovňou z predkrízového obdobia a sú zdrojom zraniteľnosti voči nepriaznivým šokom v budúcnosti. To si vyžaduje nepretržité úzke monitorovanie takýchto krajín v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe, a to aj vtedy, keď sa už nepovažujú za krajiny s nadmernými nerovnováhami.

Štrukturálne reformy sú nevyhnutné na podporu udržateľného rastu a odolnosti na udržateľnom základe, tempo realizácie reforiem však za posledný rok zostalo v mnohých členských štátoch EÚ dosť obmedzené.

Vyplyva to z výročného hodnotenia Komisie o realizácii odporúčaní pre jednotlivé krajiny (CSR). Odporúčania pre jednotlivé krajiny ponúkajú politické usmernenia prispôbené konkrétnemu členskému štátu EÚ na obdobie približne 12 až 18 mesiacov a pojednávajú o tom, ako posilniť hospodársky rast a odolnosť pri zachovaní zdravých verejných financií. Súčasný súbor odporúčaní pre jednotlivé krajiny prijala Rada Európskej únie v júli 2017. Európska komisia podobne ako minulý rok dospela k záveru, že v prevažnej väčšine (viac ako 90 %) reformných odporúčaní sa dosiahol len určitý alebo obmedzený pokrok v realizácii, iba jedno odporúčanie pre jednotlivé krajiny (z takmer 80) sa realizovalo vo významnej miere a ani jedno odporúčanie sa nerealizovalo v plnej miere (tabuľka B). Žiadna zo šiestich krajín, v ktorých sa minulý rok identifikovali nadmerné nerovnováhy, napriek svojej výraznejšej zraniteľnosti celkovo nedosiahla väčšiu mieru realizácie reforiem ako priemerný členský štát EÚ. Vztahuje sa to, v priemere, aj na tri krajiny, ktorých zaradenie sa v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe v hodnotení Komisie za rok 2018 zlepšilo z nadmernej nerovnováhy na nerovnováhu.

Tabuľka B

Hodnotenie realizácie odporúčaní pre jednotlivé krajiny na rok 2017 vykonané Komisiou

	BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE	UK
CSR 1*	obmedzený pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	obmedzený pokrok	obmedzený pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok
CSR 2	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok
CSR 3	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok
CSR 4	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok
CSR 5	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok	určitý pokrok

Zdroj: Európska komisia.

Poznámka: *CSR 1 nezahŕňa hodnotenie dodržiavania Paktu stability a rastu, ktoré bude hodnotiť Európska komisia na jar 2018.

„Nehodnotené“ sa vzťahuje na prípady, keď sa odporúčania pre jednotlivé krajiny (CSR 1) týkajú zväčša alebo výlučne Paktu stability a rastu. V Grécku prebieha program hospodárskych opatrení, a preto žiadne CSR nedostalo.

Úplné a efektívne využitie všetkých nástrojov dostupných v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe – vrátane jeho nápravnej časti – by vzhľadom na súčasné priaznivé hospodárske podmienky mohlo pomôcť oživiť reformný

program. Komisia napriek konštatovaniu nadmerných nerovnováh v troch krajinách vo svojom hodnotení z roku 2018 nenavrhne aktivovať postup pri nadmernej nerovnováhe (nápravnú časť tohto postupu). Kým postupná realizácia odporúčaní pre jednotlivé krajiny zároveň poukazuje na ťažkosti pri zlepšovaní implementácie reformy pomocou preventívnej časti postupu, nápravná časť postupu ponúka dobre zadefinovaný proces, ktorý zabezpečuje väčší ťah smerom k vykonávaniu najpotrebnejších reforiem, kritických z makroekonomického hľadiska. Toto je obzvlášť dôležité pre najzraniteľnejšie členské štáty v záujme posilnenia ich odolnosti a fungovania hospodárskej a menovej únie. Postup pri nadmernej nerovnováhe je zatiaľ celkovo úspešnejší pri identifikácii makroekonomických nerovnováh než pri ich náprave. Efektívnosť postupu by sa mohla zvýšiť použitím všetkých dostupných nástrojov vrátane aktivovania nápravnej časti postupu pre krajiny s nadmernou nerovnováhou. (Na to výslovne vyzvali aj piati predsedovia vo svojej správe v roku 2015³⁸ a nedávno sa k tejto výzve pridal aj Európsky dvor audítorov³⁹). Väčšia zodpovednosť samotných štátov za reformné programy predložené v rámci európskeho semestra by tiež pomohla zvýšiť efektívnosť postupu pri makroekonomickej nerovnováhe.

³⁸ Juncker, J.-C. et al., *Dobudovanie hospodárskej a menovej únie v Európe*, jún 2015.

³⁹ Európsky dvor audítorov, *Audít postupu pri makroekonomickej nerovnováhe (PMN)*, osobitná správa č. 3/2018.

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 ²⁾ (HICP)
	1	2	3	4	5	6	Spolu	bez potravín a energií	9	10	11	12	13
2015	3,5	2,9	2,3	1,4	6,9	2,1	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,2	1,5	1,9	0,9	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	.	2,3	1,7	1,6	6,9	2,3	2,3	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2017 Q1	0,9	0,3	0,2	0,3	1,4	0,6	2,4	1,8	2,5	2,1	0,3	1,4	1,8
Q2	1,0	0,8	0,3	0,6	1,9	0,7	2,1	1,8	1,9	2,7	0,4	1,4	1,5
Q3	1,0	0,8	0,5	0,6	1,8	0,7	2,2	1,8	2,0	2,8	0,6	1,6	1,4
Q4	.	0,6	0,4	0,1	1,6	0,6	2,3	1,9	2,1	3,0	0,6	1,8	1,4
2017 Sep.	-	-	-	-	-	-	2,3	1,8	2,2	3,0	0,7	1,6	1,5
Okt.	-	-	-	-	-	-	2,2	1,9	2,0	3,0	0,2	1,9	1,4
Nov.	-	-	-	-	-	-	2,4	1,8	2,2	3,1	0,6	1,7	1,5
Dec.	-	-	-	-	-	-	2,3	1,9	2,1	3,0	1,0	1,8	1,4
2018 Jan.	-	-	-	-	-	-	.	.	2,1	3,0	1,4	1,5	1,3
Feb. ³⁾	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	1,2

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

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

2) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

3) Čísla za eurozónu sú odhadnuté na základe predbežných národných údajov, 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
2015	53,1	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,1	3,6	-0,5
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	52,0	50,2	1,0	1,1	1,0
2017	53,3	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,9	53,8	52,8	5,2	3,1	6,6
2017 Q1	53,3	54,3	54,6	52,5	52,3	55,6	53,4	53,2	51,9	1,9	1,1	2,3
Q2	53,1	53,6	54,8	53,0	51,3	56,6	52,5	53,2	51,6	0,3	1,6	-0,6
Q3	53,3	54,9	54,1	51,8	51,9	56,0	52,7	53,5	51,9	1,6	1,0	2,0
Q4	53,4	54,6	55,2	52,6	51,9	57,2	53,5	53,4	52,1	1,4	1,6	1,3
2017 Sep.	53,2	54,8	54,1	51,7	51,4	56,7	52,9	53,3	51,5	1,6	1,0	2,0
Okt.	53,6	55,2	55,8	53,4	51,0	56,0	52,7	53,9	51,7	0,8	0,3	1,1
Nov.	53,2	54,5	55,0	52,2	51,6	57,5	53,7	53,1	52,2	1,2	0,8	1,5
Dec.	53,4	54,1	54,9	52,2	53,0	58,1	54,3	53,1	52,5	1,4	1,6	1,3
2018 Jan.	53,6	53,8	53,4	52,8	53,7	58,8	54,6	53,2	53,2	.	.	.
Feb.	54,3	55,8	54,5	52,2	53,3	57,1	53,9	54,5	52,5	.	.	.

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

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

2) Bez eurozóny.

2 Finančný vývoj

2.1 Úrokové miery peňažného trhu

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

	Eurozóna ¹⁾					Spojené štáty	Japonsko
	Jednodňové vklady (EONIA)	1-mesačné vklady (EURIBOR)	3-mesačné vklady (EURIBOR)	6-mesačné vklady (EURIBOR)	12-mesačné vklady (EURIBOR)	3-mesačné vklady (LIBOR)	3-mesačné vklady (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
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	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2017 Aug.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,16	1,31	-0,03
Sep.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,17	1,32	-0,03
Okt.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,18	1,36	-0,04
Nov.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,43	-0,03
Dec.	-0,34	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,60	-0,02
2018 Jan.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,73	-0,03
Feb.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,87	-0,06

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
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	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2017 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
Sep.	-0,76	-0,75	-0,70	-0,26	0,52	1,27	1,04	0,98	-0,73	-0,54	0,65	1,68
Okt.	-0,79	-0,79	-0,74	-0,32	0,44	1,23	0,95	0,87	-0,78	-0,60	0,55	1,61
Nov.	-0,78	-0,76	-0,70	-0,28	0,44	1,20	0,79	0,88	-0,73	-0,52	0,56	1,52
Dec.	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018 Jan.	-0,63	-0,64	-0,52	0,05	0,71	1,35	0,81	1,07	-0,59	-0,21	0,96	1,60
Feb.	-0,66	-0,68	-0,57	0,01	0,71	1,39	0,80	0,81	-0,64	-0,26	0,96	1,65

Zdroj: ECB.

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

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

2.3 Indexy akciového trhu

(hodnota indexu v bodoch; priemer za obdobie)

	Dow Jones EURO STOXX indices												Spojené štáty	Japonsko
	Benchmark		Hlavné sektory ekonomiky										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Široký index	50	Základný materiál	Služby zákazníkom	Spotrebný tovar	Ropa a plyn	Finančný sektor	Priemysel	Techno-lógie	Sieťové odvetvia	Teleko-munikácie	Zdravot-níctvo		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	376,9	3 491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2 449,1	20 209,0
2017 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
Sep.	380,7	3 507,1	750,1	261,2	701,2	298,1	185,9	615,8	480,3	288,2	331,8	883,8	2 492,8	19 924,4
Okt.	391,7	3 614,7	791,0	267,8	724,9	306,3	190,2	636,2	501,1	290,1	330,9	895,9	2 557,0	21 267,5
Nov.	391,7	3 601,4	802,3	269,2	727,7	315,4	188,3	640,6	508,6	294,8	317,3	854,9	2 593,6	22 525,1
Dec.	389,7	3 564,7	796,2	274,9	719,0	313,5	189,1	641,2	491,3	291,3	316,1	839,7	2 664,3	22 769,9
2018 Jan.	398,4	3 612,2	822,3	276,1	731,7	323,4	196,3	661,2	504,6	284,9	312,6	848,1	2 789,8	23 712,2
Feb.	380,6	3 426,7	783,7	264,7	703,6	306,9	190,1	629,7	488,3	263,2	291,3	792,0	2 705,2	21 991,7

Zdroj: ECB.

2 Finančný vývoj

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

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

	Vklady				Revolvingové úvery a prečerpania	Poskytnuté úvery z kreditných kariet	Spotrebiteľské úvery			Úvery podnikom s jedným vlastníkom a partnerstvám nezapísaným v obchodnom registri	Úvery na bývanie					Kompozitný indikátor nákladov na požíčkovanie
	splátne na požiadanie	splátne na požiadanie do 3 mesiacov	s dohodnutou splatnosťou:				podľa začiatku obdobia fixácie sadzby		RPMP ³⁾		podľa začiatku obdobia fixácie sadzby				RPMP ³⁾	
			do 2 rokov	nad 2 roky			pohyblivá sadzba do 1 roka	nad 1 rok			pohyblivá sadzba do 1 roka	nad 2 a do 5 rokov	nad 5 a do 10 rokov	nad 10 rokov		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2017 Feb.	0,07	0,48	0,40	0,77	6,38	16,69	5,09	5,72	6,17	2,42	1,77	1,89	1,84	1,81	2,29	1,85
Mar.	0,06	0,47	0,40	0,74	6,38	16,70	4,99	5,62	6,08	2,41	1,74	1,88	1,85	1,81	2,25	1,85
Apr.	0,06	0,47	0,39	0,73	6,33	16,70	4,83	5,58	5,96	2,39	1,73	1,89	1,91	1,85	2,26	1,87
Máj	0,06	0,46	0,39	0,81	6,32	16,70	5,09	5,78	6,22	2,46	1,73	1,90	1,90	1,87	2,23	1,87
Jún	0,05	0,46	0,38	0,77	6,30	16,82	4,68	5,74	6,19	2,43	1,69	1,89	1,91	1,89	2,22	1,87
Júl	0,05	0,45	0,38	0,76	6,26	16,81	4,95	5,84	6,28	2,38	1,75	1,91	1,90	1,90	2,22	1,88
Aug.	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	5,33	5,89	6,34	2,38	1,75	2,00	1,92	1,94	2,21	1,91
Sep.	0,05	0,45	0,35	0,74	6,27	16,80	5,07	5,71	6,21	2,37	1,70	1,93	1,96	1,96	2,20	1,89
Okt.	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	4,92	5,68	6,15	2,43	1,68	1,91	1,93	1,96	2,18	1,88
Nov.	0,05	0,45	0,33	0,75	6,21	16,80	4,73	5,69	6,14	2,38	1,67	1,92	1,95	1,94	2,17	1,87
Dec.	0,05	0,44	0,33	0,73	6,09	16,84	4,47	5,39	5,80	2,31	1,69	1,86	1,92	1,87	2,15	1,83
2018 Jan. ^(p)	0,04	0,44	0,35	0,72	6,15	16,88	5,07	6,02	6,45	2,30	1,67	1,87	1,92	1,90	2,14	1,84

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

2) Vráťane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

3) Ročná percentuálna miera poplatku (RPMP).

2.5 Úrokové miery PFI z úverov nefinančným korporáciám a z vkladov nefinančných korporácií (nové obchody)^{1), 2)}

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

	Vklady			Revolvingové úvery a prečerpania	Ostatné úvery podľa veľkosti a začiatočného obdobia fixácie sadzby									Kompozitný indikátor nákladov na požičiavanie
	splátne na požiadanie	s dohodnutou splatnosťou:			do 0,25 mil. EUR			nad 0,25 mil. EUR a do 1 mil. EUR			nad 1 mil. EUR			
		do 2 rokov	nad 2 roky		pohyblivá sadzba do 3 mesiacov	nad 3 mesiace a do 1 roka	nad 1 rok	pohyblivá sadzba do 3 mesiacov	nad 3 mesiace a do 1 roka	nad 1 rok	pohyblivá sadzba do 3 mesiacov	nad 3 mesiace a do 1 roka	nad 1 rok	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2017 Feb.	0,06	0,10	0,53	2,63	2,57	2,79	2,36	1,77	1,76	1,71	1,18	1,32	1,53	1,76
Mar.	0,06	0,08	0,58	2,58	2,51	2,79	2,36	1,76	1,79	1,72	1,30	1,63	1,57	1,82
Apr.	0,05	0,10	0,40	2,55	2,54	2,68	2,35	1,79	1,78	1,71	1,34	1,50	1,64	1,81
Máj	0,05	0,10	0,43	2,51	2,49	2,77	2,38	1,76	1,73	1,72	1,20	1,47	1,63	1,76
Jún	0,05	0,06	0,43	2,50	2,46	2,68	2,34	1,74	1,71	1,67	1,27	1,42	1,55	1,76
Júl	0,05	0,11	0,35	2,45	2,45	2,76	2,36	1,74	1,75	1,72	1,23	1,33	1,66	1,74
Aug.	0,04	0,10	0,36	2,43	2,49	2,71	2,41	1,74	1,78	1,78	1,24	1,44	1,58	1,75
Sep.	0,04	0,07	0,44	2,42	2,44	2,73	2,39	1,71	1,68	1,73	1,19	1,46	1,58	1,73
Okt.	0,04	0,11	0,40	2,39	2,39	2,69	2,36	1,70	1,66	1,70	1,23	1,35	1,60	1,73
Nov.	0,04	0,08	0,30	2,36	2,43	2,60	2,35	1,70	1,61	1,69	1,23	1,32	1,56	1,72
Dec.	0,04	0,06	0,32	2,35	2,40	2,45	2,29	1,70	1,66	1,66	1,34	1,27	1,52	1,71
2018 Jan. ^(p)	0,04	0,06	0,47	2,35	2,39	2,51	2,33	1,65	1,61	1,73	1,11	1,38	1,61	1,67

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

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

2 Finančný vývoj

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

	Stav							Hrubé emisie ¹⁾						
	Spolu	PFI (vrátane Eurosystému)	Korporácie iné ako PFI		Verejná správa		Spolu	PFI (vrátane Eurosystému)	Korporácie iné ako PFI		Verejná správa			
			Finančné korporácie	Nefinančné korporácie	Ústredná štátna správa	Ostatná verejná správa			Finančné korporácie	Nefinančné korporácie	Ústredná štátna správa	Ostatná verejná správa		
													iné ako PFI	FVC
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Krátkodobé														
2014	1 320	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1 269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1 241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017 Júl	1 296	515	152	.	87	477	66	386	177	57	.	44	77	32
Aug.	1 302	516	155	.	85	474	72	359	169	57	.	29	80	25
Sep.	1 314	530	161	.	81	478	65	378	162	69	.	37	82	29
Okt.	1 287	529	156	.	84	457	62	372	175	45	.	41	74	36
Nov.	1 276	527	148	.	80	460	61	344	159	38	.	34	87	25
Dec.	1 222	519	138	.	70	439	57	285	137	33	.	30	55	29
Dlhodobé														
2014	15 129	4 048	3 161	.	993	6 285	643	226	65	49	.	16	86	10
2015	15 247	3 785	3 288	.	1 056	6 481	637	217	68	47	.	13	81	9
2016	15 399	3 695	3 235	.	1 185	6 643	641	220	62	53	.	18	79	8
2017 Júl	15 400	3 616	3 237	.	1 152	6 762	633	269	74	93	.	22	76	4
Aug.	15 326	3 590	3 178	.	1 148	6 776	634	127	29	35	.	3	54	5
Sep.	15 364	3 568	3 181	.	1 176	6 804	634	233	56	64	.	17	90	5
Okt.	15 338	3 579	3 160	.	1 182	6 777	640	242	76	50	.	21	85	10
Nov.	15 369	3 595	3 125	.	1 187	6 819	643	222	55	56	.	23	79	8
Dec.	15 343	3 560	3 135	.	1 187	6 819	642	198	52	72	.	14	54	6

Zdroj: ECB.

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

2.7 Miera rastu a stav dlhových cenných papierov a kótovaných akcií

(v mld. EUR; percentuálna zmena)

	Dlhové cenné papiere							Kótované akcie			
	Spolu	PFI (vrátane Eurosystému)	Korporácie iné ako PFI			Verejná správa		Spolu	PFI	Finančné korporácie iné ako PFI	Nefinančné korporácie
			Finančné korporácie iné ako PFI	Nefinančné korporácie	Ústredná štátna správa	Ostatná verejná správa					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Stav										
2014	16 449,3	4 590,6	3 291,5	.	1 051,5	6 822,7	693,0	6 016,3	591,3	850,5	4 574,6
2015	16 516,5	4 301,8	3 435,1	.	1 117,9	6 959,2	702,4	6 814,3	584,3	985,2	5 244,9
2016	16 639,8	4 213,3	3 371,1	.	1 243,8	7 108,1	703,5	7 089,5	537,6	1 097,8	5 454,1
2017 Júl	16 696,1	4 130,2	3 389,2	.	1 239,2	7 238,8	698,8	7 718,2	663,1	1 197,5	5 857,6
Aug.	16 627,8	4 105,8	3 333,3	.	1 233,0	7 250,5	705,2	7 638,4	630,8	1 174,6	5 832,9
Sep.	16 678,6	4 098,0	3 341,8	.	1 257,2	7 282,0	699,6	7 937,7	657,7	1 237,3	6 042,6
Okt.	16 625,6	4 108,4	3 315,2	.	1 265,8	7 233,9	702,3	8 168,2	649,6	1 301,3	6 217,3
Nov.	16 644,9	4 121,8	3 272,5	.	1 267,3	7 279,9	703,5	8 010,7	638,4	1 257,5	6 114,8
Dec.	16 565,9	4 078,8	3 273,3	.	1 256,4	7 257,5	699,8	7 959,5	628,5	1 251,2	6 079,8
	Miera rastu										
2014	-0,6	-8,0	1,1	.	5,3	3,2	1,1	1,5	7,2	1,9	0,7
2015	0,3	-7,0	5,7	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,2	1,6	0,6
2016	0,3	-3,0	-1,7	.	7,5	2,1	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017 Júl	1,8	-1,1	3,6	.	9,5	1,8	-0,9	0,8	6,1	1,4	0,1
Aug.	1,6	-1,5	2,2	.	9,2	2,0	-0,3	0,8	6,1	1,4	0,2
Sep.	1,4	-1,5	1,3	.	7,7	2,3	-0,4	0,9	6,1	2,0	0,2
Okt.	1,0	-1,0	-0,5	.	7,3	1,9	-0,4	0,9	6,0	2,8	0,1
Nov.	1,1	-0,8	-0,2	.	6,6	1,8	0,4	1,0	6,1	2,8	0,1
Dec.	1,2	-0,6	0,0	.	6,4	2,1	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3

Zdroj: ECB.

2 Finančný vývoj

2.8 Efektívne výmenné kurzy¹⁾

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

	EER-19						EER-38	
	Nominálny	Reálny CPI	Reálny PPI	Reálny deflátor HDP	Reálny ULCM ³⁾	Reálny ULCT	Nominálny	Reálny CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2015	91,7	87,6	88,6	82,8	80,7	88,3	105,7	86,9
2016	94,4	89,5	90,8	84,9	80,0	89,5	109,7	89,2
2017	96,6	91,4	92,0	-	-	-	112,0	90,5
2017 Q1	93,8	89,1	89,6	83,4	79,5	88,3	108,6	88,1
Q2	95,3	90,3	91,0	84,7	79,1	89,3	110,1	89,0
Q3	98,6	93,2	93,8	87,7	81,3	92,1	114,5	92,3
Q4	98,6	93,1	93,5	-	-	-	115,0	92,5
2017 Sep.	99,0	93,6	94,0	-	-	-	115,0	92,7
Okt.	98,6	93,1	93,6	-	-	-	114,8	92,4
Nov.	98,5	93,0	93,4	-	-	-	115,0	92,5
Dec.	98,8	93,3	93,6	-	-	-	115,3	92,6
2018 Jan.	99,4	93,9	93,9	-	-	-	116,1	93,2
Feb.	99,6	93,9	93,9	-	-	-	117,3	94,1
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu mesiacu</i>								
2018 Feb.	0,2	0,1	0,0	-	-	-	1,0	0,9
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu roku</i>								
2018 Feb.	6,6	5,7	5,1	-	-	-	8,5	7,2

Zdroj: ECB.

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

2) Časové rady deflované ULCM sú k dispozícii len za skupinu obchodných partnerov EER-18.

2.9 Bilaterálne výmenné kurzy

(priemer za obdobie; jednotka národnej meny voči euru)

	Čínske renminbi	Chorvátska kuna	Česká koruna	Dánska koruna	Maďarský forint	Japonský jen	Poľský zlotý	Libra šterlingov	Rumunský lei	Švédská koruna	Švajčiarsky frank	Americký dolár
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
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
Q3	7,834	7,426	26,085	7,438	306,418	130,349	4,258	0,898	4,5822	9,557	1,131	1,175
Q4	7,789	7,533	25,650	7,443	311,597	132,897	4,232	0,887	4,6189	9,793	1,162	1,177
2017 Sep.	7,826	7,464	26,075	7,440	308,368	131,924	4,269	0,895	4,5992	9,533	1,147	1,191
Okt.	7,789	7,509	25,766	7,443	309,951	132,763	4,263	0,891	4,5895	9,614	1,155	1,176
Nov.	7,772	7,551	25,538	7,442	311,891	132,392	4,227	0,888	4,6347	9,848	1,164	1,174
Dec.	7,807	7,539	25,645	7,443	313,163	133,638	4,203	0,883	4,6348	9,937	1,169	1,184
2018 Jan.	7,840	7,436	25,452	7,445	309,269	135,255	4,163	0,883	4,6491	9,820	1,172	1,220
Feb.	7,807	7,440	25,320	7,446	311,735	133,293	4,165	0,884	4,6559	9,938	1,154	1,235
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu mesiacu</i>												
2018 Feb.	-0,4	0,1	-0,5	0,0	0,8	-1,5	0,1	0,1	0,1	1,2	-1,5	1,2
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu roku</i>												
2018 Feb.	6,7	-0,1	-6,3	0,1	1,0	10,9	-3,3	3,7	3,2	4,9	8,3	16,0

Zdroj: ECB.

2 Finančný vývoj

2.10 Platobná bilancia eurozóny, finančný účet

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

	Spolu ¹⁾			Priame investície		Portfóliové investície		Čisté finančné deriváty	Ostatné investície		Rezervné aktíva	Informatívna položka: hrubý zahraničný dlh
	Aktíva	Pasíva	Saldo	Aktíva	Pasíva	Aktíva	Pasíva		Aktíva	Pasíva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Stav (medzinárodná investičná pozícia)												
2016 Q4	23 995,3	24 798,1	-802,8	10 690,9	8 633,5	7 864,0	10 583,9	-56,3	4 789,0	5 580,6	707,6	13 795,5
2017 Q1	25 224,7	25 780,6	-555,9	11 113,0	8 955,8	8 256,5	10 868,6	-61,5	5 190,3	5 956,2	726,6	14 252,2
Q2	24 681,2	25 242,2	-560,9	10 845,7	8 841,2	8 198,2	10 636,9	-46,7	5 001,4	5 764,1	682,7	13 826,2
Q3	24 507,7	25 014,4	-506,8	10 552,7	8 562,7	8 354,3	10 665,4	-58,8	4 984,6	5 786,3	674,8	13 700,9
Stav v % HDP												
2017 Q3	221,5	226,1	-4,6	95,4	77,4	75,5	96,4	-0,5	45,1	52,3	6,1	123,8
Transakcie												
2017 Q1	655,0	585,6	69,4	204,8	206,7	174,8	75,5	23,2	254,6	303,4	-2,3	-
Q2	195,6	133,2	62,4	27,2	18,4	171,4	145,4	-2,3	0,9	-30,6	-1,6	-
Q3	91,2	-71,1	162,2	-139,9	-155,8	190,9	42,5	-10,7	50,2	42,2	0,5	-
Q4	38,0	-80,5	118,5	-2,8	19,5	85,2	-26,1	-1,1	-45,3	-73,9	2,0	-
2017 Júl	-2,1	-58,8	56,7	-163,0	-168,4	68,4	39,7	-2,7	100,4	69,9	-5,2	-
Aug.	61,8	24,3	37,5	9,6	17,2	73,9	-16,1	-5,1	-15,9	23,2	-0,7	-
Sep.	31,4	-36,6	68,0	13,5	-4,5	48,7	18,9	-2,9	-34,2	-50,9	6,4	-
Okt.	183,2	145,9	37,3	33,2	4,9	22,9	-23,8	-0,2	130,0	164,7	-2,7	-
Nov.	58,5	22,9	35,6	-0,4	16,8	50,9	18,1	0,5	1,1	-12,0	6,3	-
Dec.	-203,6	-249,2	45,6	-35,6	-2,1	11,5	-20,5	-1,4	-176,4	-226,6	-1,6	-
12-mesačné kumulované transakcie												
2017 Dec.	979,8	567,3	412,6	89,4	88,8	622,3	237,4	9,0	260,4	241,1	-1,3	-
12-mesačné kumulované transakcie v % HDP												
2017 Dec.	8,8	5,1	3,7	0,8	0,8	5,6	2,1	0,1	2,3	2,2	0,0	-

Zdroj: ECB.

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

3 Hospodárska aktivita

3.1 HDP z hľadiska použitia

(štvrtročné sezónne očistené údaje; neočistené ročné údaje)

	HDP											
	Spolu	Domáci dopyt								Zahraničná bilancia ¹⁾		
		Spolu	Súkromná spotreba	Spotreba verejnej správy	Tvorba hrubého fixného kapitálu			Zmeny zásob ²⁾	Spolu	Export ¹⁾	Import ¹⁾	
					Stavebníctvo spolu	Strojárstvo spolu	Produkty duševného vlastníctva					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bežné ceny (v mld. EUR)												
2015	10 515,6	10 030,7	5 753,8	2 169,4	2 078,3	1 016,3	638,3	418,0	29,3	484,9	4 847,0	4 362,1
2016	10 789,7	10 312,7	5 891,5	2 220,1	2 190,4	1 052,1	674,9	457,8	10,7	477,0	4 937,2	4 460,2
2017	11 165,5	10 674,8	6 073,2	2 272,4	2 298,0	1 112,1	712,7	467,8	31,2	490,6	5 276,5	4 785,9
2017 Q1	2 748,2	2 632,1	1 504,4	562,3	560,7	273,2	172,2	113,9	4,8	116,2	1 296,8	1 180,6
Q2	2 781,3	2 662,8	1 515,3	565,9	572,1	275,9	175,2	119,7	9,4	118,5	1 308,9	1 190,3
Q3	2 809,6	2 677,0	1 522,2	570,1	572,8	279,8	179,6	111,9	12,0	132,6	1 325,4	1 192,9
Q4	2 834,0	2 693,5	1 531,8	574,0	580,5	283,9	182,1	113,0	7,2	140,6	1 357,0	1 216,5
v % HDP												
2017	100,0	95,6	54,4	20,4	20,6	10,0	6,4	4,2	0,3	4,4	-	-
Reťazové indexy (ceny predchádzajúceho roka)												
medzištvrtročná percentuálna zmena												
2017 Q1	0,6	0,1	0,5	0,2	0,2	1,4	0,7	-3,5	-	-	1,3	0,2
Q2	0,7	1,0	0,5	0,4	1,7	0,5	1,6	4,9	-	-	1,2	1,8
Q3	0,7	0,2	0,3	0,4	-0,2	0,9	2,4	-6,7	-	-	1,6	0,6
Q4	0,6	0,2	0,2	0,3	0,9	0,7	1,3	0,6	-	-	1,9	1,1
ročná percentuálna zmena												
2015	2,1	2,0	1,8	1,3	3,3	0,5	5,4	7,2	-	-	6,4	6,7
2016	1,8	2,4	2,0	1,8	4,6	2,5	5,5	8,4	-	-	3,4	4,8
2017	2,3	2,0	1,6	1,2	3,5	3,3	5,2	1,4	-	-	4,9	4,4
2017 Q1	2,1	1,9	1,6	1,0	4,1	3,3	3,6	7,0	-	-	4,7	4,7
Q2	2,4	2,3	1,9	1,1	3,4	4,0	4,3	1,1	-	-	4,5	4,5
Q3	2,7	2,0	1,9	1,3	2,4	3,3	5,8	-4,3	-	-	5,8	4,4
Q4	2,7	1,5	1,5	1,4	2,5	3,6	6,2	-5,0	-	-	6,1	3,7
príspevky k medzištvrtročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch												
2017 Q1	0,6	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,2	0,5	-	-
Q2	0,7	0,9	0,3	0,1	0,4	0,0	0,1	0,2	0,2	-0,2	-	-
Q3	0,7	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,1	0,2	-0,3	0,0	0,5	-	-
Q4	0,6	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,4	-	-
príspevky k ročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch												
2015	2,1	2,0	1,0	0,3	0,6	0,0	0,3	0,3	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	-	-
2017	2,3	1,9	0,9	0,2	0,7	0,3	0,3	0,1	0,1	0,4	-	-
2017 Q1	2,1	1,8	0,9	0,2	0,8	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	-	-
Q2	2,4	2,2	1,0	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	0,3	0,2	-	-
Q3	2,7	1,9	1,0	0,3	0,5	0,3	0,4	-0,2	0,1	0,8	-	-
Q4	2,7	1,4	0,8	0,3	0,5	0,3	0,4	-0,2	-0,2	1,3	-	-

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

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

2) Vráťane akvizícií po odpočítaní poskytnutých cenností.

3 Hospodárska aktivita

3.2 Pridaná hodnota podľa odvetví ekonomickej činnosti

(štvrtročné sezónne očistené údaje; neočistené ročné údaje)

	Hrubá pridaná hodnota (základné ceny)											Dane mínus dotácie produktov
	Spolu	Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov	Priemyselná výroba, energetika a sieťové odvetvia	Stavebníctvo	Obchod, doprava, ubytovanie a stravovacie služby	Informácie a komunikácia	Finančníctvo a poisťovníctvo	Nehnuteľnosti	Odborné, obchodné a podporné služby	Verejná správa, vzdelávanie, zdravotníctvo a sociálna práca	Umenie, zábava a ostatné služby	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bežné ceny (v mld. EUR)												
2015	9 443,4	153,9	1 900,3	468,6	1 782,2	433,1	464,0	1 073,1	1 026,1	1 811,6	330,4	1 072,2
2016	9 680,3	151,6	1 936,9	489,1	1 830,9	451,3	454,0	1 100,6	1 071,0	1 857,5	337,5	1 109,4
2017	10 010,5	164,4	2 001,8	513,5	1 906,9	467,5	451,8	1 132,1	1 121,5	1 905,6	345,3	1 155,0
2017 Q1	2 464,5	40,5	490,8	125,8	469,1	115,1	112,7	279,7	275,0	470,6	85,2	283,7
Q2	2 493,8	40,8	498,2	127,9	476,1	116,7	112,7	282,0	278,9	474,5	86,0	287,5
Q3	2 519,6	41,3	504,6	129,5	479,6	117,8	113,6	284,6	283,0	478,8	86,9	290,1
Q4	2 540,6	41,9	510,9	131,5	483,5	118,6	112,9	286,0	285,9	482,1	87,4	293,4
v % pridanej hodnoty												
2017	100,0	1,6	20,0	5,1	19,0	4,7	4,5	11,3	11,2	19,0	3,4	-
Reťazové indexy (ceny predchádzajúceho roka)												
medzištvrtročná percentuálna zmena												
2017 Q1	0,7	1,6	0,0	1,3	1,3	1,2	-0,1	0,5	1,5	0,2	0,1	0,4
Q2	0,7	0,0	1,1	0,9	0,7	0,9	0,6	0,2	1,0	0,5	0,4	0,9
Q3	0,7	0,2	1,5	0,4	0,4	1,3	0,1	0,5	0,8	0,5	0,7	0,3
Q4	0,6	0,3	1,2	1,1	0,6	0,7	0,2	0,3	0,8	0,3	0,2	0,4
ročná percentuálna zmena												
2015	1,9	3,1	3,9	0,4	1,8	3,3	-0,3	0,7	2,9	0,9	1,1	3,3
2016	1,7	-1,2	1,9	1,7	2,0	2,9	0,2	1,0	2,8	1,3	1,2	2,8
2017	2,3	1,0	2,8	2,6	2,9	4,4	0,1	1,4	3,5	1,3	1,0	2,6
2017 Q1	2,0	0,5	1,8	2,4	2,8	4,9	-0,5	1,2	3,5	1,1	0,8	2,6
Q2	2,4	0,4	3,0	3,1	3,3	5,1	0,1	1,2	3,1	1,3	0,8	3,0
Q3	2,7	0,9	3,9	3,0	3,3	4,5	0,3	1,6	4,0	1,5	1,3	2,6
Q4	2,7	2,1	3,8	3,7	3,1	4,2	0,9	1,6	4,0	1,4	1,4	2,0
príspevky k medzištvrtročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch												
2017 Q1	0,7	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	-
Q2	0,7	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Q3	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
Q4	0,6	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
contributions to annual percentage changes in value added; percentage points												
2015	1,9	0,1	0,8	0,0	0,3	0,2	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	-
2017	2,3	0,0	0,6	0,1	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	-
2017 Q1	2,0	0,0	0,4	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
Q2	2,4	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
Q3	2,7	0,0	0,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	-
Q4	2,7	0,0	0,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	-

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

3 Hospodárska aktivita

3.3 Zamestnanosť¹⁾

(štvrtročné sezónne očistené údaje; neočistené ročné údaje)

	Podľa postavenia v zamestnaní			Podľa odvetvia ekonomickej činnosti									
	Spolu	Zamestnanci	Samostatne zárobkovo činné osoby	Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov	Priemyselná výroba, energetika a sieťové odvetvia	Stavebníctvo	Obchod, doprava, ubytovacie a stravovacie služby	Informácie a komunikácia	Finančníctvo a poisťovníctvo	Nehnuteľnosti	Odborné, obchodné a podporné služby	Verejná správa, vzdelávanie, zdravotníctvo a sociálna práca	Umenie, zábava a ostatné služby
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Počet zamestnaných osôb													
<i>v % z celkového počtu zamestnaných osôb</i>													
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,0	6,1	24,7	2,7	2,7	1,0	13,1	24,3	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,3	7,1
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	5,9	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,3	7,0
<i>ročná percentuálna zmena</i>													
2014	0,6	0,7	0,1	0,1	-0,4	-1,3	0,7	0,7	-0,9	0,2	2,3	1,0	0,7
2015	1,0	1,2	-0,3	-1,2	0,2	0,0	1,3	1,4	-0,2	1,4	2,8	1,0	0,5
2016	1,3	1,6	-0,3	-0,5	0,6	-0,2	1,7	2,4	0,0	1,9	2,8	1,3	1,1
2016 Q4	1,3	1,6	-0,1	0,1	0,6	0,4	1,7	2,6	0,0	2,6	2,8	1,3	0,5
2017 Q1	1,6	1,8	0,2	1,0	0,8	1,5	1,7	3,2	-0,5	1,9	3,2	1,2	1,1
Q2	1,6	2,0	-0,3	0,6	1,1	1,5	1,8	3,4	-0,8	2,0	3,3	1,1	1,8
Q3	1,7	2,0	-0,1	-0,2	1,3	2,2	2,0	3,1	-0,9	2,0	3,2	1,1	2,0
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	12,8	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
2016	100,0	80,8	19,2	4,2	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,2	22,0	6,2
<i>ročná percentuálna zmena</i>													
2014	0,6	0,8	-0,4	-0,3	-0,1	-0,9	0,4	0,6	-1,0	0,0	2,4	1,2	0,1
2015	1,1	1,4	-0,2	-0,3	0,6	0,6	0,9	2,4	-0,1	1,8	2,9	1,0	0,8
2016	1,2	1,6	-0,1	-0,4	0,7	-0,1	1,6	1,9	0,6	2,1	2,8	1,0	0,9
2016 Q4	1,0	1,4	-0,3	-1,1	0,8	0,0	1,3	2,0	0,2	2,4	2,5	0,9	0,1
2017 Q1	1,3	1,7	-0,4	-0,6	1,0	1,6	1,3	2,9	-0,2	2,3	2,9	0,9	1,1
Q2	1,5	1,9	-0,2	-0,5	1,4	1,7	1,7	3,1	-1,4	1,8	2,8	1,0	1,7
Q3	1,8	2,2	0,0	-0,2	1,7	2,4	2,0	2,5	-0,8	2,0	3,1	1,0	2,3
Počet odpracovaných hodín na zamestnanú osobu													
<i>ročná percentuálna zmena</i>													
2014	0,0	0,1	-0,5	-0,4	0,3	0,4	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	0,1	0,3	-0,5
2015	0,1	0,1	0,1	0,9	0,3	0,5	-0,4	1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	0,3
2016	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,6	0,2	0,0	-0,2	-0,1
2016 Q4	-0,3	-0,2	-0,2	-1,1	0,2	-0,4	-0,4	-0,6	0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,3
2017 Q1	-0,3	-0,1	-0,6	-1,6	0,2	0,1	-0,4	-0,3	0,2	0,4	-0,3	-0,3	0,0
Q2	-0,1	-0,1	0,1	-1,1	0,3	0,2	0,0	-0,4	-0,6	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1
Q3	0,1	0,2	0,1	0,0	0,5	0,2	0,1	-0,6	0,2	0,0	-0,1	-0,1	0,3

Zdroj: Eurostat, výpočty ECB.

1) Údaje o zamestnanosti sú založené na ESA 2010.

3 Hospodárska aktivita

3.4 Pracovná sila, nezamestnanosť a voľné pracovné miesta

(sezónne očistené, ak nie je uvedené inak)

	Pracovná sila, v miliónoch ¹⁾	Nezamestnanosť, v % z pracovnej sily ¹⁾	Nezamestnanosť											Miera voľných pracovných miest ²⁾
			Spolu		Dlhodobá nezamestnanosť v % z pracovnej sily ¹⁾	Podľa veku				Podľa pohlavia				
						Dospelí		Mladí		Muži		Ženy		
			v miliónoch	v % z pracovnej sily		v miliónoch	v % z pracovnej sily	v miliónoch	v % z pracovnej sily	v miliónoch	v % z pracovnej sily	v miliónoch	v % z pracovnej sily	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
v % z úhrnu za r. 2016			100,0			81,7		18,3		52,2		47,8		
2015	160,600	4,6	17,472	10,9	5,6	14,305	9,8	3,167	22,3	9,263	10,7	8,208	11,1	1,5
2016	161,877	4,3	16,252	10,0	5,0	13,290	9,0	2,962	20,9	8,483	9,7	7,770	10,4	1,7
2017	.	.	14,773	9,1	.	12,096	8,1	2,677	18,8	7,648	8,7	7,125	9,5	1,9
2017 Q1	161,635	4,3	15,384	9,5	4,8	12,611	8,5	2,773	19,6	7,960	9,1	7,424	9,9	1,9
Q2	162,214	4,2	14,862	9,1	4,5	12,159	8,2	2,703	19,1	7,688	8,8	7,174	9,6	1,9
Q3	163,330	4,0	14,602	9,0	4,2	11,957	8,0	2,645	18,6	7,574	8,6	7,028	9,3	1,9
Q4	.	.	14,243	8,7	.	11,657	7,8	2,585	18,1	7,368	8,4	6,875	9,1	2,0
2017 Aug.	-	-	14,607	9,0	-	11,961	8,0	2,646	18,5	7,590	8,7	7,017	9,3	-
Sep.	-	-	14,487	8,9	-	11,846	8,0	2,641	18,5	7,502	8,5	6,985	9,3	-
Okt.	-	-	14,364	8,8	-	11,743	7,9	2,621	18,3	7,431	8,5	6,933	9,2	-
Nov.	-	-	14,243	8,7	-	11,662	7,8	2,581	18,1	7,362	8,4	6,881	9,1	-
Dec.	-	-	14,121	8,6	-	11,567	7,8	2,554	17,9	7,311	8,3	6,810	9,0	-
2018 Jan.	-	-	14,111	8,6	-	11,577	7,8	2,535	17,7	7,312	8,3	6,799	9,0	-

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

1) Sezónne neočistené.

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

3.5 Krátkodobá podniková štatistika

	Priemyselná produkcia						Produkcia v stavebníctve	Indikátor nových priemysel- ných ob- jednávok ECB	Maloobchodný predaj				Registrácie nových osobných automobi- lov
	Spolu (bez stavebníctva)		Hlavné priemyselné skupiny						Spolu	Potraviny nápoje, tabakové výrobky	Ostatné tovary bez potravín	Palivá	
	Priemysel- ná výroba	Medzispot- reba	Kapitálový tovar	Spotreb- ný tovar	Energie								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
v % z úhrnu za r. 2010 ¹⁾	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
ročná percentuálna zmena													
2015	2,1	2,4	1,0	3,6	2,6	0,8	-0,9	3,6	3,0	1,7	4,0	2,4	8,8
2016	1,5	1,6	1,9	1,7	1,2	0,2	2,2	0,3	1,6	1,0	2,2	1,4	7,2
2017	3,0	3,2	4,1	3,6	1,6	0,8	2,6	7,7	2,4	1,5	3,3	1,0	5,6
2017 Q1	1,3	1,2	2,2	1,3	-0,5	1,9	1,9	5,5	2,1	1,3	2,7	1,9	4,8
Q2	2,7	2,8	3,8	2,4	1,7	1,6	3,6	6,7	2,7	2,4	3,3	1,6	6,0
Q3	3,7	4,0	4,9	4,7	2,0	0,6	3,0	9,1	2,6	1,4	4,1	0,4	5,5
Q4	4,2	5,0	5,5	5,9	3,1	-1,0	1,9	9,6	2,0	0,9	3,0	0,1	6,3
2017 Aug.	3,9	4,3	5,3	5,1	2,6	0,7	2,1	9,0	1,8	0,9	3,3	-0,3	6,9
Sep.	3,4	3,9	4,6	4,5	2,3	-1,0	3,6	10,7	3,9	2,3	5,7	0,5	5,3
Okt.	3,9	4,6	5,3	3,5	5,3	-2,0	2,3	8,8	0,3	-0,3	0,5	-0,2	5,9
Nov.	3,7	4,5	4,7	6,7	0,4	-1,9	2,9	10,6	3,7	1,8	5,6	0,4	8,7
Dec.	5,2	5,9	6,6	7,6	3,6	0,6	0,5	9,3	2,1	1,2	3,0	0,1	4,4
2018 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,3	0,8	3,8	0,2	6,4
medzimesačná percentuálna zmena (s. o.)													
2017 Aug.	1,5	1,7	1,2	3,4	0,3	0,8	-0,1	3,0	-0,2	-0,2	0,1	-0,9	2,9
Sep.	-0,5	-0,5	-0,4	-1,6	0,2	-1,0	0,3	1,1	1,0	1,2	0,8	-0,1	1,5
Okt.	0,4	0,3	0,3	-0,2	0,2	0,1	-0,4	0,3	-1,1	-1,5	-1,3	-0,4	-3,1
Nov.	1,3	1,5	1,1	3,5	0,2	0,8	0,2	1,7	2,0	1,2	2,8	0,8	5,2
Dec.	0,4	0,2	1,4	-1,1	0,9	1,3	0,1	2,0	-1,0	-0,4	-1,4	-0,5	0,4
2018 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,1	-0,2	-0,3	0,1	0,1

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

1) V prípade maloobchodného predaja ide o rok 2015.

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
1999-14	99,6	-6,0	80,7	-12,7	-14,5	-8,3	6,8	-	51,1	52,4	52,9	52,7
2015	103,6	-3,1	81,4	-6,2	-22,5	1,6	9,2	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,3	-2,6	81,9	-7,7	-16,5	1,5	11,1	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,7	4,5	83,3	-2,5	-4,0	3,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2017 Q1	107,5	1,1	82,6	-5,5	-10,7	2,0	13,2	89,4	55,6	56,9	55,1	55,6
Q2	109,5	3,3	82,9	-2,8	-4,9	3,2	13,4	89,8	57,0	58,3	56,0	56,6
Q3	111,5	5,4	83,5	-1,5	-2,1	2,9	14,9	89,9	57,4	58,0	55,3	56,0
Q4	114,3	8,3	84,1	-0,2	1,8	5,3	16,9	89,9	59,7	60,7	56,0	57,2
2017 Sep.	112,5	6,7	-	-1,2	-1,5	3,0	15,4	-	58,1	59,2	55,8	56,7
Okt.	113,5	8,0	83,8	-1,1	0,5	5,5	16,2	89,6	58,5	58,8	55,0	56,0
Nov.	114,0	8,1	-	0,0	1,7	4,3	16,4	-	60,1	61,0	56,2	57,5
Dec.	115,3	8,8	-	0,5	3,1	6,0	18,0	-	60,6	62,2	56,6	58,1
2018 Jan.	114,9	9,0	84,4	1,4	4,7	5,2	16,8	90,2	59,6	61,1	58,0	58,8
Feb.	114,1	8,0	-	0,1	4,2	4,3	17,5	-	58,6	59,6	56,2	57,1

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

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

	Domácnosti							Nefinančné korporácie					
	Miera úspor (hrubá) 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	94,3	1,0	1,9	1,3	2,7	0,9	32,1	4,6	131,8	2,7	7,2	1,6
2015	12,4	93,6	1,6	1,9	1,4	3,3	2,6	32,6	6,0	133,9	4,2	4,8	2,2
2016	12,1	93,3	1,8	1,8	5,9	4,3	4,5	33,2	8,0	133,9	3,9	6,0	1,9
2016 Q4	12,1	93,3	1,4	1,8	6,5	4,3	4,5	33,2	8,0	133,9	3,9	5,5	1,9
2017 Q1	12,1	93,0	1,6	1,8	10,2	4,6	4,6	33,4	7,6	133,6	4,4	9,5	2,2
Q2	12,1	93,1	1,3	2,0	5,4	4,9	4,8	33,1	6,9	132,8	4,1	10,0	2,2
Q3	12,0	93,0	1,6	2,1	6,2	5,0	5,4	33,3	7,0	131,4	4,2	4,1	2,3

Zdroj: ECB a Eurostat.

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

3 Hospodárska aktivita

3.8 Platobná bilancia eurozóny, bežný a kapitálový účet

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

	Bežný účet											Kapitálový účet ¹⁾	
	Spolu			Tovary		Služby		Primárne výnosy		Sekundárne výnosy		Inkasá	Platby
	Inkasá	Platby	Saldo	Inkasá	Platby	Inkasá	Platby	Inkasá	Platby	Inkasá	Platby		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017 Q1	959,3	868,2	91,1	558,6	479,3	206,1	188,4	167,6	143,9	27,0	56,6	7,4	17,7
Q2	965,0	884,1	80,9	559,9	477,3	207,8	190,4	170,8	146,1	26,4	70,3	7,0	17,2
Q3	991,0	866,9	124,2	575,7	477,1	210,8	184,6	177,9	139,2	26,7	65,9	6,5	8,4
Q4	982,7	887,5	95,2	582,8	495,1	211,5	191,9	161,4	135,6	26,9	64,8	11,6	7,7
2017 Júl	326,1	288,1	38,0	188,0	159,0	69,8	61,5	59,4	44,9	8,9	22,7	2,5	2,7
Aug.	333,0	289,5	43,5	191,6	159,5	70,2	61,2	62,1	48,3	9,1	20,6	1,9	2,6
Sep.	331,9	289,3	42,7	196,0	158,7	70,8	61,9	56,4	46,1	8,7	22,6	2,1	3,1
Okt.	317,4	287,0	30,3	187,7	161,4	69,2	62,3	52,1	42,5	8,3	20,8	3,0	1,6
Nov.	329,4	294,5	35,0	195,5	165,0	70,0	64,6	55,3	42,7	8,7	22,1	2,8	1,8
Dec.	335,9	306,0	29,9	199,7	168,7	72,3	65,0	54,1	50,4	9,8	21,8	5,9	4,4
12-mesačné kumulované transakcie													
2017 Dec.	3 898,0	3 506,6	391,4	2 277,0	1 928,9	836,2	755,3	677,7	564,9	107,0	257,6	32,6	51,0
12-mesačné kumulované transakcie v % HDP													
2017 Dec.	34,9	31,4	3,5	20,4	17,3	7,5	6,8	6,1	5,1	1,0	2,3	0,3	0,5

Zdroj: ECB a Eurostat.

1) Kapitálový účet nie je sezónne očistený

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

(sezónne očistené, ak nie je uvedené inak)

	Spolu (s. n.)		Vývoz (f. o. b.)					Dovoz (c. i. f.)					
	Vývoz	Dovoz	Spolu			Informatívna položka: Priemyselná výroba	8	Spolu			Informatívna položka: Priemyselná výroba		Ropa
			Medzisopot-reba	Kapitál	Spotreba			Medzisopot-reba	Kapitál	Spotreba	Priemyselná výroba		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Hodnota (mld. EUR; ročná percentuálna zmena pre stĺpce 1 a 2)													
2017 Q1	11,0	13,9	539,5	258,7	110,1	161,2	449,2	486,0	279,1	78,5	120,4	344,4	59,8
Q2	5,4	9,9	544,7	257,0	112,6	162,7	455,6	486,7	275,3	80,6	123,3	353,1	52,2
Q3	6,0	7,8	547,0	256,8	114,1	164,3	459,5	484,8	272,7	80,3	122,8	354,2	48,3
Q4	6,2	7,2	562,9	.	.	.	471,6	498,0	.	.	.	357,3	.
2017 Júl	5,9	9,1	178,7	83,9	36,8	53,8	149,7	161,2	90,5	26,5	40,9	117,6	15,8
Aug.	6,9	9,0	183,3	86,1	38,1	55,5	154,2	162,4	91,4	27,0	41,1	119,4	16,0
Sep.	5,2	5,5	185,1	86,9	39,2	55,0	155,6	161,2	90,8	26,8	40,8	117,2	16,5
Okt.	9,1	10,4	181,6	86,6	36,5	54,1	152,0	162,4	92,2	26,5	41,3	118,7	17,6
Nov.	8,5	8,6	189,0	90,2	38,6	56,4	158,2	167,0	94,8	26,9	42,2	119,6	19,5
Dec.	1,0	2,5	192,3	.	.	.	161,4	168,5	.	.	.	119,0	.
Objemové indexy (2000 = 100; ročná percentuálna zmena pre stĺpce 1 a 2)													
2017 Q1	6,5	3,2	121,0	121,4	118,8	124,4	120,5	110,3	111,3	108,3	110,2	112,3	109,4
Q2	1,6	2,2	122,5	121,3	121,7	125,5	122,1	112,6	112,7	111,9	114,1	115,8	104,5
Q3	3,8	3,4	124,1	122,1	124,5	128,1	124,2	114,4	114,1	114,7	114,4	117,7	100,2
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 Jún	1,8	1,8	122,9	120,8	122,1	125,3	122,5	112,5	112,2	109,9	114,8	115,1	106,3
Júl	3,4	3,8	121,2	119,5	119,5	125,6	120,8	113,6	113,5	111,6	113,8	116,1	101,8
Aug.	4,9	5,1	124,9	122,5	125,5	129,9	125,1	115,5	115,3	117,3	114,7	119,6	100,6
Sep.	3,2	1,4	126,2	124,2	128,5	128,8	126,6	114,1	113,4	115,2	114,8	117,4	98,3
Okt.	7,2	7,3	123,5	123,1	120,4	126,4	123,4	114,4	114,4	113,7	115,5	118,8	102,5
Nov.	7,0	3,7	128,1	127,2	125,7	132,9	128,2	114,9	114,1	113,1	117,1	118,0	104,8

Zdroj: ECB a Eurostat.

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

2) Skupiny produktov podľa klasifikácie v Broad Economic Categories.

4 Ceny a náklady

4.1 Harmonizovaný index spotrebiteľských cien¹⁾

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	Spolu					Spolu (s. o.; percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu obdobiu) ²⁾						Informatívne položky: regulované ceny	
	Index: 2005 =100	Spolu		Tovary	Služby	Spolu	Spracované potraviny	Nespracované potraviny	Priemyselné tovary bez energií	Energie (s. n.)	Služby	HICP spolu bez regulovaných cien	Regulované ceny
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
V % z úhrnu za r. 2018	100,0	100,0	70,7	55,6	44,4	100,0	12,1	7,5	26,3	9,7	44,4	86,6	13,4
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	1,0
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,7	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2017 Q1	101,0	1,8	0,8	2,3	1,1	0,7	0,3	2,0	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	0,5	1,6	1,3
Q3	101,8	1,4	1,2	1,4	1,5	0,2	0,7	0,4	0,2	-0,9	0,3	1,5	1,1
Q4	102,4	1,4	0,9	1,6	1,2	0,4	0,5	1,1	0,1	2,6	0,0	1,5	1,2
2017 Sep.	102,1	1,5	1,1	1,6	1,5	0,1	0,1	0,1	0,0	1,0	0,1	1,6	1,0
Okt.	102,2	1,4	0,9	1,5	1,2	0,1	0,1	0,8	0,0	0,7	-0,1	1,4	1,1
Nov.	102,3	1,5	0,9	1,8	1,2	0,2	0,2	0,0	0,1	1,5	0,1	1,6	1,2
Dec.	102,7	1,4	0,9	1,5	1,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	1,4	1,2
2018 Jan.	101,8	1,3	1,0	1,4	1,2	0,3	0,3	0,1	0,1	1,8	0,1	1,2	1,8
Feb. ³⁾	102,0	1,2	1,0	.	1,3	0,1	0,0	-0,3	0,1	-0,3	0,2	.	.

	Tovary						Služby					
	Potraviny (vrát. alkoholických nápojov a tabaku)			Priemyselné tovary			Bývanie		Doprava	Pošta a telekomu- nikácie	Rekreácia a osobné služby	Rôzne
	Spolu	Spracované potraviny	Nespracované potraviny	Spolu	Priemyselné tovary bez energií	Energie		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
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
2017	1,8	1,6	2,2	1,6	0,4	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,5	2,1	0,7
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
Q3	1,6	2,0	0,9	1,3	0,5	3,4	1,3	1,2	2,3	-1,8	2,4	0,8
Q4	2,2	2,1	2,3	1,3	0,4	3,5	1,2	1,2	1,7	-1,7	2,0	0,4
2017 Sep.	1,9	2,0	1,5	1,4	0,5	3,9	1,3	1,2	2,1	-1,8	2,4	0,9
Okt.	2,3	2,1	2,8	1,1	0,4	3,0	1,3	1,2	1,5	-1,8	2,1	0,4
Nov.	2,2	2,1	2,4	1,6	0,4	4,7	1,3	1,2	1,7	-1,6	2,0	0,4
Dec.	2,1	2,2	1,9	1,2	0,5	2,9	1,2	1,2	1,9	-1,7	1,9	0,4
2018 Jan.	1,9	2,5	1,1	1,0	0,6	2,2	1,3	1,2	1,5	-1,0	1,6	1,2
Feb. ³⁾	1,1	2,4	-0,9	.	0,7	2,1	.	.	.	.	.	.

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 nehnuteľnosť ²⁾
	Spolu (index: 2010 = 100)	Spolu	Priemysel okrem stavebníctva a energetiky						Energie				
			Spolu	Medzi-spotreba	Kapitálové tovary	Spotrebné tovary							
						Spolu	Potraviny, nápoje a tabakové výrobky	Iné ako potraviny					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
V % z úhrnu za r. 2015	100,0	100,0	77,2	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2015	100,0	-2,8	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,6	0,4	1,6	3,2
2016	97,7	-2,3	-1,5	-0,6	-1,7	0,4	0,0	0,0	0,1	-7,1	0,6	3,2	5,3
2017	100,7	3,1	3,1	2,2	3,2	0,9	1,9	2,8	0,2	5,9	.	.	.
2017 Q1	100,7	4,2	4,1	2,0	3,1	0,8	1,7	2,5	0,1	10,7	2,0	3,8	3,5
Q2	100,2	3,4	3,1	2,4	3,5	0,9	2,3	3,4	0,2	6,2	2,0	3,9	5,2
Q3	100,4	2,4	2,7	2,2	3,0	1,0	2,2	3,1	0,3	3,2	2,1	4,3	5,4
Q4	101,6	2,5	2,6	2,1	3,3	0,9	1,6	2,0	0,3	3,6	.	.	.
2017 Aug.	100,4	2,6	2,7	2,2	3,0	1,0	2,2	3,2	0,3	3,4	-	-	-
Sep.	100,8	2,9	3,0	2,3	3,2	1,0	2,2	3,0	0,3	4,4	-	-	-
Okt.	101,2	2,5	2,6	2,3	3,5	0,9	1,8	2,4	0,2	3,1	-	-	-
Nov.	101,8	2,8	3,0	2,1	3,2	1,0	1,6	2,1	0,3	5,1	-	-	-
Dec.	101,9	2,2	2,2	1,9	3,0	0,9	1,4	1,7	0,4	2,7	-	-	-
2018 Jan.	102,3	1,5	2,0	1,9	2,8	1,1	1,2	1,3	0,6	0,5	-	-	-

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 deflátohy hrubého domáceho produktu

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	Deflátohy HDP								Cenyropy (EUR za barel)	Ceny neenergetických komodít (EUR)					
	Spolu (s. o.; index: 2010 = 100)	Spolu	Domáci dopyt				Vývoz ¹⁾	Dovoz ¹⁾		Vážené podľa dovozu ²⁾			Vážené podľa použitia ²⁾		
			Spolu	Súkromná spotreba	Spotreba verejnej správy	Tvorba hrubého fixného kapitálu				Spolu	Potraviny	Iné ako potraviny	Spolu	Potraviny	Iné ako potra- viny
	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
2015	106,0	1,4	0,4	0,3	0,5	0,8	0,3	-2,0	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,8	0,8	0,4	0,4	0,6	0,8	-1,5	-2,5	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2017	108,0	1,1	1,5	1,4	1,1	1,4	1,9	2,8	48,1	5,9	-3,3	16,3	5,5	-3,1	17,2
2017 Q1	107,4	0,8	1,5	1,6	1,0	1,3	2,5	4,5	50,8	18,3	5,9	33,2	13,0	0,1	32,4
Q2	107,9	1,2	1,5	1,4	1,1	1,4	2,4	3,2	45,6	6,8	-2,7	18,2	6,7	-2,4	19,9
Q3	108,3	1,3	1,6	1,3	1,2	1,5	1,5	2,0	44,0	1,7	-7,4	11,9	2,4	-5,7	13,0
Q4	108,6	1,2	1,5	1,3	1,2	1,5	1,2	1,7	52,2	-2,4	-8,9	4,4	0,1	-4,7	5,9
2017 Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	46,3	3,1	-7,2	14,7	4,1	-4,8	15,8
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	49,0	2,6	-6,1	12,0	5,2	-1,2	13,2
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,3	-2,6	-8,3	3,2	0,3	-3,5	4,8
Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	54,2	-6,6	-12,2	-1,2	-4,7	-9,2	0,4
2018 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	-7,9	-15,3	-0,5	-6,3	-12,7	1,2
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,0	.	.	.	.	.	.

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

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

2) Vážené podľa dovozu: vážené podľa priemernej štruktúry dovozu v r. 2009 až 2011; vážené podľa použitia: vážené podľa priemernej štruktúry domáceho dopytu v r. 2009 až 2011.

4 Ceny a náklady

4.4 Cenové prieskumy (sezónne očistené)

	Prieskum Európskej komisie medzi podnikateľmi a spotrebiteľmi (percentuálne saldá)					Prieskum nákupných manažérov (difúzne indexy)			
	Očakávania týkajúce sa predajných cien (na nasledujúce tri mesiace)				Trendy spotrebiteľských cien za predchádzajúcich 12 mesiacov	Ceny vstupov		Účtované ceny	
	Priemyselná výroba	Maloobchod	Služby	Stavebníctvo		Priemyselná výroba	Maloobchod	Služby	Stavebníctvo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-14	4,4	-	-	-3,0	33,5	57,2	56,5	-	49,8
2015	-2,7	1,3	2,7	-13,3	-0,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-0,3	1,7	4,4	-7,2	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,1	5,5	6,9	2,6	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6
2017 Q1	9,0	5,4	6,4	-3,5	12,9	67,8	56,7	55,0	51,4
Q2	7,9	4,2	5,9	2,0	12,3	62,5	55,9	54,6	51,5
Q3	8,7	4,8	6,8	3,5	10,4	60,4	55,7	54,4	51,4
Q4	10,9	7,6	8,4	8,3	13,8	67,9	56,9	56,3	52,1
2017 Sep.	10,5	6,1	8,0	4,5	11,4	64,0	56,3	55,2	51,8
Okt.	8,7	8,4	8,6	8,1	13,0	66,4	56,7	55,8	52,1
Nov.	11,1	7,5	8,2	8,2	14,7	69,4	56,9	56,8	52,1
Dec.	13,0	6,8	8,3	8,6	13,6	67,9	57,1	56,3	52,0
2018 Jan.	12,4	7,5	9,8	10,8	17,3	70,7	58,4	58,1	53,6
Feb.	12,6	7,0	9,5	10,1	18,3	68,7	56,9	58,4	52,9

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

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

	Spolu (index: 2012 = 100)	Spolu	Podľa zložiek		Za vybrané ekonomické činnosti		Informatívna položka: indikátor dojednaných miezd ¹⁾
			Platy a mzdy	Sociálne príspevky zamestnávateľa	Výrobné odvetvia	Prevažne nevýrobné odvetvia	
	1	2	3	4	5	6	7
V % z úhrnu za r. 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2015	104,3	1,6	1,9	0,7	1,6	1,6	1,5
2016	105,8	1,5	1,5	1,6	1,4	1,5	1,4
2017	.	.	.	.	.	.	1,5
2017 Q1	100,5	1,4	1,3	1,6	1,3	1,7	1,6
Q2	111,2	1,8	2,1	0,8	1,9	1,4	1,5
Q3	104,2	1,6	1,7	1,6	2,0	0,9	1,5
Q4	.	.	.	.	.	.	1,6

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 (index: 2010 = 100)	Spolu	Podľa odvetví ekonomickej činnosti									
			Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov	Priemyselná výroba, energetika a sieťové odvetvia	Stavebníctvo	Obchod, doprava, ubytovanie a stravovacie služby	Informácie a komunikácia	Finančníctvo a poisťovníctvo	Nehnuteľnosti	Odborné, obchodné a podporné služby	Verejná správa, vzdelávanie, zdravotníctvo a sociálna práca	Umenie, zábava a ostatné služby
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Jednotkové náklady práce												
2014	104,4	0,7	-1,4	-1,0	1,3	0,3	-1,4	3,0	1,7	1,3	1,6	1,6
2015	104,8	0,4	-3,4	-1,8	0,5	1,0	0,9	0,7	2,1	1,6	1,3	1,4
2016	105,6	0,8	2,2	0,0	-0,5	1,1	0,1	2,0	4,3	0,8	1,2	1,3
2016 Q4	106,0	0,8	3,8	-0,5	-0,4	1,0	-0,6	2,4	4,9	1,0	1,2	1,4
2017 Q1	106,3	0,9	0,8	0,4	0,0	0,4	-1,0	1,8	4,2	1,8	1,6	1,8
Q2	106,3	0,8	0,7	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,7	5,9	2,4	1,7	2,3
Q3	106,5	0,7	-0,1	-1,0	-0,2	0,5	1,1	0,0	4,0	2,0	1,3	1,9
Kompenzácie na zamestnanca												
2014	106,6	1,4	0,2	2,1	1,6	1,2	2,2	2,0	1,9	1,7	1,1	1,0
2015	108,1	1,4	0,8	1,9	0,9	1,5	2,8	0,7	1,4	1,6	1,2	1,9
2016	109,5	1,2	1,5	1,3	1,4	1,4	0,6	2,2	3,4	0,8	1,2	1,5
2016 Q4	110,2	1,4	1,5	1,4	0,9	1,6	0,6	2,2	3,4	0,9	1,5	1,9
2017 Q1	110,6	1,4	0,2	1,4	0,9	1,4	0,6	1,8	3,5	2,1	1,6	1,5
Q2	111,0	1,6	0,6	1,5	1,4	1,4	1,6	1,6	5,1	2,2	1,8	1,4
Q3	111,5	1,6	1,0	1,5	0,6	1,8	2,4	1,2	3,5	2,8	1,7	1,2
Produktivita práce na jednu zamestnanú osobu												
2014	102,1	0,7	1,7	3,1	0,3	0,9	3,6	-0,9	0,2	0,4	-0,5	-0,6
2015	103,2	1,0	4,4	3,7	0,4	0,5	1,9	0,0	-0,7	0,1	-0,1	0,5
2016	103,7	0,5	-0,8	1,3	1,9	0,3	0,6	0,2	-0,9	0,0	0,0	0,1
2016 Q4	103,9	0,6	-2,2	2,0	1,3	0,5	1,2	-0,3	-1,4	-0,1	0,2	0,5
2017 Q1	104,1	0,5	-0,5	0,9	0,9	1,1	1,7	-0,1	-0,6	0,3	-0,1	-0,3
Q2	104,4	0,8	-0,2	1,9	1,6	1,5	1,6	0,9	-0,8	-0,1	0,1	-0,9
Q3	104,7	1,0	1,1	2,6	0,7	1,3	1,3	1,2	-0,5	0,7	0,4	-0,7
Kompenzácie na odpracovanú hodinu												
2014	108,5	1,3	1,1	1,7	1,1	1,4	2,0	2,0	1,7	1,3	0,8	1,4
2015	109,9	1,3	0,7	1,5	0,3	1,6	1,8	0,7	0,6	1,2	1,3	1,8
2016	111,4	1,3	0,9	1,2	1,4	1,4	1,0	1,7	3,5	0,7	1,5	1,6
2016 Q4	112,2	1,6	2,2	1,3	1,2	1,8	1,1	2,2	4,3	1,0	1,8	2,3
2017 Q1	112,4	1,5	0,7	1,2	0,6	1,6	0,8	1,5	3,5	2,0	1,9	1,5
Q2	112,8	1,6	1,8	1,1	1,1	1,6	1,9	2,3	5,5	2,3	2,0	1,2
Q3	113,2	1,4	0,1	1,0	0,0	1,6	2,6	1,0	3,6	2,7	1,8	0,5
Hodinová produktivita práce												
2014	104,2	0,8	2,0	2,8	-0,1	1,3	3,7	-0,9	0,5	0,3	-0,8	-0,1
2015	105,2	1,0	3,4	3,3	-0,2	0,9	0,9	-0,1	-1,0	0,0	0,0	0,2
2016	105,8	0,6	-0,8	1,2	1,7	0,4	1,0	-0,4	-1,1	0,0	0,3	0,3
2016 Q4	106,2	0,9	-1,1	1,8	1,7	0,9	1,8	-0,4	-1,3	0,1	0,6	0,9
2017 Q1	106,2	0,7	1,0	0,8	0,8	1,5	2,0	-0,3	-1,1	0,6	0,2	-0,3
Q2	106,5	0,9	0,9	1,6	1,4	1,5	1,9	1,5	-0,7	0,3	0,3	-0,9
Q3	106,8	0,9	1,1	2,1	0,6	1,2	1,9	1,0	-0,4	0,8	0,5	-1,0

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

5 Peňažné a úverové agregáty

5.1 Menové agregáty¹⁾

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

	M3											12
	M2						M3-M2					
	M1		3	M2-M1		7	Repo obchody	Akcie a podiely fondov peňažného trhu	Dlhové cenné papiere so splatnosťou do 2 rokov			
	Obeživo	Vklady splatné na požiadanie		Vklady s dohodnutou splatnosťou do 2 rokov	Vklady s výpovednou lehotou do 3 mesiacov							
	1	2		4	5	6		8	9	10	11	
Stav												
2015	1 037,7	5 575,8	6 613,5	1 444,1	2 159,7	3 603,8	10 217,2	74,5	485,1	75,6	635,2	10 852,4
2016	1 075,1	6 084,2	7 159,3	1 328,6	2 221,2	3 549,9	10 709,1	70,4	523,2	95,7	689,2	11 398,3
2017	1 112,0	6 636,5	7 748,5	1 193,1	2 261,2	3 454,3	11 202,8	75,8	509,4	75,8	660,9	11 863,8
2017 Q1	1 087,2	6 248,3	7 335,4	1 304,7	2 225,7	3 530,4	10 865,8	74,4	531,6	100,2	706,2	11 572,0
Q2	1 094,9	6 383,7	7 478,6	1 258,1	2 237,4	3 495,6	10 974,2	68,2	513,7	80,1	662,1	11 636,3
Q3	1 103,9	6 532,5	7 636,4	1 222,3	2 251,4	3 473,7	11 110,0	66,6	530,6	80,1	677,4	11 787,4
Q4	1 112,0	6 636,5	7 748,5	1 193,1	2 261,2	3 454,3	11 202,8	75,8	509,4	75,8	660,9	11 863,8
2017 Aug.	1 099,5	6 486,7	7 586,2	1 238,7	2 248,0	3 486,7	11 072,8	70,5	521,0	76,8	668,3	11 741,1
Sep.	1 103,9	6 532,5	7 636,4	1 222,3	2 251,4	3 473,7	11 110,0	66,6	530,6	80,1	677,4	11 787,4
Okt.	1 110,0	6 549,2	7 659,2	1 216,5	2 258,6	3 475,1	11 134,3	68,9	528,1	68,4	665,4	11 799,8
Nov.	1 110,2	6 614,7	7 724,8	1 200,4	2 258,9	3 459,3	11 184,2	78,4	518,8	77,4	674,6	11 858,8
Dec.	1 112,0	6 636,5	7 748,5	1 193,1	2 261,2	3 454,3	11 202,8	75,8	509,4	75,8	660,9	11 863,8
2018 Jan. ^(p)	1 114,5	6 683,1	7 797,6	1 199,4	2 263,7	3 463,2	11 260,8	72,3	513,3	58,7	644,3	11 905,1
Transakcie												
2015	66,5	566,9	633,3	-134,5	12,3	-122,2	511,2	-47,4	49,7	-27,2	-25,0	486,1
2016	37,5	541,9	579,5	-105,8	16,0	-89,7	489,7	-4,2	38,0	16,1	49,8	539,6
2017	37,1	586,7	623,8	-112,2	36,3	-75,9	547,9	6,8	-13,7	-22,8	-29,6	518,3
2017 Q1	12,1	166,9	178,9	-21,6	4,4	-17,2	161,7	4,1	8,5	4,0	16,5	178,2
Q2	7,8	154,9	162,7	-36,8	11,3	-25,5	137,2	-5,6	-17,5	-20,8	-44,0	93,2
Q3	9,1	157,6	166,7	-32,7	10,8	-21,9	144,8	-1,1	16,8	2,7	18,4	163,2
Q4	8,2	107,3	115,5	-21,1	9,8	-11,3	104,2	9,5	-21,4	-8,6	-20,6	83,6
2017 Aug.	4,6	62,6	67,2	-6,1	5,0	-1,1	66,1	4,5	2,8	-2,0	5,3	71,4
Sep.	4,4	45,0	49,4	-16,5	3,4	-13,1	36,3	-3,9	9,7	5,5	11,3	47,6
Okt.	6,2	13,6	19,8	-6,9	7,2	0,3	20,1	2,2	-2,6	-11,8	-12,2	7,8
Nov.	0,1	69,3	69,4	-8,0	0,4	-7,6	61,9	9,8	-9,4	5,0	5,5	67,3
Dec.	1,9	24,3	26,2	-6,2	2,3	-4,0	22,2	-2,5	-9,5	-1,8	-13,8	8,4
2018 Jan. ^(p)	2,4	53,7	56,1	8,9	4,2	13,0	69,2	-3,1	3,9	-16,0	-15,2	53,9
Miera rastu												
2015	6,8	11,3	10,6	-8,5	0,6	-3,3	5,3	-38,9	11,4	-25,4	-3,8	4,7
2016	3,6	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	21,0	7,8	5,0
2017	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,8	-2,6	-24,0	-4,3	4,6
2017 Q1	3,7	9,9	9,0	-7,6	0,7	-2,6	5,0	-14,5	12,9	3,9	7,9	5,1
Q2	3,8	10,6	9,6	-9,4	1,0	-3,1	5,2	-18,6	5,0	-16,4	-1,0	4,8
Q3	3,5	11,0	9,9	-10,5	1,4	-3,2	5,4	-13,2	5,6	-12,0	1,1	5,2
Q4	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,8	-2,6	-24,0	-4,3	4,6
2017 Aug.	3,5	10,7	9,6	-9,2	1,2	-2,8	5,4	-11,3	6,2	-24,9	-0,6	5,0
Sep.	3,5	11,0	9,9	-10,5	1,4	-3,2	5,4	-13,2	5,6	-12,0	1,1	5,2
Okt.	3,5	10,5	9,5	-9,8	1,7	-2,7	5,4	-6,1	3,5	-24,4	-1,2	5,0
Nov.	3,3	10,2	9,2	-9,4	1,7	-2,5	5,3	10,0	1,4	-23,2	-1,2	4,9
Dec.	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,8	-2,6	-24,0	-4,3	4,6
2018 Jan. ^(p)	3,1	9,9	8,9	-7,9	1,7	-1,9	5,3	-4,7	-1,2	-37,8	-6,6	4,6

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													
2015	1 953,2	1 503,9	323,6	117,4	8,3	5 750,7	3 060,7	695,0	1 992,3	2,7	957,9	226,6	365,5
2016	2 082,3	1 617,4	296,2	160,3	8,4	6 051,6	3 401,2	643,8	2 004,7	1,9	989,1	198,2	383,2
2017	2 243,2	1 786,8	287,1	159,8	9,5	6 302,0	3 699,1	560,2	2 042,0	0,6	1 011,1	200,4	409,9
2017 Q1	2 160,4	1 694,9	301,4	157,6	6,5	6 136,0	3 498,1	620,5	2 014,8	2,6	972,9	191,5	392,2
Q2	2 189,9	1 732,0	293,5	158,0	6,4	6 187,6	3 560,6	599,2	2 025,5	2,3	970,3	196,5	403,1
Q3	2 219,8	1 770,4	285,9	158,3	5,3	6 255,7	3 635,2	582,0	2 036,6	2,0	977,1	201,0	419,2
Q4	2 243,2	1 786,8	287,1	159,8	9,5	6 302,0	3 699,1	560,2	2 042,0	0,6	1 011,1	200,4	409,9
2017 Aug.	2 207,1	1 756,5	286,8	158,2	5,7	6 231,9	3 607,2	588,4	2 034,3	2,0	988,4	199,3	417,0
Sep.	2 219,8	1 770,4	285,9	158,3	5,3	6 255,7	3 635,2	582,0	2 036,6	2,0	977,1	201,0	419,2
Okt.	2 231,4	1 786,0	280,5	159,3	5,5	6 293,9	3 675,1	574,4	2 042,2	2,2	946,0	202,7	419,3
Nov.	2 247,7	1 797,9	282,2	159,6	7,9	6 295,3	3 683,7	567,1	2 042,5	2,0	989,3	208,1	412,1
Dec.	2 243,2	1 786,8	287,1	159,8	9,5	6 302,0	3 699,1	560,2	2 042,0	0,6	1 011,1	200,4	409,9
2018 Jan. ^(p)	2 283,7	1 823,3	291,4	158,5	10,5	6 329,7	3 726,1	554,6	2 047,3	1,7	988,5	202,1	414,7
Transakcie													
2015	85,1	124,3	-32,9	4,9	-11,2	194,7	303,8	-109,8	1,2	-0,4	88,3	-0,5	29,6
2016	128,0	151,8	-24,2	0,2	0,2	299,9	333,6	-46,5	13,7	-0,8	30,9	-29,6	18,8
2017	178,8	180,3	-2,6	-0,1	1,1	254,0	304,1	-82,2	33,4	-1,3	53,8	4,1	27,0
2017 Q1	81,1	79,0	6,5	-2,6	-1,9	84,6	97,4	-23,6	10,0	0,7	-14,6	-6,4	9,0
Q2	39,1	43,1	-4,8	0,7	0,0	54,8	65,7	-20,4	9,9	-0,3	14,0	5,3	10,7
Q3	35,2	41,8	-5,8	0,3	-1,1	66,4	75,6	-16,8	8,0	-0,3	12,1	4,8	16,2
Q4	23,5	16,3	1,5	1,5	4,2	48,2	65,4	-21,4	5,5	-1,3	42,3	0,4	-8,9
2017 Aug.	14,4	16,3	-2,3	0,8	-0,4	27,1	28,9	-4,7	3,0	0,0	12,2	4,6	7,7
Sep.	12,1	13,2	-0,7	0,1	-0,5	23,8	28,0	-6,4	2,2	-0,1	-11,7	1,7	2,1
Okt.	9,7	14,3	-5,9	1,0	0,3	37,6	39,4	-7,7	5,6	0,2	-32,8	1,7	0,0
Nov.	18,0	13,1	2,1	0,3	2,4	2,3	9,3	-7,1	0,3	-0,2	52,2	5,6	-6,5
Dec.	-4,2	-11,1	5,3	0,1	1,5	8,3	16,7	-6,7	-0,4	-1,4	22,9	-6,8	-2,3
2018 Jan. ^(p)	44,6	39,5	5,3	-1,3	1,1	30,7	28,0	-5,1	6,8	1,0	-18,4	1,9	4,8
Miera rastu													
2015	4,6	9,0	-9,2	4,4	-57,6	3,5	11,0	-13,6	0,1	-13,2	10,2	-0,2	8,8
2016	6,7	10,1	-7,5	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,6	-29,9	3,1	-13,0	5,2
2017	8,6	11,2	-0,9	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,8	1,7	-65,9	5,6	2,1	7,0
2017 Q1	7,8	11,5	-5,4	-1,4	-32,6	5,3	11,4	-10,1	1,0	1,6	1,4	-13,0	4,1
Q2	8,1	11,5	-4,3	-1,6	-21,4	4,8	10,7	-12,4	1,3	-25,3	3,2	-6,2	6,1
Q3	8,1	12,2	-7,3	-1,8	-42,3	4,6	9,9	-12,6	1,6	-25,3	5,7	-2,0	9,0
Q4	8,6	11,2	-0,9	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,8	1,7	-65,9	5,6	2,1	7,0
2017 Aug.	8,2	11,7	-5,1	-1,3	-32,2	4,5	9,9	-12,4	1,5	-28,8	6,3	-5,9	8,7
Sep.	8,1	12,2	-7,3	-1,8	-42,3	4,6	9,9	-12,6	1,6	-25,3	5,7	-2,0	9,0
Okt.	8,4	12,2	-7,1	-1,1	-20,0	4,8	10,1	-12,9	1,8	-21,3	4,2	-1,5	7,3
Nov.	8,5	11,9	-5,7	-0,1	-4,9	4,4	9,4	-12,9	1,7	-17,5	6,2	1,1	7,6
Dec.	8,6	11,2	-0,9	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,8	1,7	-65,9	5,6	2,1	7,0
2018 Jan. ^(p)	8,5	10,8	-0,8	0,2	48,5	4,1	8,6	-12,6	1,7	-37,1	7,6	4,2	5,9

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

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

3) Vrátane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

4) Sektor verejnej správy bez ústrednej štátnej správy.

5 Peňažné a úverové agregáty

5.3 Pohľadávky voči rezidentom eurozóny¹⁾

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

	Pohľadávky voči verejnej správe			Pohľadávky voči ostatným rezidentom eurozóny								Dlhové cenné papiere	Majetkové účasti a akcie/ podielové listy investičných fondov nepeňažného trhu
	Spolu	Úvery	Dlhové cenné papiere	Spolu	Úvery								
					Spolu	nefinančným korporáciám ³⁾	domácnostiam ⁴⁾	finančným korporáciám iným ako PFI a PKPF ³⁾	poistovacím korporáciám a penzijným fondom (PKPF)				
										očistené úvery ²⁾			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Stav													
2015	3 901,3	1 113,5	2 785,4	12 599,8	10 509,6	10 805,0	4 290,2	5 308,7	787,1	123,8	1 307,8	782,4	
2016	4 393,6	1 083,3	3 297,1	12 840,2	10 670,8	10 978,6	4 313,6	5 409,8	834,6	112,7	1 385,4	784,0	
2017	4 631,1	1 032,5	3 584,7	13 114,3	10 872,9	11 170,0	4 325,0	5 597,9	841,1	108,8	1 439,9	801,5	
2017 Q1	4 434,5	1 071,6	3 348,8	12 968,5	10 752,7	11 046,5	4 332,8	5 456,8	850,3	112,9	1 423,2	792,6	
Q2	4 463,9	1 064,5	3 385,2	12 966,1	10 731,8	11 049,2	4 301,9	5 485,1	832,1	112,7	1 437,8	796,5	
Q3	4 548,3	1 050,5	3 483,7	13 018,5	10 785,6	11 103,7	4 306,3	5 522,6	844,7	111,9	1 438,8	794,1	
Q4	4 631,1	1 032,5	3 584,7	13 114,3	10 872,9	11 170,0	4 325,0	5 597,9	841,1	108,8	1 439,9	801,5	
2017 Aug.	4 541,5	1 057,1	3 470,0	12 993,7	10 762,9	11 085,5	4 306,1	5 506,8	835,3	114,7	1 440,5	790,4	
Sep.	4 548,3	1 050,5	3 483,7	13 018,5	10 785,6	11 103,7	4 306,3	5 522,6	844,7	111,9	1 438,8	794,1	
Okt.	4 559,0	1 044,7	3 500,5	13 063,2	10 830,3	11 147,3	4 331,9	5 534,6	851,6	112,1	1 432,6	800,4	
Nov.	4 581,9	1 041,6	3 526,4	13 091,1	10 858,4	11 170,0	4 344,6	5 550,7	848,1	115,0	1 426,9	805,8	
Dec.	4 631,1	1 032,5	3 584,7	13 114,3	10 872,9	11 170,0	4 325,0	5 597,9	841,1	108,8	1 439,9	801,5	
2018 Jan. ^(p)	4 596,9	1 030,7	3 552,0	13 183,6	10 930,9	11 226,8	4 352,6	5 604,1	861,6	112,6	1 450,1	802,6	
Transakcie													
2015	295,3	-21,0	316,0	82,9	55,9	76,0	-15,0	98,5	-22,0	-5,7	25,6	1,5	
2016	488,3	-34,6	522,8	316,5	233,7	258,3	81,6	119,6	43,6	-11,1	78,8	4,1	
2017	290,1	-43,4	332,9	367,0	278,1	316,1	80,0	179,6	22,1	-3,6	64,0	25,0	
2017 Q1	77,4	-11,1	88,0	143,3	96,4	86,4	26,4	49,2	20,6	0,2	36,7	10,1	
Q2	34,6	-5,2	39,8	58,5	27,2	49,6	0,1	37,6	-10,5	0,0	19,4	12,0	
Q3	88,7	-10,8	99,6	77,1	78,8	86,8	22,1	42,6	14,8	-0,7	2,1	-3,8	
Q4	89,4	-16,3	105,5	88,1	75,7	93,4	31,3	50,2	-2,8	-3,0	5,8	6,7	
2017 Aug.	39,3	-1,3	40,5	17,7	33,3	22,4	4,6	23,5	4,6	0,6	-14,4	-1,2	
Sep.	16,6	-3,5	20,4	25,4	27,4	27,3	5,9	17,5	6,7	-2,8	-1,5	-0,5	
Okt.	4,2	-5,7	9,9	38,3	44,4	44,8	26,2	12,6	5,3	0,2	-8,8	2,7	
Nov.	20,8	-1,4	22,2	43,9	35,5	32,9	16,0	18,4	-1,8	2,9	0,3	8,1	
Dec.	64,4	-9,1	73,4	6,0	-4,2	15,7	-10,9	19,1	-6,2	-6,2	14,2	-4,1	
2018 Jan. ^(p)	-30,0	-1,0	-29,3	77,8	66,9	65,5	32,4	7,5	23,2	3,9	11,1	-0,3	
Miera rastu													
2015	8,2	-1,8	12,8	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,7	-4,4	2,0	0,2	
2016	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-9,0	6,0	0,5	
2017	6,7	-4,0	10,2	2,9	2,6	2,9	1,9	3,3	2,7	-3,2	4,6	3,2	
2017 Q1	10,9	-4,2	16,8	3,1	2,4	2,7	1,7	2,5	4,8	3,6	8,2	4,7	
Q2	8,2	-3,8	12,6	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,7	8,4	7,2	6,4	
Q3	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,5	2,7	1,5	3,1	3,6	2,0	5,6	2,6	
Q4	6,7	-4,0	10,2	2,9	2,6	2,9	1,9	3,3	2,7	-3,2	4,6	3,2	
2017 Aug.	8,4	-3,9	12,9	2,8	2,4	2,6	1,4	3,1	3,5	4,0	6,0	2,6	
Sep.	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,5	2,7	1,5	3,1	3,6	2,0	5,6	2,6	
Okt.	7,4	-4,2	11,5	2,8	2,6	2,8	1,7	3,2	3,6	-1,6	4,4	2,8	
Nov.	6,8	-3,8	10,5	2,8	2,6	2,9	1,8	3,2	3,2	0,1	3,9	4,4	
Dec.	6,7	-4,0	10,2	2,9	2,6	2,9	1,9	3,3	2,7	-3,2	4,6	3,2	
2018 Jan. ^(p)	5,4	-4,4	8,7	3,1	3,0	3,3	2,2	3,2	5,5	-1,0	4,5	2,5	

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 vyplývajúcich z fiktívneho cash pooling poskytnutého PFI.

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

4) Vrátane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

5 Peňažné a úverové agregáty

5.4 Úvery PFI nefinančným korporáciám a domácnostiam eurozóny¹⁾

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

	Nefinančné korporácie ²⁾					Domácnosti ³⁾				
	Spolu		do 1 roka	nad 1 rok a do 5 rokov	nad 5 rokov	Spolu		Spotrebiteľ- ské úvery	Úvery na bývanie	Ostatné úvery
	1	očistené úvery ⁴⁾				6	očistené úvery ⁴⁾			
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Stav										
2015	4 290,2	4 272,8	1 043,1	761,8	2 485,2	5 308,7	5 641,5	595,4	3 949,4	763,9
2016	4 313,6	4 313,1	1 002,2	797,7	2 513,6	5 409,8	5 726,5	615,3	4 046,2	748,4
2017	4 325,0	4 365,0	979,3	819,0	2 526,7	5 597,9	5 865,6	650,2	4 222,1	725,6
2017 Q1	4 332,8	4 333,9	1 006,0	802,5	2 524,3	5 456,8	5 767,9	626,6	4 085,7	744,5
Q2	4 301,9	4 316,1	990,8	798,6	2 512,5	5 485,1	5 797,7	635,0	4 112,9	737,1
Q3	4 306,3	4 327,6	978,2	812,4	2 515,8	5 522,6	5 827,3	644,4	4 148,7	729,5
Q4	4 325,0	4 365,0	979,3	819,0	2 526,7	5 597,9	5 865,6	650,2	4 222,1	725,6
2017 Aug.	4 306,1	4 327,9	982,7	804,8	2 518,6	5 506,8	5 818,9	642,6	4 132,0	732,2
Sep.	4 306,3	4 327,6	978,2	812,4	2 515,8	5 522,6	5 827,3	644,4	4 148,7	729,5
Okt.	4 331,9	4 352,6	992,4	816,9	2 522,7	5 534,6	5 840,4	647,4	4 156,5	730,7
Nov.	4 344,6	4 365,8	987,9	822,7	2 534,0	5 550,7	5 853,1	652,0	4 167,2	731,5
Dec.	4 325,0	4 365,0	979,3	819,0	2 526,7	5 597,9	5 865,6	650,2	4 222,1	725,6
2018 Jan. ^(p)	4 352,6	4 386,4	997,0	823,7	2 531,9	5 604,1	5 879,7	655,8	4 222,9	725,3
Transakcie										
2015	-15,0	22,8	-62,1	31,9	15,2	98,5	76,9	21,8	80,2	-3,5
2016	81,6	98,8	-17,3	44,2	54,7	119,6	114,4	23,6	105,2	-9,2
2017	80,0	131,7	3,2	34,8	41,9	179,6	166,3	43,7	140,1	-4,1
2017 Q1	26,4	31,4	6,2	6,3	14,0	49,2	43,5	11,2	38,9	-0,8
Q2	0,1	11,3	-1,8	2,3	-0,4	37,6	40,2	10,3	27,9	-0,6
Q3	22,1	34,6	-6,3	17,1	11,4	42,6	34,8	10,7	36,6	-4,7
Q4	31,3	54,4	5,2	9,2	17,0	50,2	47,8	11,5	36,7	1,9
2017 Aug.	4,6	5,3	-1,8	3,3	3,2	23,5	12,0	3,5	20,4	-0,3
Sep.	5,9	8,9	-3,3	8,1	1,2	17,5	10,1	2,4	16,9	-1,7
Okt.	26,2	26,9	14,0	4,7	7,4	12,6	14,0	3,4	7,6	1,6
Nov.	16,0	17,6	-2,5	6,8	11,7	18,4	16,6	5,8	11,4	1,1
Dec.	-10,9	9,9	-6,4	-2,4	-2,1	19,1	17,2	2,3	17,6	-0,8
2018 Jan. ^(p)	32,4	24,4	19,9	6,0	6,6	7,5	17,0	5,7	1,4	0,4
Miera rastu										
2015	-0,3	0,5	-5,6	4,4	0,6	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,7	5,8	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,2
2017	1,9	3,1	0,3	4,4	1,7	3,3	2,9	7,1	3,5	-0,6
2017 Q1	1,7	2,4	-2,7	4,9	2,6	2,5	2,4	4,5	2,9	-1,2
Q2	1,2	2,0	-2,5	3,8	2,0	3,0	2,6	6,0	3,3	-1,1
Q3	1,5	2,5	-1,2	4,2	1,7	3,1	2,7	6,8	3,4	-1,3
Q4	1,9	3,1	0,3	4,4	1,7	3,3	2,9	7,1	3,5	-0,6
2017 Aug.	1,4	2,4	-1,8	3,8	1,9	3,1	2,7	6,7	3,3	-1,3
Sep.	1,5	2,5	-1,2	4,2	1,7	3,1	2,7	6,8	3,4	-1,3
Okt.	1,7	2,9	-0,7	4,6	1,9	3,2	2,7	6,7	3,4	-0,9
Nov.	1,8	3,1	-1,0	4,7	2,0	3,2	2,8	7,2	3,3	-0,8
Dec.	1,9	3,1	0,3	4,4	1,7	3,3	2,9	7,1	3,5	-0,6
2018 Jan. ^(p)	2,2	3,4	1,1	4,9	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,6

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 pooling poskytovaného PFI.

5 Peňažné a úverové agregáty

5.5 Protipoložky M3 iné ako pohľadávky voči rezidentom eurozóny¹⁾

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

	Pasíva PFI						Aktíva PFI			
	V držbe ústrednej štátnej správy ²⁾	Dlhodobejšie finančné záväzky voči rezidentom eurozóny					Čisté zahra- ničné aktíva	Ostatné		
		Spolu	Vklady s dohodnutou splatnosťou nad 2 roky	Vklady s výpovednou lehotou nad 3 mesiace	Dlhové cen- né papiere so splatnosťou nad 2 roky	Kapitál a rezervy		Spolu		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Stav										
2015	284,7	6 999,1	2 119,4	80,0	2 255,8	2 543,9	1 350,6	284,5	205,9	135,6
2016	314,2	6 920,0	2 054,1	70,9	2 146,7	2 648,4	1 136,9	261,9	205,9	121,6
2017	356,2	6 748,1	1 968,7	59,7	2 016,1	2 703,6	933,1	289,6	143,9	93,6
2017 Q1	308,2	6 881,6	2 031,7	69,3	2 106,5	2 674,2	1 103,9	254,9	183,1	111,8
Q2	305,7	6 767,1	2 002,0	66,8	2 066,4	2 631,9	1 031,3	247,7	154,2	109,7
Q3	365,3	6 701,0	1 977,0	61,5	2 016,2	2 646,3	1 023,9	263,0	140,6	85,4
Q4	356,2	6 748,1	1 968,7	59,7	2 016,1	2 703,6	933,1	289,6	143,9	93,6
2017 Aug.	348,5	6 727,5	1 982,2	62,5	2 036,3	2 646,5	1 030,6	251,2	124,4	69,0
Sep.	365,3	6 701,0	1 977,0	61,5	2 016,2	2 646,3	1 023,9	263,0	140,6	85,4
Okt.	341,8	6 689,9	1 952,8	60,8	2 012,7	2 663,5	965,6	243,5	158,3	109,5
Nov.	308,9	6 666,4	1 934,5	60,1	2 016,2	2 655,6	951,8	209,3	167,6	132,7
Dec.	356,2	6 748,1	1 968,7	59,7	2 016,1	2 703,6	933,1	289,6	143,9	93,6
2018 Jan. ^(p)	316,2	6 729,8	1 957,7	60,4	2 019,5	2 692,2	817,4	353,3	132,3	85,8
Transakcie										
2015	8,9	-216,1	-106,3	-13,5	-215,4	119,0	-86,0	-13,3	21,4	-4,0
2016	26,7	-114,4	-70,2	-9,1	-110,4	75,4	-276,2	-76,8	12,8	-12,0
2017	45,6	-72,5	-78,0	-8,7	-71,8	86,0	-103,1	-62,6	-60,8	-27,3
2017 Q1	-7,5	-11,9	-16,3	-1,5	-27,3	33,3	-33,6	-28,2	-21,6	-9,1
Q2	-2,6	-8,1	-22,1	-2,4	-3,2	19,6	-13,7	3,1	-28,9	-2,1
Q3	64,9	-20,3	-22,1	-2,9	-30,0	34,6	23,0	19,0	-13,6	-24,3
Q4	-9,2	-32,2	-17,5	-1,8	-11,3	-1,6	-78,8	-56,5	3,3	8,2
2017 Aug.	23,6	-2,9	-7,8	-0,8	-9,2	14,9	-12,1	47,2	-3,7	-7,5
Sep.	22,3	-12,6	-5,4	-1,0	-22,0	15,9	5,1	10,3	16,2	16,5
Okt.	-23,3	-28,3	-25,1	-0,7	-9,5	6,9	-66,5	-19,8	17,7	24,1
Nov.	-33,0	-3,4	2,3	-0,7	-7,2	2,2	0,0	-33,8	9,3	23,2
Dec.	47,2	-0,5	5,2	-0,5	5,5	-10,6	-12,4	-2,8	-23,7	-39,1
2018 Jan. ^(p)	-39,8	10,5	-9,1	-0,7	17,2	3,0	-29,4	6,3	-11,6	-7,8
Miera rastu										
2015	3,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,8	4,8	-	-	11,6	-2,9
2016	9,4	-1,6	-3,3	-11,5	-4,9	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	14,4	-1,1	-3,8	-12,4	-3,4	3,3	-	-	-29,6	-22,6
2017 Q1	-4,3	-1,1	-3,9	-10,1	-4,5	4,4	-	-	-20,8	-25,3
Q2	-7,7	-1,1	-3,9	-10,9	-3,7	3,6	-	-	-30,7	-22,6
Q3	22,0	-0,7	-3,9	-12,5	-3,4	4,3	-	-	-31,2	-33,4
Q4	14,4	-1,1	-3,8	-12,4	-3,4	3,3	-	-	-29,6	-22,6
2017 Aug.	9,0	-0,8	-4,1	-11,8	-2,9	3,9	-	-	-38,2	-48,0
Sep.	22,0	-0,7	-3,9	-12,5	-3,4	4,3	-	-	-31,2	-33,4
Okt.	8,6	-1,3	-5,0	-12,6	-3,7	3,9	-	-	-17,4	-17,6
Nov.	4,0	-1,2	-4,4	-12,7	-3,8	3,6	-	-	-13,1	10,0
Dec.	14,4	-1,1	-3,8	-12,4	-3,4	3,3	-	-	-29,6	-22,6
2018 Jan. ^(p)	5,0	-0,8	-3,8	-12,4	-2,4	3,3	-	-	-25,0	-19,3

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	-0,1	0,1
2015	-2,1	-2,0	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,5	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2016 Q4	-1,5	.	.	.	.	0,6
2017 Q1	-1,3	.	.	.	.	0,8
Q2	-1,2	.	.	.	.	0,9
Q3	-0,9	.	.	.	.	1,1

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

6.2 Príjmy a výdavky

(v % HDP; toky počas obdobia 1 roka)

	Príjmy						Výdavky						
	Spolu	Bežné príjmy				Kapitálové príjmy	Spolu	Bežné výdavky					Kapitálové výdavky
			Priame dane	Nepriame dane	Čisté sociálne príspevky				Kompenzácie zamestnancov	Medzi-spotreba	Úroky	Sociálne benefity	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	46,7	46,2	12,6	13,0	15,5	0,5	49,8	45,6	10,4	5,3	2,8	23,0	4,2
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,6	23,0	3,9
2015	46,2	45,7	12,5	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,1	5,2	2,4	22,7	3,9
2016	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,5	47,6	44,1	10,0	5,2	2,2	22,7	3,5
2016 Q4	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,4	47,6	44,1	10,0	5,2	2,2	22,7	3,5
2017 Q1	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,5	47,4	43,9	9,9	5,1	2,2	22,7	3,5
Q2	46,1	45,7	12,7	13,0	15,3	0,4	47,4	43,8	9,9	5,1	2,1	22,7	3,5
Q3	46,1	45,7	12,8	12,9	15,3	0,4	47,1	43,5	9,9	5,1	2,0	22,6	3,6

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

6.3 Pomer štátneho dlhu k HDP

(v % HDP; stav ku koncu obdobia)

	Spolu	Finančný nástroj			Držiteľ			Pôvodná splatnosť		Zostávajúca splatnosť			Mena	
		Obeživo a vklady	Úvery	Dlhové cenné papiere	Tuzemskí veritelia	Ostatní veritelia	do 1 roka	nad 1 rok	do 1 roka	nad 1 a do 5 rokov	nad 5 rokov	Euro alebo zúčastnené meny	Ostatné meny	
	PFI													
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2013	91,3	2,6	17,5	71,2	45,4	26,4	45,9	10,4	81,0	19,4	32,1	39,9	89,3	2,1
2014	91,8	2,7	17,1	72,0	44,1	25,8	47,7	10,0	81,9	18,8	31,8	41,2	89,7	2,1
2015	89,9	2,8	16,1	71,0	44,3	27,3	45,6	9,3	80,7	17,6	31,2	41,1	87,9	2,1
2016	88,9	2,7	15,4	70,8	46,2	30,7	42,7	8,9	80,0	17,1	29,8	41,9	86,9	2,1
2016 Q4	88,9	2,7	15,4	70,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 Q1	89,2	2,6	15,1	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	89,0	2,7	14,8	71,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88,1	2,8	14,6	70,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiškálny vývoj

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

(v % HDP; toky počas obdobia 1 roka)

	Zmena pomeru dlhu k HDP ²⁾	Primárny deficit (+)/ prebytok (-)	Úprava deficitu a dlhu								Diferenciál úrokovej miery a rastu	Informatívna položka: požiadavky na pôžičky
			Spolu	Transakcie hlavných finančných aktív					Vplyv precenenia a ostatné zmeny objemu	Ostatné faktory		
				Spolu	Obeživo a vklady	Úvery	Dlhové cenné papiere	Majetok a podiely v investičných fondoch				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	1,9	0,2	-0,3	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,3	1,9	2,6
2014	0,5	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,6	2,4
2015	-1,9	-0,3	-0,9	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,8	1,3
2016	-1,0	-0,6	-0,3	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,6
2016 Q4	-1,0	-0,6	-0,3	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,6
2017 Q1	-1,7	-0,8	-0,5	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,2	-0,3	-0,2	-0,3	1,0
Q2	-1,7	-0,9	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,8
Q3	-1,6	-1,1	0,2	0,7	0,8	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,4	-0,6	1,2

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

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

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

6.5 Štátne dlhové cenné papiere¹⁾

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

	Dlhová služba splatná v rámci 1 roka ²⁾					Priemerná zostatková splatnosť v rokoch ³⁾	Priemerný nominálny výnos ⁴⁾						
	Spolu	Istina		Úrok			Stav					Transakcie	
		splatnosť do 3 mesiacov	4	splatnosť do 3 mesiacov	5		Spolu	Pohyblivá sadzba	Nulový kupón	Fixná sadzba		Emisia	Odkúpenie
										splatnosť do 1 roka	11		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017	13,3	11,6	4,3	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2016 Q4	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017 Q1	14,3	12,6	4,3	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1
Q2	14,3	12,6	4,4	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2
Q3	13,4	11,7	3,9	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1
2017 Aug.	13,7	12,0	4,3	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,2
Sep.	13,4	11,7	3,9	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1
Okt.	13,3	11,6	3,8	1,7	0,4	7,2	2,5	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,2	1,2
Nov.	13,3	11,6	4,0	1,7	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,2	1,2
Dec.	13,3	11,6	4,3	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018 Jan.	13,1	11,4	4,3	1,7	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,4	1,2

Zdroj: ECB.

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

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

3) Zostatková splatnosť ku koncu obdobia.

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

6 Fiškálny vývoj

6.6 Fiškálny vývoj v krajinách eurozóny

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

	Belgicko 1	Nemecko 2	Estónsko 3	Írsko 4	Grécko 5	Španielsko 6	Francúzsko 7	Taliano 8	Cyprus 9
Deficit (-)/prebytok (+) verejnej správy									
2013	-3,1	-0,1	-0,2	-6,1	-13,2	-7,0	-4,1	-2,9	-5,1
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-8,8
2015	-2,5	0,6	0,1	-1,9	-5,7	-5,3	-3,6	-2,6	-1,2
2016	-2,5	0,8	-0,3	-0,7	0,5	-4,5	-3,4	-2,5	0,5
2016 Q4	-2,5	0,8	-0,3	-0,7	0,5	-4,5	-3,4	-2,5	0,5
2017 Q1	-2,0	1,0	-0,5	-0,5	1,0	-4,2	-3,4	-2,4	0,5
Q2	-1,5	0,9	-0,7	-0,6	1,0	-3,6	-3,2	-2,4	0,9
Q3	-1,1	1,4	-0,7	-0,5	1,2	-3,1	-3,1	-2,3	1,9
Dlh verejnej správy									
2013	105,5	77,4	10,2	119,4	177,4	95,5	92,4	129,0	102,6
2014	106,8	74,6	10,7	104,5	179,0	100,4	95,0	131,8	107,5
2015	106,0	70,9	10,0	76,9	176,8	99,4	95,8	131,5	107,5
2016	105,7	68,1	9,4	72,8	180,8	99,0	96,5	132,0	107,1
2016 Q4	105,7	68,1	9,4	72,8	180,8	99,0	96,5	132,0	107,1
2017 Q1	107,4	66,5	9,2	74,5	177,7	100,0	98,8	134,0	106,2
Q2	106,1	65,9	8,9	74,0	176,1	99,8	99,3	134,7	106,1
Q3	107,0	65,1	8,9	72,1	177,4	98,7	98,4	134,1	103,2

	Lotyšsko 10	Litva 11	Luxembursko 12	Malta 13	Holandsko 14	Rakúsko 15	Portugalsko 16	Slovinsko 17	Slovensko 18	Fínsko 19
Deficit (-)/prebytok (+) verejnej správy										
2013	-1,0	-2,6	1,0	-2,4	-2,4	-2,0	-4,8	-14,7	-2,7	-2,6
2014	-1,2	-0,6	1,3	-1,8	-2,3	-2,7	-7,2	-5,3	-2,7	-3,2
2015	-1,2	-0,2	1,4	-1,1	-2,1	-1,0	-4,4	-2,9	-2,7	-2,7
2016	0,0	0,3	1,6	1,1	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2016 Q4	0,0	0,3	1,6	1,1	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2017 Q1	0,0	0,7	0,7	2,2	1,0	-1,2	-1,6	-1,4	-2,0	-1,4
Q2	0,4	0,8	0,7	2,1	1,1	-1,3	-1,3	-1,2	-1,6	-0,7
Q3	0,5	1,0	0,9	3,3	1,2	-1,2	-0,1	-0,8	-1,6	-0,8

2013	39,0	38,8	23,7	68,4	67,8	81,0	129,0	70,4	54,7	56,5
2014	40,9	40,5	22,7	63,8	68,0	83,8	130,6	80,3	53,5	60,2
2015	36,9	42,6	22,0	60,3	64,6	84,3	128,8	82,6	52,3	63,6
2016	40,6	40,1	20,8	57,6	61,8	83,6	130,1	78,5	51,8	63,1
2016 Q4	40,5	40,1	20,8	57,7	61,8	83,6	130,1	78,5	51,8	63,1
2017 Q1	39,4	39,2	23,9	58,2	59,6	81,7	130,5	80,2	53,3	62,7
Q2	40,0	41,7	23,4	56,5	58,7	81,3	132,1	79,8	51,7	61,7
Q3	38,3	39,4	23,4	54,9	57,0	80,4	130,8	78,4	51,3	60,4

Zdroj: Eurostat.

© Európska centrálna banka 2018

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

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

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

Redakčná uzávierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 7. marca 2018.

ISSN

2363-3549

Katalógové číslo

QB-BP-18-002-SK-N