



EURÓPSKA CENTRÁLNÁ BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 8/2019



Obsah

Hospodársky a menový vývoj	2
Prehľad	2
1 Vonkajšie prostredie	6
2 Finančný vývoj	14
3 Hospodárska aktivita	19
4 Ceny a náklady	23
5 Peňažná zásoba a úvery	28
6 Fiškálny vývoj	34
Boxy 37	
1 Vplyv zvyšovania ciel v prostredí globálnych hodnotových reťazcov	37
2 Reakcia trhu na zavedenie systému dvojúrovňového úročenia nadbytočnej likvidity	43
3 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 31. júla do 29. októbra 2019	47
4 Ukazovatele podmienok na trhu práce v eurozóne	53
5 Aktuálny vývoj príspevkov na sociálne zabezpečenie a minimálnej mzdy v eurozóne	57
6 Exportné aktivity malých a stredných podnikov v eurozóne: výsledky prieskumu o prístupe k financovaniu podnikov v eurozóne	61
7 Preskúmanie návrhov rozpočtových plánov na rok 2020 – niektoré dôsledky pre reformu fiškálneho riadenia	66
Štatistika	70

Hospodársky a menový vývoj

Prehľad

Rada guvernérov sa na menovopolitickom zasadaní 12. decembra na základe hodnotenia výhľadu hospodárskeho a inflačného vývoja v eurozóne a so zreteľom na najnovšie makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému rozhodla ponechať kľúčové úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni a opätovne potvrdiť svoje zámery v otázke sadzieb menovej politiky, čistého nákupu aktív a reinvestícií. Aktuálne informácie získané od predchádzajúceho zasadania Rady guvernérov koncom októbra poukazujú na naďalej tlmené inflačné tlaky a nízku dynamiku rastu v eurozóne, hoci možno pozorovať i určité počiatočné náznaky stabilizácie spomaľovania rastu a mierneho nárastu základnej inflácie v súlade s predchádzajúcimi očakávaniami. Odolnosť hospodárstva eurozóny sa naďalej opiera o pokračujúci rast zamestnanosti a miezd. Za týchto okolností a vzhľadom na tlmený výhľad inflačného vývoja Rada guvernérov opätovne zdôraznila potrebu naďalej vysoko akomodačného nastavenia menovej politiky počas dlhšieho obdobia na posilnenie základných inflačných tlakov a vývoja celkovej inflácie v strednodobom horizonte. Signalizácia budúceho nastavenia menovej politiky Rady guvernérov zároveň zabezpečuje, že finančné podmienky sa vyvíjajú v súlade so zmenami výhľadu vývoja inflácie. Rada guvernérov je v každom prípade naďalej pripravená podľa potreby upraviť všetky svoje nástroje, aby zabezpečila trvalý vývoj inflácie smerom k svojim inflačným cieľom, v súlade so svojou snahou o symetriu.

Hodnotenie hospodárskej a menovej situácie v čase zasadania Rady guvernérov 12. decembra 2019

Rast svetového reálneho HDP (bez eurozóny) sa v prvej polovici roka 2019 oslabil, no ku koncu roka sa začali objavovať známky stabilizácie. Slabá dynamika rastu sa vyznačovala spomaľujúcim sa rastom priemyselnej i investičnej aktivity, znásobeným rastúcou strategickou a politickou neistotou, predovšetkým vzhľadom na eskaláciu obchodného napätia a vývoj v spojitosti s brexitom. Aktuálne informácie však poukazujú na stabilizáciu svetového rastu, ktorú potvrdzujú aj výsledky prieskumov. Predovšetkým indexy nákupných manažérov (Purchasing Managers' Indices – PMI) poukazujú na mierne oživenie rastu priemyselnej produkcie a určité zmiernenie rastu produkcie sektora služieb. Čo sa týka ďalšieho vývoja, oživenie svetovej hospodárskej aktivity má byť podľa projekcií len plytké, odrážajúc zmiernenie rastu vo vyspelých ekonomikách a nevýrazné oživenie v niektorých rozvíjajúcich sa ekonomikách. Svetový obchod tento rok zaznamenal útlm a v strednodobom horizonte má podľa projekcií rásť pomalším tempom ako svetová hospodárska aktivita. Svetové inflačné tlaky zostali nevýrazné a bilancia rizík ohrozujúcich svetovú hospodársku aktivitu je naďalej naklonená na stranu pomalšieho rastu, hoci riziká sú o niečo menej výrazné.

Od septembrového zasadania Rady guvernérov došlo k nárastu dlhodobých bezrizikových sadzieb v eurozóne a forwardová krivka jednodňovej úrokovej sadzby EONIA sa posunula nahor, pričom trhy v súčasnosti neočakávajú žiadne ďalšie znižovanie sadzby jednodňových sterilizačných operácií. V súlade so zlepšením globálneho rizikového sentimentu došlo k zvýšeniu cien akcií v eurozóne a zúženiu spreadov podnikových dlhopisov. Zvýšenie bezrizikových mier sa do značnej miery odráža aj vo výnosoch dlhodobých štátnych dlhopisov krajín eurozóny. Na devízových trhoch zostalo euro v obchodne váženom vyjadrení celkovo stabilné.

Medzikvartálny rast reálneho HDP eurozóny za tretí štvrtrok 2019 bol potvrdený na úrovni 0,2 %, rovnako ako v predchádzajúcom štvrtroku. Naďalej slabý vývoj medzinárodného obchodu v prostredí pretrvávajúcej globálnej neistoty naďalej nepriaznivo vplyva na priemyselný sektor eurozóny a tlmí investičný rast. Napriek stále celkovo slabým aktuálnym hospodárskym údajom a výsledkom prieskumov je však zároveň možné pozorovať i určité známky stabilizácie spomaľovania hospodárskeho rastu v eurozóne. Sektor služieb a sektor stavebníctva napriek miernemu spomaleniu v druhej polovici roka 2019 zostávajú odolné. V ďalšom priebehu bude expanzia eurozóny naďalej ťažiť z priaznivých podmienok financovania, ďalšieho rastu zamestnanosti a miezd, mierne expanzívnej rozpočtovej politiky v eurozóne ako aj pokračujúceho, i keď o niečo pomalšieho rastu svetovej hospodárskej aktivity.

Toto hodnotenie sa celkovo odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému pre eurozónu z decembra 2019. Podľa nich by sa mal ročný reálny HDP zvýšiť o 1,2 % v roku 2019, o 1,1 % v roku 2020 a o 1,4 % v rokoch 2021 a 2022. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2019 bol výhľad rastu reálneho HDP na rok 2020 upravený mierne nadol. Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu v eurozóne, spojené s geopolitickými faktormi, rastúcim protekcionizmom a zraniteľnosťou rozvíjajúcich sa trhových ekonomík, zostávajú na strane pomalšieho rastu, hoci sú o niečo menej výrazné.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu sa ročná inflácia HICP eurozóny v novembri 2019 zvýšila z októbrových 0,7 % na 1,0 %, najmä vzhľadom na vyššiu infláciu cien služieb a potravín. Na základe súčasných cien ropných futures je pravdepodobné, že celková inflácia v najbližších mesiacoch mierne vzrastie. Ukazovatele inflačných očakávaní sú na nízkej úrovni. Ukazovatele základnej inflácie zostávajú vo všeobecnosti tlmené, hoci existujú určité náznaky mierneho zvýšenia v súlade s predchádzajúcimi očakávaniami. Hoci vzhľadom na väčší nedostatok pracovných síl došlo k zvýšeniu tlakov na rast mzdových nákladov, slabšie tempo hospodárskeho rastu ich premietanie do inflácie spomaľuje. V strednodobom horizonte sa očakáva rast inflácie, ku ktorému budú prispievať menovopolitické opatrenia Rady guvernérov, pokračujúca hospodárska expanzia a stabilný rast miezd.

Tento vývoj sa celkovo odráža aj v decembrových makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému pre eurozónu, podľa ktorých by mala ročná miera inflácie HICP dosiahnuť 1,2 % v roku 2019, 1,1 % v roku 2020, 1,4 % v roku 2021 a 1,6 % v roku 2022. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2019 bol výhľad vývoja inflácie HICP na rok 2020

upravený mierne nahor a na rok 2021 mierne nadol, najmä vzhľadom na očakávaný budúci vývoj cien energií. Ročná inflácia HICP bez energií a potravín by mala podľa očakávaní dosiahnuť 1,0 % v roku 2019, 1,3 % v roku 2020, 1,4 % v roku 2021 a 1,6 % v roku 2022.

Ročný rast menového agregátu M3 bol v októbri 2019 naďalej výrazný, zatiaľ čo poskytovanie úverov súkromnému sektoru pokračovalo v postupnom raste.

Miera rastu menového agregátu M3 v októbri 2019 dosiahla 5,6% (rovnako ako v predchádzajúcom mesiaci). Stabilné tempo rastu menového agregátu M3 je odrazom pokračujúcej tvorby bankových úverov pre súkromný sektor a nízkych oportunitných nákladov držby M3. Priaznivé podmienky bankového financovania a podmienky poskytovania bankových úverov zároveň naďalej podporovali tok úverov a tým aj hospodársky rast. Ročná miera rastu úverov nefinančným spoločnostiam sa v októbri 2019 zvýšila zo septembrových 3,6 % na 3,8 %. Akomodačné nastavenie menovej politiky Rady guvernérov pomôže zachovať veľmi priaznivé podmienky poskytovania bankových úverov a bude naďalej podporovať prístup k financiam pre všetky hospodárske sektory, a predovšetkým pre malé a stredné podniky.

Celková fiškálna pozícia eurozóny by mala v roku 2020 podľa projekcií zostať mierne expanzívna a mala by tak podporovať hospodársku aktivitu.

V roku 2021 má rozpočtová politika podľa očakávaní zostať expanzívna a v roku 2022 sa má stabilizovať, najmä v dôsledku klesajúceho, no stále kladného primárneho salda. Vzhľadom na zhoršujúci sa výhľad hospodárskeho vývoja by mali byť vlády s rozpočtovým manévrovacím priestorom pripravené účinne a včas konať. Vlády krajín s vysokým dlhom verejnej správy musia uplatňovať obozretné politiky a plniť ciele štrukturálneho salda, čo vytvorí podmienky na voľné pôsobenie automatických stabilizátorov. Všetky krajiny by mali zintenzívniť svoje snahy o viac prorastovú štruktúru verejných financií.

Rozhodnutia o menovej politike

Na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy sa Rada guvernérov na menovopolitickom zasadnutí 12. decembra rozhodla ponechať kľúčové úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni a opätovne potvrdiť svoje zábery v otázke sadzieb menovej politiky, čistého nákupu aktív a reinvestícií:

- Po prvé, Rada guvernérov očakáva, že kľúčové úrokové sadzby ECB zostanú na súčasnej alebo nižšej úrovni, až kým nezaznamená, že sa výhľad vývoja inflácie počas horizontu jej projekcií výrazne približuje k úrovni dostatočnej blízkej, ale nižšej ako 2 %, a že sa tento vývoj inflácie konzistentne odráža v dynamike základnej inflácie.
- Po druhé, po opätovnom naštartovaní (1. novembra) čistého nákupu v rámci programu nákupu aktív ECB v objeme 20 mld. € za mesiac Rada guvernérov očakáva, že tento nákup bude prebiehať dovtedy, kým to bude potrebné na posilnenie akomodačného vplyvu kľúčových úrokových sadzieb ECB, a že sa skončí krátko predtým, ako tieto sadzby začne zvyšovať.

- Po tretie, Rada guvernérov má v úmysle pokračovať v reinvestovaní plnej výšky istiny zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív ešte po dlhšiu dobu od chvíle, keď začne zvyšovať kľúčové úrokové sadzby ECB, v každom prípade však dovtedy, kým to bude potrebné na zachovanie priaznivého stavu likvidity a výraznej miery menovej akomodácie.

Komplexný súbor menovopolitických opatrení, o ktorom Rada guvernérov rozhodla v septembri, predstavuje výraznú menovú stimuláciu, ktorá zabezpečuje priaznivé podmienky financovania pre všetky sektory hospodárstva. Predovšetkým priaznivejšie podmienky úverov domácnostiam a podnikových úverov podporujú spotrebné výdavky a podnikovú investičnú aktivitu. To podporí hospodársku expanziu eurozóny, ďalšie stupňovanie domácich cenových tlakov a tým aj jednoznačný vývoj inflácie smerom k strednodobému cieľu Rady guvernérov. Ďalší vývoj inflácie a pôsobenie menovopolitických opatrení na ekonomiku bude Rada guvernérov pozorne sledovať. Rada guvernérov je naďalej pripravená podľa potreby upraviť všetky svoje nástroje, aby zabezpečila trvalý vývoj inflácie smerom k svojmu inflačnému cieľu, v súlade so svojou snahou o symetriu.

Hoci sa rast globálneho reálneho HDP (bez eurozóny) v prvom polroku 2019 spomalil, najnovšie dostupné údaje poukazujú na jeho stabilizáciu v druhom polroku. Slabá dynamika rastu odrážala spomalenie rastu priemyselnej výroby a investícií. Nepriaznivý vývoj ešte zvýraznila narastajúca politická neistota a neistota v oblasti politik, ku ktorej prispievali pretrvávajúce napätie v obchodných vzťahoch a vývoj v súvislosti s brexitom. Najnovšie údaje však poukazujú na stabilizáciu globálneho rastu v treťom štvrtroku, čo potvrdzujú aj posledné údaje z prieskumov. Najmä indexy nákupných manažérov PMI poukazujú na mierne oživenie rastu priemyselnej výroby a mierne spomalenie rastu v sektore služieb. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, vzhľadom na nižšie tempo rastu vo vyspelých krajinách a pomalšie oživenie v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov by sa globálna hospodárska aktivita mala oživovať iba nevýrazným tempom. Objem globálneho obchodu sa v tomto roku znížil a v strednodobom horizonte sa očakáva, že tempo jeho rastu bude zaostávať za globálnou aktivitou. Globálne inflačné tlaky zostávajú nevýrazné, naďalej však pretrvávajú riziká spomalenia globálnej hospodárskej aktivity, aj keď v menšej miere než doteraz.

Globálna hospodárska aktivita a obchod

Hoci globálny rast (bez eurozóny) zaznamenal v prvej polovici tohto roka spomalenie, ku koncu roka sa začali objavovať signály jeho stabilizácie. Po dosiahnutí rekordne vysokého tempa v polovici roka 2018 sa globálny hospodársky rast začal v prvom polroku 2019 oslabovať a dosiahol najnižšiu dynamiku od čias svetovej finančnej krízy. Spomalenie sprevádzali slabé výsledky v oblasti globálnej výrobnjej aktivity a investícií, pričom situáciu ešte zhoršila narastajúca politická neistota v dôsledku pokračujúcej eskalácie napätia v obchodných vzťahoch¹ a vývoja v súvislosti s brexitom. Posledné údaje však poukazujú na stabilizáciu globálnej aktivity, aj keď na nízkych úrovniach. Rast reálneho HDP pokračoval v Spojených štátoch a v Japonsku a rast reálnej aktivity v Spojenom kráľovstve sa obnovil. Silný trh práce a spotrebiteľské výdavky a priaznivé podmienky financovania podporovali rast HDP v Spojených štátoch, zatiaľ čo v Japonsku bol rast HDP ťahaný najmä domácim dopytom. V Spojenom kráľovstve sa rast HDP obnovil na pozadí neočakávaného silného rastu čistého vývozu a výrazného rastu súkromnej spotreby. Údaje z tretieho štvrtroka v Číne potvrdili postupné spomalenie aktivity v dôsledku spomalenia investícií, zatiaľ čo rast v ostatných ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov sa stabilizoval.

Ukazovatele z prieskumov naznačujú, že stabilizácia globálnej aktivity pokračovala v štvrtom štvrtroku. Globálny kompozitný index nákupných manažérov (Purchasing Managers' Index – PMI) pre výrobu bez eurozóny sa v treťom štvrtroku nezmenil, čo naznačuje stabilizáciu globálnej aktivity. Aj dostupné údaje za október a november potvrdzujú stabilný, avšak tlmený rast globálneho HDP (bez eurozóny) v štvrtom štvrtroku. Na úrovni jednotlivých sektorov sa od júla a augusta

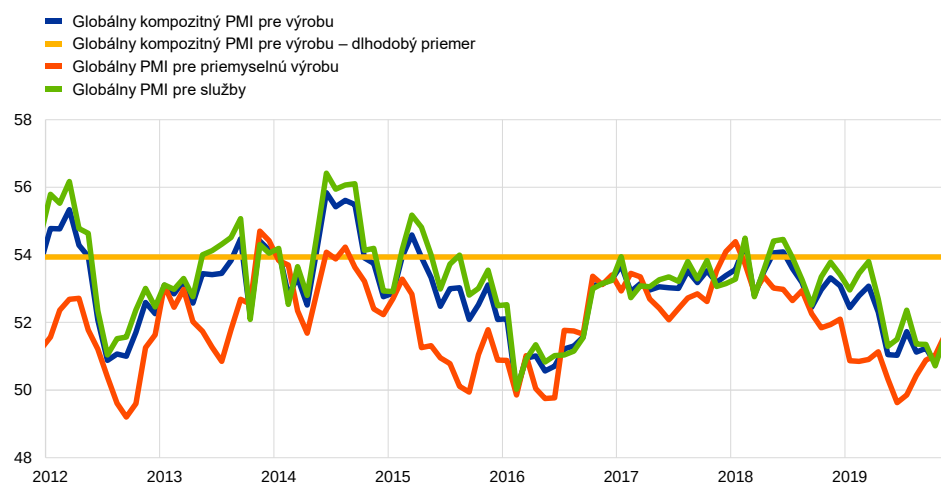
¹ Box 1 sa venuje analýze vplyvu obchodných cieľ na hospodársku aktivitu v kontexte globálnych hodnotových reťazcov.

priebežne zmenšoval rozdiel medzi globálnym indexom PMI pre priemyselnú výrobu a pre služby, čo naznačuje postupné oživenie rastu priemyselnej výroby a mierne spomalenie rastu v sektore služieb.

Graf 1

Globálny kompozitný index PMI pre výrobu (bez eurozóny)

(difúzný index)



Zdroj: Markit a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z novembra 2019. Dlhodobý priemer zahŕňa obdobie od januára 1999 do novembra 2019. Indexy v grafe sa vzťahujú na globálne agregáty bez eurozóny.

Globálne podmienky financovania sa ešte viac uvoľnili. Od zostavenia makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2019 sa podmienky financovania uvoľnili tak vo vyspelých ekonomikách, ako aj v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov. V prípade ekonomik rozvíjajúcich sa trhov boli hlavným dôvodom uvoľnenia podmienok financovania klesajúce výnosy dlhopisov a zužovanie spreadov. Vyspelé ekonomiky zasa ťažili z vyšších cien akcií (najmä v Spojených štátoch a v Spojenom kráľovstve) a zo zužovania korporátnych spreadov. K tomuto vývoju prispelo aj uvoľnenie napätia v obchodných vzťahoch, nižšia miera neistoty v súvislosti s brexitom a vyšší stupeň menovej akomodácie.

V ďalšom období sa očakáva iba nevýrazné zrýchlenie tempa globálneho rastu, čo zodpovedá pomalšiemu rastu vo vyspelých krajinách a v Číne, kompenzovanému miernym oživením v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov.

Vývoj globálneho rastu ovplyvňujú tri hlavné sily. Nepriaznivo naňho vplyva spomaľovanie cyklickej dynamiky vo väčšine vyspelých ekonomik a postupná transformácia Číny na ekonomiku s nižším rastom. Naopak pozitívny vplyv na oživenie globálneho rastu bude mať priaznivý bazický efekt v dôsledku stabilizácie aktivity v tých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov, ktoré zaznamenali (výraznú) recesiú. V porovnaní s makroekonomickými projekciami zo septembra 2019 bol výhľad globálneho hospodárskeho rastu v horizonte projekcií upravený smerom nadol, a to z dôvodu menej výrazného oživenia v niektorých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov, než sa pôvodne očakávalo, ako aj z dôvodu vnútroštátnej nestability v niektorých z týchto krajín (napr. Hongkong a Číle).

Hospodárska aktivita v Spojených štátoch by mala v najbližšom období zostať silná a v strednodobom horizonte by sa mala spomaľovať.

V treťom štvrťroku 2019 sa aktivita v porovnaní s druhým štvrťrokom takmer nezmenila a v medziročnom vyjadrení sa zvýšila o 2,1 %. K hlavným faktorom podporujúcim jej rast patrili priaznivé podmienky na trhu práce, odolné spotrebiteľské výdavky a priaznivé finančné podmienky. Naopak nepriaznivo sa na vývoji aktivity odrazil klesajúci objem investícií do nerezidenčných nehnuteľností. Príspevok čistého obchodu bol neutrálny, keďže dovoz aj vývoz zaznamenali nevýrazný rast. Ročná miera celkovej inflácie spotrebiteľských cien sa v októbri mierne zvýšila na 1,8 % z 1,7 % v predchádzajúcom mesiaci, a to hlavne v dôsledku rastúcich cien potravín a energií. Inflácia spotrebiteľských cien bez potravín a energií v októbri nepatrne klesla na úroveň 2,3 %. Tempo rastu by sa malo v strednodobom horizonte postupne vrátiť na úroveň potenciálneho rastu tesne pod 2 %, čo by odrážalo uzatváranie hospodárskeho cyklu a čoraz obmedzenejšie kapacity. Inflácia spotrebiteľských cien by mala zotrvať nad úrovňou 2 %.

Hospodárska aktivita v Číne sa naďalej postupne spomaľuje. V treťom štvrťroku 2019 sa ročné tempo rastu HDP spomalilo na 6,0 % zo 6,2 % v druhom štvrťroku, a to najmä z dôvodu menej priaznivého vývoja čistého obchodu. Investície sa prekvapivo oslabili a mali by zostať nízke, zatiaľ čo obchodný konflikt so Spojenými štátmi aj naďalej nepriaznivo ovplyvňoval obchod. Vzhľadom na slabší vývoz a nízke investície by sa mal rast v roku 2020 ešte viac spomaliť, avšak v rokoch 2021 a 2022 sa očakáva jeho mierne zrýchlenie v nadväznosti na prijaté politické opatrenia. Spomalenie hospodárskej aktivity celkovo odráža účinky predchádzajúcej snahy o zníženie pákového efektu s cieľom obmedziť finančné riziká, vládnych krokov na odklon od orientácie ekonomiky na investície a pretrvávajúceho napätia v obchodných vzťahoch so Spojenými štátmi. Zavedenie štrukturálnych reforiem by malo viesť k riadenej transformácii zameranej na nižší rast menej závislý od investícií a vývozu.

Hospodárska aktivita v Japonsku zostáva tlmená a v strednodobom horizonte sa očakáva jej mierny rast. Rast reálneho HDP v treťom štvrťroku 2019 medzištvrťročne dosiahol 0,4 %, v porovnaní s 0,5 % v predchádzajúcom štvrťroku. Silný domáci dopyt podporený investíciami firiem do súkromných nerezidenčných nehnuteľností a urýchlennými výdavkami pred 1. októbrom v súvislosti s plánovaným zvýšením DPH bol čiastočne kompenzovaný slabým vývozom a úpravou stavu zásob, ako aj určitou korekciou vzhľadom na relatívne dobré výsledky v druhom štvrťroku (čiastočne v dôsledku predĺžených sviatkov v rámci oslavy intronizácie nového cisára). Napriek očakávanému dočasnému oslabeniu rastu v nadväznosti na zvýšenie sadzby DPH a októbrové prírodné katastrofy by sa v Japonsku postupne mal obnoviť mierny rast hospodárskej aktivity, keďže krajina aj naďalej ťaží z výrazne akomodačnej menovej politiky, mimoriadne priaznivých podmienok na trhu práce a príprav na olympijské hry v Tokiu v roku 2020. Rast by mal v blízkej budúcnosti podporiť aj balík výrazných fiškálnych stimulov ohlásený japonskou vládou, ktorý však ešte musí schváliť japonský parlament. Tlmiaci účinok na tempo rastu by naopak mohol mať vrcholiaci hospodársky cyklus sprevádzaný čoraz väčšími obmedzeniami týkajúcimi sa pracovnej sily a kapacít.

Napriek miernemu oživeniu rastu reálneho HDP Spojeného kráľovstva v treťom štvrťroku zostáva jeho perspektíva tlmená, a to aj napriek zníženému riziku neriadeneho brexitu.

Po poklese v druhom štvrťroku (medzištvrtročne o $-0,2\%$) sa reálny HDP v treťom štvrťroku zvýšil o $0,3\%$ z dôvodu neočakávane silného rastu čistého vývozu. Rast súkromnej spotreby bol i naďalej stabilný (medzištvrtročne o $0,4\%$), čo odrážalo rýchlejší rast reálnych miezd v priebehu roka 2019. K rastu reálneho HDP prispela aj spotreba verejnej správy (medzištvrtročný nárast o $0,3\%$), zatiaľ čo investície a zásoby mali naňho mať opäť tlmiaci účinok. Neistota v súvislosti s brexitom bola i naďalej vysoká, čo v krátkodobom horizonte obmedzovalo tempo rastu. Dlhodobejšie vyhliadky rastu zostávajú vo veľkej miere závislé od podmienok prípadných pobrexitových obchodných dohôd, ktoré Spojené kráľovstvo vyrokuje s EÚ. Inflácia v Spojenom kráľovstve zaznamenala na začiatku posledného štvrťroka výrazný pokles, keď ročná miera spotrebiteľských cien v októbri klesla na $1,5\%$ z $1,8\%$ v treťom štvrťroku. Tento pokles odráža vplyv nižších cien ropy v britských librách v porovnaní s minulým rokom, nižšie dovozné ceny v dôsledku posilňovania britskej libry od septembra a prudký pokles cien domácich producentov energií spôsobený znížením stropu cien energií zo strany regulačného úradu, ktorý by sa však mal na jar 2020 zastaviť.

V krajinách strednej a východnej Európy by sa mal v horizonte projekcií zachovať výrazný rast reálneho HDP.

Hospodárska aktivita naďalej ťaží zo stabilných spotrebiteľských výdavkov podporených situáciou na trhu práce, pri investíciách sa však v súvislosti s pokročilou fázou cyklu európskych fondov predpokladá mierne spomalenie. Tempo rastu by sa malo v horizonte projekcií znížiť z úrovni prevyšujúcich potenciál, no malo by zostať výrazné.

Hospodárska aktivita veľkých vývozcov komodít by sa mala v porovnaní s nízkymi hodnotami zaznamenanými počas roka 2019 mierne zvýšiť.

Preniknutie kontaminovanej ropy do hlavného ropovodu zabezpečujúceho exportné dodávky ropy v Rusku spôsobilo rozsiahle výpadky, avšak nad očakávania rýchle obnovenie produkcie viedlo v treťom štvrťroku 2019 k neočakávane priaznivým výsledkom v oblasti HDP a vývozu. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, strednodobý výhľad ovplyvní najmä zavádzanie fiškálnych a štrukturálnych politík, vývoj na globálnom trhu s ropou, konkrétne záväzkov skupiny významných producentov ropy OPEC+ pokračovať v znižovaní produkcie ropy, a rozsah medzinárodných sankcií, ktorým bude Rusko podrobené. Napriek určitému zlepšeniu zaznamenanému od začiatku roka 2019 zostáva rast v Brazílii nevýrazný, a to z dôvodu napätej fiškálnej situácie (vrátane zmrazenia rozpočtových výdavkov), neistoty v súvislosti s externým prostredím (napr. napätie v obchodných vzťahoch a kríza v Argentíne i v ďalších krajinách Južnej Ameriky) a idiosynkratických šokov (napr. pretrhnutie hrádze v krajine). Nedávno schválená dôchodková reforma bola nevyhnutná na obnovenie dôvery, rast v strednodobom až dlhodobom horizonte však do výraznej miery ovplyvní rozsah realizácie dodatočných dôležitých fiškálnych reforiem.

Rast v Turecku by mal zostať do konca roka 2019 mierne pozitívny, v strednodobom horizonte sa však očakáva jeho postupné oživenie.

Po prudkej kontrakcii HDP v druhej polovici roka 2018 zaznamenala ekonomika v prvom polroku 2019 obrát, ktorý vyvolali fiškálne stimuly pred marcovými miestnymi voľbami, vyššia

spotreba domácností a čistý vývoz. Investície naďalej pokračovali v poklese. Rast by mal zostať v roku 2019 mierne pozitívny v očakávaní pokračujúcej odolnosti spotreby domácností, hoci príspevok externého prostredia bude menej priaznivý. Postupné zrýchlenie hospodárskej aktivity sa predpokladá ku koncu horizontu projekcií.

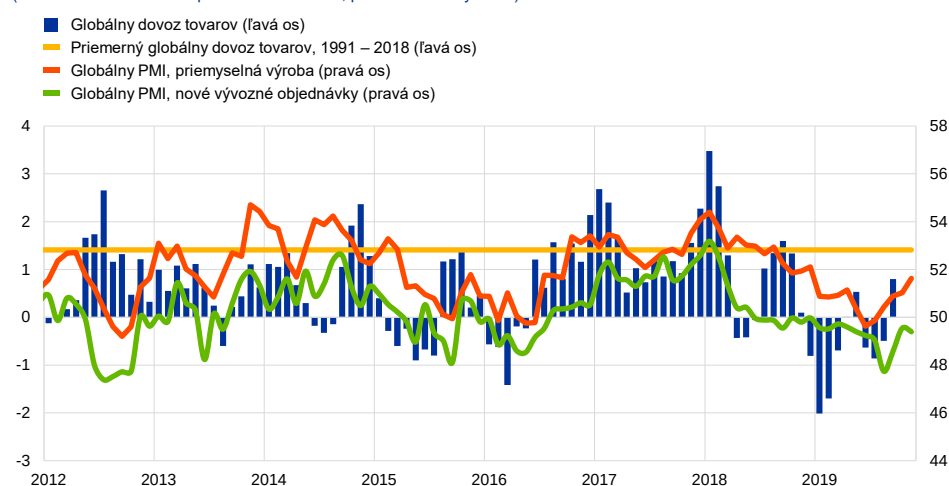
Globálny obchod zaznamenal počas roka 2019 výrazný pokles, a to v dôsledku eskalácie napätia v obchodných vzťahoch a spomaľovania priemyselnej aktivity.

Po kontrakcii v prvej polovici roka 2019 najnovšie dostupné údaje naznačujú stabilizáciu globálneho obchodu v zvyšnej časti roka, aj keď iba na veľmi nízkych úrovniach. Vo vyspelých ekonomikách sa obchod v treťom a štvrtom štvrťroku 2019 vrátil k miernemu rastu, k čomu prispela normalizácia dovozu v Spojenom kráľovstve (po mimoriadne výraznom budovaní zásob na začiatku roka 2019)² a nárast dovozu v členských štátoch EÚ zo strednej a východnej Európy, ktorý vystriedal dočasné spomalenie v druhom štvrťroku. Napriek pokračovaniu spomaľovania obchodu v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov v treťom štvrťroku, pod ktoré sa podpísal nepriaznivý vývoj obchodu v Číne, hospodárske oslabenie v Indii a politické turbulencie v Južnej Amerike, sa v štvrtom štvrťroku objavili náznaky stabilizácie situácie. Podľa údajov holandského úradu pre ekonomicko-politické analýzy CPB sa objem svetového dovozu tovarov (bez eurozóny) v treťom štvrťroku 2019 zvýšil v porovnaní s druhým štvrťrokom o 0,8 %, po troch po sebe idúcich štvrťrokoch poklesu a napriek prudkému mesačnému poklesu v septembri (graf 2). Keďže ukazovatele nových vývozných objednávok vyplývajúce z prieskumov zotrávajú v zápornom pásme, a to i napriek miernemu rastu, terajšie nevýrazné tempo globálneho obchodu bude pravdepodobne v najbližšom období pokračovať.

Graf 2

Svetový obchod s tovarom a prieskumy (bez eurozóny)

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



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

Poznámka: Posledné údaje o indexoch PMI sú z novembra 2019 a o globálnom dovoze tovarov zo septembra 2019. Indexy a údaje sa vzťahujú na globálne agregáty bez eurozóny.

² V prvom štvrťroku 2019 sa dovoz do Spojeného kráľovstva medzištvrtročne zvýšil o 10 % v dôsledku tvorby zásob pred prvým termínom brexitu, ktorý bol 29. marca 2019. Následné uvoľňovanie týchto zásob v druhom štvrťroku 2019 viedlo k 13-percentnému poklesu dovozu.

Najnovší vývoj v oblasti obchodnej politiky Spojených štátov poskytuje zmiešané signály o možnom oslabení napätia v obchodných vzťahoch.

Obnovenie bilaterálnych obchodných rokovaní medzi Spojenými štátmi a Čínou na začiatku októbra otvorilo cestu prvej fáze obchodnej dohody a prinieslo nádej na deeskaláciu obchodného sporu. V čase uzávierky tohto komentára však obchodné rokovania sprevádzali rôzne politické šarvátky a možný dátum podpisu obchodnej dohody preto zostáva nejasný.³ Vzhľadom na vývoj situácie Spojené štáty odložili na neurčito zvýšenie ciel plánované na 15. októbra.⁴ Spojené štáty okrem toho odložili aj rozhodnutie o zavedení ciel na dovoz áut a náhradných dielov z EÚ (pôvodne plánované na polovicu novembra). V poslednom čase však došlo k eskalácii napätia v obchodných vzťahoch s inými krajinami. Na začiatku decembra americká administratíva pohrozila obnovením ciel na dovoz ocele a hliníka z Argentíny a z Brazílie v reakcii na údajnú menovú manipuláciu. V rovnakom čase Spojené štáty, vychádzajúc zo záverov vyšetrovania Úradu splnomocnenca USA pre obchod týkajúceho sa dane na digitálne služby, ktorú zaviedlo Francúzsko v roku 2019, pohrozili zavedením ciel na dovoz vybraných francúzskych produktov, nakoľko túto daň považujú za diskriminačnú voči americkým spoločnostiam. Hoci celkový objem obchodu zasiahnutý možnými novými clami nie je veľký, nedávne eskalácie nepredstavujú dobré vyhliadky pre možné oslabenie napätia v obchodných vzťahoch.

Globálny dovoz by mal v strednodobom horizonte postupne rásť, avšak pomalším tempom ako globálna aktivita.

Pod pomalšie oživenie obchodu sa podpíše najmä ďalšia eskalácia obchodných sporov, ktorej vplyv bude citeľný aj v roku 2020, pomalšie než pôvodne očakávané oživenie v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov a prebiehajúca reštrukturalizácia čínskeho hospodárstva. Aj preto by elasticita obchodu k hospodárskej aktivite mala v horizonte projekcií zostať pod svojím priemerom. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2019 by sa mal rast globálneho dovozu (bez eurozóny) prudko spomaliť z úrovne 4,6 % v roku 2018 na nulový rast v roku 2019, no následne by sa mal zvýšiť na úroveň 0,8 % v roku 2020, 2,4 % v roku 2021 a 2,7 % v roku 2022. Zahraničný dopyt eurozóny, ktorý minulý rok narástol o 3,7 %, by sa mal v roku 2019 spomaliť na 0,7 % a postupne sa zvyšovať na 1,0 % v roku 2020, 2,3 % v roku 2021 a 2,6 % v roku 2022. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2019 bol rast zahraničného dopytu eurozóny upravený smerom nadol o 0,3 percentuálneho bodu v roku 2019, o 0,9 percentuálneho bodu v roku 2020 a o 0,4 percentuálneho bodu v roku 2021. Okrem vplyvu ciel ohlásených na konci augusta a slabších ukazovateľov táto úprava odráža aj plošnú nízku dynamiku dovozu tak vo vyspelých, ako aj v rozvíjajúcich sa ekonomikách v dôsledku tlmeného výhľadu hospodárskeho rastu.

Riziká spomalenia globálnej aktivity naďalej pretrvávajú, no v porovnaní s minulosťou sa mierne znížili.

Ďalšia eskalácia obchodných sporov by nepriaznivo

³ Predmetná dohoda by sa mala týkať rôznych aspektov vzájomného vzťahu týchto dvoch krajín, aj keď podrobnosti v súčasnosti nie sú známe. Podľa dostupných informácií sa Čína v rámci prvej fázy obchodnej dohody zaviazala okrem iného zvýšiť dovoz amerických poľnohospodárskych produktov (v podstate by išlo o návrat k objemu dovozu platným pred zavedením ciel na poľnohospodárske produkty zo strany Číny, t. j. približne 20 mld. USD ročne), zvýšiť transparentnosť na devízovom trhu a posilniť legislatívu týkajúcu sa ochrany duševného vlastníctva.

⁴ Zvýšenie plánované na 15. októbra predstavovalo zvýšenie ciel o 5 percentuálnych bodov (z 25 % na 30 %) na dovážané čínske produkty v hodnote 250 mld. USD.

ovplyvnila globálny obchod i rast a narušila by globálne ponukové reťazce. Dôsledky „tvrdého“ brexitu by navyše mohli znamenať väčšie riziko náklady najmä v Európe. Prudšie spomalenie čínskej ekonomiky by nemuseli vyriešiť ani politické stimuly a mohlo by mať nepriaznivý dosah na prebiehajúcu reštrukturalizáciu v krajine. Preceňovanie na finančných trhoch by mohlo globálne znížiť ochotu podstupovať riziko, zatiaľ čo ďalšia eskalácia geopolitického napätia by mohla mať nepriaznivý vplyv na globálnu hospodársku aktivitu a obchod. Rýchlejší rast globálnej aktivity by mohlo priniesť skoršie oživenie globálneho obchodu a priaznivejší vývoj v oblasti súčasnej politickej neistoty.

Vývoj globálnych cien

Ceny ropy rástli so zlepšujúcou sa náladou na trhu. Obavy zo slabého globálneho dopytu po ropy zostávali hlavnou silou ovplyvňujúcou vývoj na trhu až do polovice októbra, keď sa obnovili čínsko-americké obchodné rokovania. V dôsledku zlepšujúceho sa trhového sentimentu však ceny ropy odvtedy opäť rástli. Rast cien ropy podporila aj dohoda skupiny OPEC+ zo 6. decembra o výraznejšom znížení produkcie.

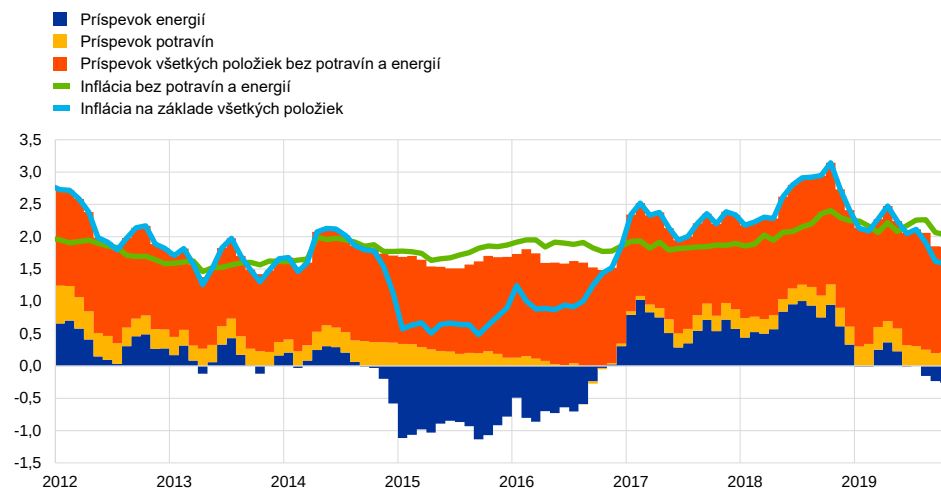
Podľa decembrových makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu budú ceny ropy v horizonte projekcií klesať. V dôsledku vyšších spotových cien krivka ropných futures mierne prekonala krivku uvedenú v makroekonomických projekciách odborníkov ECB zo septembra 2019, pričom jej sklon zostal v podstate nezmenený. Predpokladané ceny ropy vstupujúce do decembrových makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu boli preto pre tento rok vyššie približne o 2,1 % (pre rok 2020 o 4,6 % a pre rok 2021 o 2,1 %) v porovnaní s predpokladmi vstupujúcimi do makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2019. Po uzávierke údajov pre decembrové projekcie ceny ropy ďalej rástli a 11. decembra ropa Brent dosiahla úroveň 65,2 USD za barel.

Globálne inflačné tlaky zostávajú nevýrazné. Ročná miera celkovej inflácie spotrebiteľských cien v krajinách patriacich do Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) zostala v októbri 2019 v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom bez zmeny na úrovni 1,6 %. Rast celkovej inflácie aj naďalej tlmil vývoj cien energií (ďalší pokles o –3,0 % v porovnaní s –2,7 % v septembri), ktorý však vykompenzoval mierny nárast inflácie cien potravín. Ročná miera inflácie spotrebiteľských cien bez potravín a energií sa mierne znížila z 2,1 % v septembri na 2,0 % (graf 3). Inflačné tlaky zostávajú nevýrazné vo všetkých významných vyspelých ekonomikách, a to aj napriek uvoľňovaniu menovej politiky a obmedzeným kapacitám na pracovnom trhu, ktoré sa zatiaľ v plnej miere nepremietli do vyšších miezd. V dohľadnej budúcnosti preto možno očakávať, že základné inflačné tlaky zostanú nevýrazné.

Graf 3

Inflácia spotrebiteľských cien v OECD

(medziročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: OECD a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z októbra 2019.

Nad'alej sa očakáva len malý tlak na rast globálnej inflácie. V strednodobom horizonte sa očakáva stabilizácia rastu vývozných cien konkurentov eurozóny (v národnej mene), nakoľko príspevok klesajúcej krivky ropných futures by malo do veľkej miery vykompenzovať oslabovanie eura v horizonte projekcií.

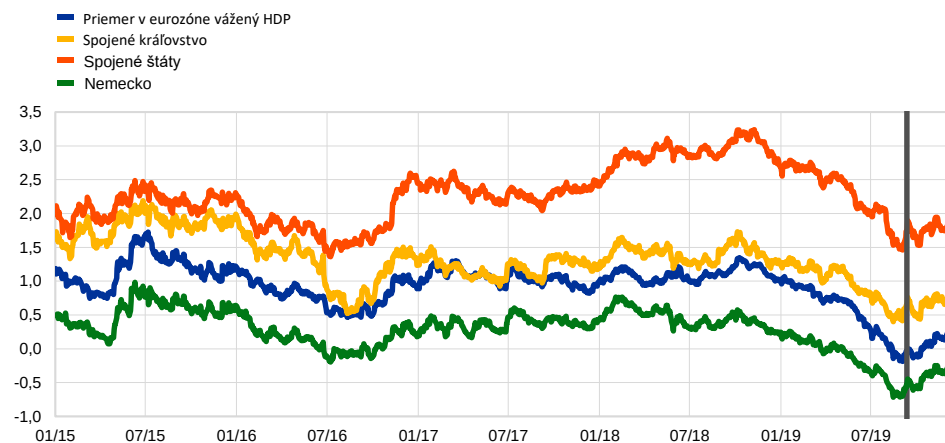
Od zasadnutia Rady guvernérov v septembri 2019 sa dlhodobé bezrizikové sadzby eurozóny zvýšili a krivka forwardových sadzieb (EONIA sa posunula smerom nahor, pričom trhy v súčasnosti neočakávajú žiadne ďalšie zníženie sadzby jednodňových sterilizačných operácií. V súlade s určitým zlepšením vnímania rizika na svetových trhoch sa ceny akcií v eurozóne zvýšili a spready podnikových dlhopisov sa zúžili. Keďže výnosy štátnych dlhopisov v eurozóne do značnej miery odrážali rast bezrizikových sadzieb, spready štátnych dlhopisov vykázali len malú zmenu. Výrazne sa zväčšili len spready Talianska, najmä z dôvodu politického napätia na domácej scéne. Na devízových trhoch zostalo euro vážené zahraničným obchodom vo všeobecnosti nezmenené.

Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov v celej eurozóne vzrástli, čo naznačuje obrat klesajúceho trendu pozorovaného od konca roka 2018 do augusta 2019 (graf 4). Počas sledovaného obdobia (od 12. septembra do 11. decembra 2019) vzrástli výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP o 25 bázických bodov na 0,20 %, keďže bezrizikové sadzby stúpili v dôsledku zlepšeného vnímania rizika a predbežnej stabilizácie makroekonomického výhľadu. Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v Spojenom kráľovstve sa počas sledovaného obdobia tak isto zvýšili na približne 0,78 %, zatiaľ čo porovnateľné výnosy v Spojených štátoch zostali zhruba nezmenené na úrovni 1,79 %.

Graf 4

Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov

(v percentuálnych bodoch za rok)



Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: Denné údaje. Vertikálna sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 12. septembra 2019. Posledné údaje sú z 11. decembra 2019.

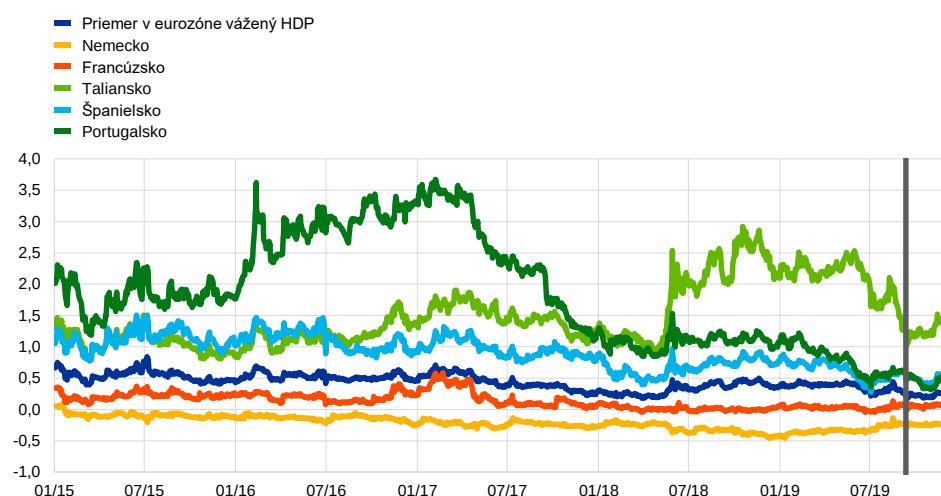
Výnosy štátnych dlhopisov v eurozóne v sledovanom období do značnej miery odrážali rast úrokových sadzieb jednodňových indexových swapov tak, že väčšina spreadov medzi výnosmi a úrokovými sadzbami jednodňových indexových swapov – s výnimkou Talianska – zostala takmer nezmenená (graf 5). V prípade spreadov desaťročných štátnych dlhopisov Talianska sa zaznamenal výrazný nárast o 27 bázických bodov na 1,43 percentuálneho bodu, ktorý odrážal

najmä zvýšené politické napätie na domácej scéne, a preto nemal žiadne vedľajšie účinky na ostatné krajiny eurozóny. Zodpovedajúce spready pre Nemecko a Portugalsko sa zúžili o 3, resp. 4 bázické body na $-0,23$ a $0,46$ percentuálneho bodu, zatiaľ čo rozpätia pre Španielsko a Francúzsko sa zväčšili o 7 bázických bodov, resp. 1 bázický bod na $0,53$ a $0,09$ percentuálneho bodu. Celkovo sa spready medzi výnosmi desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny váženými HDP zvýšili o 6 bázických bodov na $0,27$ percentuálneho bodu.

Graf 5

Spready medzi výnosmi desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny a úrokovými sadzbami jednoduchých indexových swapov

(percentuálne body)



Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: Tento spread sa vypočítava odrátaním desaťročných úrokových sadzieb jednoduchých indexových swapov z výnosov desaťročných štátnych dlhopisov. Vertikálna sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 12. septembra 2019. Posledné údaje sú z 11. decembra 2019.

Sadzbá EONIA dosahovala počas sledovaného obdobia v priemere

–45 bázických bodov a nová referenčná krátkodobá eurová sadzba €STR

–54 bázických bodov. Obe sadzby boli o približne 10 bázických bodov nižšie ako ich priemerné úrovne z augusta 2019, čo je odrazom zníženia sadzby jednoduchých sterilizačných operácií, ktoré nadobudlo účinnosť 18. septembra 2019. Metodika výpočtu sadzby EONIA sa 2. októbra 2019 zmenila. Teraz sa vypočítava ako €STR plus fixné rozpätie 8,5 bázických bodov.⁵ Nadbytočná likvidita sa v sledovanom období zvýšila o približne 41 mld. € na približne 1 800 mld. €, odrážajúc najmä pokles autonómnych faktorov absorbujúcich likviditu a obnovenie čistých nákupov aktív Eurosystémom 1. novembra 2019.

Krivka forwardových sadzieb EONIA sa posunula výrazne nahor, čo naznačuje, že trhy už neočakávajú ďalšie znižovanie sadzby jednoduchých sterilizačných operácií (graf 6). Po takmer úplnej strate inverzného tvaru v sledovanom období dosiahne krivka na prelome rokov 2020 a 2021 minimum okolo $-0,49$ %, teda len niekoľko bázických bodov pod súčasnou úrovňou sadzby EONIA. Miznúca inverzia krivky forwardových sadzieb EONIA naznačuje, že trhy už neočakávajú ďalšie

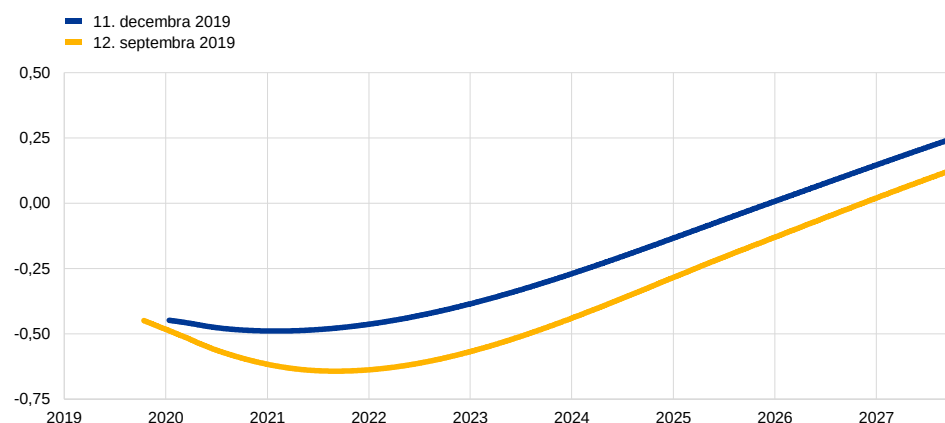
⁵ Pozri box [Goodbye EONIA, welcome €STR!](#), Economic Bulletin, Issue 7, ECB, 2019.

zníženie sadzby jednodňových sterilizačných operácií. Krivka zostáva celkovo pod nulou pre horizonty do roku 2025, čo je odrazom očakávaní dlhšieho obdobia záporných úrokových sadzieb účastníkmi trhu.

Graf 6

Forwardové sadzby EONIA

(v percentuálnych bodoch za rok)



Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

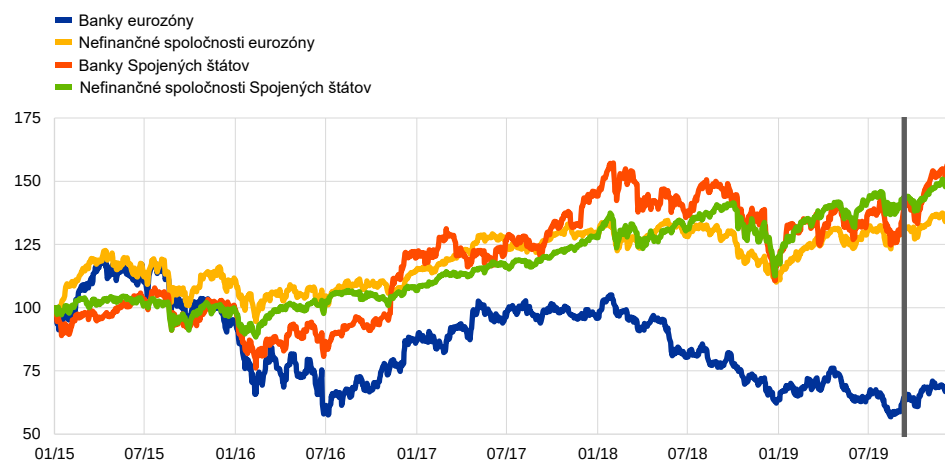
Široké indexy cien akcií eurozóny sa zvýšili v dôsledku zlepšenia vnímania rizika na svetových trhoch (graf 7).

V eurozóne sa ceny akcií spoločností vo finančnom sektore zvýšili o 6,6 % a v nefinančnom sektore o 3,0 %. Tlak na ceny akcií spôsobený vyššími bezrizikovými sadzbami a o niečo nižšími dlhodobějšími očakávaniami ziskov bol viac ako kompenzovaný znížením prémie za akciové riziko, čo môže čiastočne odrážať určité zmiernenie napätia v globálnom obchode a predbežnú stabilizáciu makroekonomického výhľadu.

Graf 7

Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(index: 1. január 2015 = 100)



Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: Vertikálna sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 12. septembra 2019. Posledné údaje sú z 11. decembra 2019.

Spready dlhopisov finančných a nefinančných spoločností v sledovanom období poklesli (graf 8).

Keďže zlepšenie vnímania rizika na svetových trhoch podporilo rizikové aktíva, nárast cien akcií sa odrazil v zúžení spreadov výnosov podnikových dlhopisov v eurozóne. Spready medzi dlhopismi nefinančných spoločností s ratingom investičného stupňa a bezrizikovými sadzbami klesli v sledovanom období o 11 bazických bodov na 61 bazických bodov a zodpovedajúce spready pre dlhopisy finančného sektora o 13 bazických bodov na 73 bazických bodov. Pokles spreadov neodrážal zmeny základných úverových ukazovateľov meraných ratingom a očakávanou mierou nesplácania, ktoré zostali v podstate nezmenené. Aj napriek tomu, že spready podnikových dlhopisov sú v súčasnosti nad úrovňami zo začiatku roka 2018, zostali celkovo výrazne pod úrovňami, ktoré sa zaznamenali v marci 2016 pred oznámením a následným spustením programu nákupu cenných papierov podnikového sektora.

Graf 8

Spready podnikových dlhopisov eurozóny

(v bazických bodoch)



Zdroje: Indexy iBoxx a výpočty ECB.

Poznámka: Vertikálna sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 12. septembra 2019. Posledné údaje sú z 11. decembra 2019.

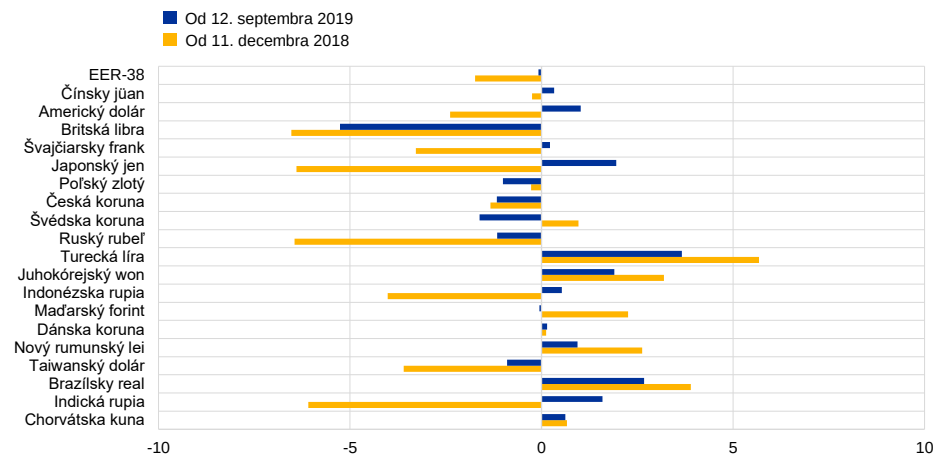
Na devízových trhoch zostalo euro vážené zahraničným obchodom vo všeobecnosti nezmenené (graf 9), pričom niektoré bilaterálne výmenné kurzy sa vyvíjali protichodne.

Nominálny efektívny výmenný kurz eura meraný voči menám 38 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny v sledovanom období poklesol o 0,1 %. Euro sa posilnilo voči významným menám vrátane amerického dolára (o 1,0 %), čínskeho jüanu (o 0,3 %), japonského jenu (o 1,9 %) a švajčiarskeho franku (o 0,2 %). Euro sa posilnilo aj voči menám Brazílie, Indie a Turecka. Tento vývoj bol kompenzovaný najmä poklesom eura o 5,3 % voči britskej libe v dôsledku správ poukazujúcich na zvýšenú pravdepodobnosť hladkého brexitu. Oslabilo sa tiež voči českej korune (o 1,2 %) a poľskému zlotému (o 1,0 %).

Graf 9

Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám

(percentuálne zmeny)



Zdroj: ECB.

Poznámka: EER-38 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 38 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny. Kladná (záporná) zmena znamená zhodnotenie (oslabenie) eura. Všetky zmeny sú vypočítané použitím výmenných kurzov z 11. decembra 2019.

Rast reálneho HDP eurozóny zostal v treťom štvrťroku 2019 medzištvrťročne na úrovni 0,2 %. Hospodársku aktivitu eurozóny podporovala najmä súkromná spotreba, ktorá prispela ku kladnému príspevku domáceho dopytu k rastu. Naopak sektor zahraničného obchodu ďalej nepriaznivo ovplyvňoval rast eurozóny, čo sa prejavilo miernym záporným príspevkom čistého obchodu. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, prichádzajúce údaje naznačujú mierny rast s určitým rizikom spomalenia rastu. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2019 sa v eurozóne v roku 2019 predpokladá ročný rast reálneho HDP o 1,2 %, v roku 2020 by mal dosiahnuť 1,1 % a v rokoch 2021 a 2022 by to malo byť 1,4 %. V porovnaní s projekciami zo septembra 2019 sa rast reálneho HDP v roku 2020 upravil nadol o 0,1 percentuálneho bodu vzhľadom na výrazné úpravy zahraničného dopytu nadol, ktoré sa len čiastočne kompenzujú priaznivejšou fiškálnou a menovou politikou a efektívnym oslabením eura.

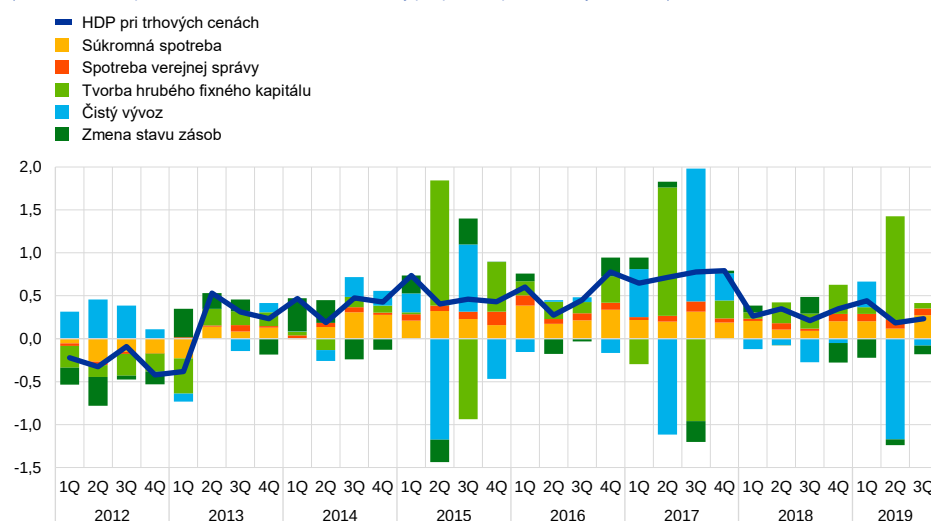
Rast eurozóny pokračoval v treťom štvrťroku 2019 miernym tempom

s podporou odolného domáceho dopytu. Reálny HDP sa v treťom štvrťroku zvýšil medzištvrťročne o 0,2 %, teda v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom zostal nezmenený a súčasne bol pod úrovňou 0,4 % zaznamenanou v prvom štvrťroku tohto roku (graf 10). Domáci dopyt zaznamenal aj v treťom štvrťroku 2019 kladný príspevok k rastu, zatiaľ čo príspevok zmien stavu zásob bol záporný. Vývoj v sektore zahraničného obchodu ďalej nepriaznivo ovplyvňoval rast eurozóny, čo sa prejavilo mierne záporným príspevkom čistého obchodu. Pokiaľ ide o produkciu, hospodársku aktivitu podporovali v treťom štvrťroku hlavne rast služieb a oživenie sa zaznamenalo v stavebnom sektore, zatiaľ čo pridaná hodnota v priemysle (bez stavebníctva) ďalej klesala.

Graf 10

Rast reálneho HDP eurozóny a jeho zložky

(medzištvrťročná percentuálna zmena a medzištvrťročný príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Posledné údaje sú za tretí štvrťrok 2019. Veľké zmeny v tvorbe hrubého fixného kapitálu a čistom vývoze v rokoch 2015, 2017 a 2019 sú v dôsledku špecifického vývoja v oblasti investícií do nehmotných aktív v Írsku a Holandsku.

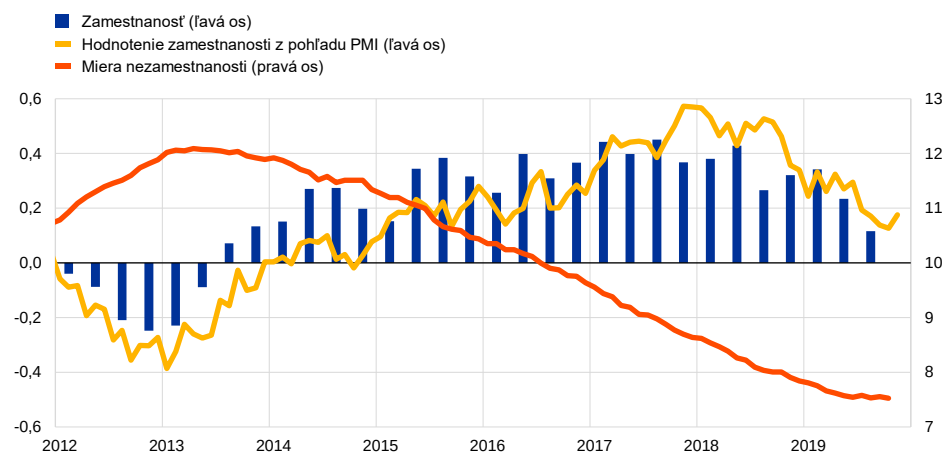
Trh práce sa ďalej zlepšoval, avšak len miernym tempom (graf 11).

Zamestnanosť stúpala v treťom štvrtroku 2019 medzištvrtročne o 0,1 %, čo je pokles v porovnaní s 0,2 % v druhom štvrtroku. Tento mierny rast sa zaznamenal vo všetkých sektoroch a krajinách. V súčasnosti je úroveň zamestnanosti o 3,9 % nad najvyššou hodnotou pred krízy, ktorá sa zaznamenala v prvom štvrtroku 2008. Miera nezamestnanosti zostala v treťom štvrtroku nezmenená na úrovni 7,6 %. V októbri klesla na 7,5 % a zostáva blízko nízkych úrovní pred krízy. Produktivita na zamestnanú osobu sa zvýšila v treťom štvrtroku 2019 medzištvrtročne o 0,1 %. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, ukazovatele z prieskumov naznačujú že v blízkej budúcnosti bude rast zamestnanosti ďalej pozitívny. V boxe 4 sa opisuje analýza hlavných zložiek trhu práce a uvádza sa, že trh práce má naďalej vysokú dynamiku, aj keď sa o niečo znížila, čo naznačuje ďalšie mierne zlepšenie na trhu práce v blízkej budúcnosti.

Graf 11

Zamestnanosť, hodnotenie zamestnanosti z pohľadu indexu PMI a nezamestnanosť v eurozóne

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



Zdroj: Eurostat, Markit a výpočty ECB.

Poznámka: Index nákupných manažérov (Purchasing Managers' Index – PMI) je vyjadrený ako odchýlka od 50 delená 10. Posledné údaje sú za tretí štvrtok 2019 v prípade zamestnanosti, z novembra 2019 v prípade indexu PMI a z októbra 2019 v prípade miery nezamestnanosti.

Súkromnú spotrebu naďalej podporujú vyššie pracovné príjmy a priaznivejšie bilancie domácností.

Po slabšom raste v druhom štvrtroku sa súkromná spotreba v treťom štvrtroku 2019 zvýšila medzištvrtročne o 0,5 %. Maloobchodný predaj bol v treťom štvrtroku 2019 v priemere o 0,5 % nad úrovňou z druhého štvrtroku, v ktorom taktiež stúpol medzištvrtročne o 0,6 %. V októbri však maloobchodný predaj klesol v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom o -0,6 %. Zo strednodobej perspektívy rastúce pracovné príjmy ďalej podporujú základnú dynamiku spotrebiteľských výdavkov. Pokračujúce posilňovanie bilancie domácností navyše zostáva významným faktorom, ktorý ovplyvňuje stály rast spotreby.

Podnikateľské investície (odvodené z nestavebných investícií) vzrástli v treťom štvrtroku 2019 medzištvrtročne len mierne o 0,2 % po výraznom náraste v predchádzajúcom štvrtroku, ktorý bol spôsobený investíciami do duševného vlastníctva v Írsku. Prichádzajúce údaje naznačujú nízky rast podnikateľských investícií v eurozóne. V novembri sa mierne stabilizovala dôvera vo výrobe

investičného tovaru, aj keď v medzištvrtročnom vyjadrení ďalej klesala na pozadí globálnej neistoty, ktorá sa spájala s viacerými štrukturálnymi faktormi ako sú právne predpisy v oblasti životného prostredia a technologické zmeny, ktoré k tomu taktiež prispeli. Na tlmený rast investícií poukazuje aj klesajúca úroveň využívania kapacít vo výrobnom sektore a nízke ziskové marže a očakávania nižších príjmov firiem. Pozitívne je, že podnikateľské investície budú naďalej podporované priaznivými podmienkami financovania.

Po miernom náraste o 0,1 % v druhom štvrtroku vzrástli investície do bývania v treťom štvrtroku 2019 o 0,6 %. V treťom štvrtroku sa zvýšili o 0,3 % aj stavebné investície s podporou zložky rezidenčnej aj nerezidenčnej výstavby. Napriek pokračujúcemu oživeniu v sektore nehnuteľností na bývanie poukazujú krátkodobé ukazovatele a prieskumy na rozdielny vývoj na trhoch s nehnuteľnosťami na bývanie. Na jednej strane ukazovatele dopytu, ako je rast plánovaných spotrebiteľských výdavkov v oblasti nového alebo súčasného bývania, poukazujú na kolísavú dynamiku. Na druhej strane ukazovatele ponuky, ako je stavebná výroba, stavebné povolenia a správy stavebných spoločností o nedostatku pracovných síl, naznačujú stále obmedzenejšiu výrobu. Kladná, ale spomaľujúca dynamika stavebných investícií by mala pokračovať aj vo štvrtom štvrtroku. Hoci ukazovatele dôvery boli stále nad historickými priemerami, v októbri a novembri klesali, pričom index nákupných manažérov (PMI) pre aktivity v oblasti nehnuteľností na bývanie mal priemernú hodnotu 50,7, čiže sa o niečo zvýšil z 50,1 v treťom štvrtroku.

Celkový reálny vývoz eurozóny v treťom štvrtroku 2019 ďalej rástol pomalým tempom (v medzištvrtročnom vyjadrení z 0,3 % v druhom štvrtroku na 0,4 %). Vývoz tovarov eurozóny sa oživil, zatiaľ čo vývoz služieb sa spomalil v prostredí určitej normalizácie vývozu do Spojeného kráľovstva a Turecka. Vývoz do Spojených štátov sa ďalej zvyšoval, takže kompenzoval zápornú dynamiku iných destinácií, najmä Ázie. Príspevok čistého obchodu k rastu HDP bol mierne záporný (-0,1 percentuálneho bodu). Hlavné ukazovatele naznačujú, že v ďalšom období sa budú obchodné podmienky pri nízkej dynamike stabilizovať. Prvé náznaky zlepšenia vo štvrtom štvrtroku možno odvodiť z menej záporných vývozných objednávok, pričom dopravné ukazovatele poskytujú zmiešané signály. Podmienky medzinárodnej obchodnej politiky majú taktiež negatívny vplyv na nedávny vývoj v oblasti obchodu, keďže výroba je organizovaná v rámci veľmi integrovanej regionálnej siete, kvôli čomu je eurozóna obzvlášť citlivá na stupňujúce sa protekcionistické opatrenia (viac v boxe 1 s názvom Vplyv zvyšovania cieľ v prostredí globálnych hodnotových reťazcov).

Najnovšie hospodárske ukazovatele a výsledky prieskumov stále svedčia o miernom tempe rastu hospodárstva eurozóny. Ukazovateľ ekonomického sentimentu (ESI) Európskej komisie stúpol v novembri na úroveň nad dlhodobým priemerom, hoci vo vyjadrení štvrtročným priemerom vo štvrtom štvrtroku doteraz klesal. Kompozitný index PMI pre výrobu zostal v októbri a novembri nezmenený a zotrval na úrovniach, ktoré naznačujú pokračujúci mierny rast napriek tomu, že vo vyjadrení štvrtročným priemerom do novembra klesal.

Priaznivé podmienky financovania budú v ďalšom období podporovať rast v eurozóne. Akomodačná menová politika ECB ďalej podporuje domáci dopyt. Súčasný rast zamestnanosti, stúpajúce mzdy a priaznivejšie bilancie domácností by

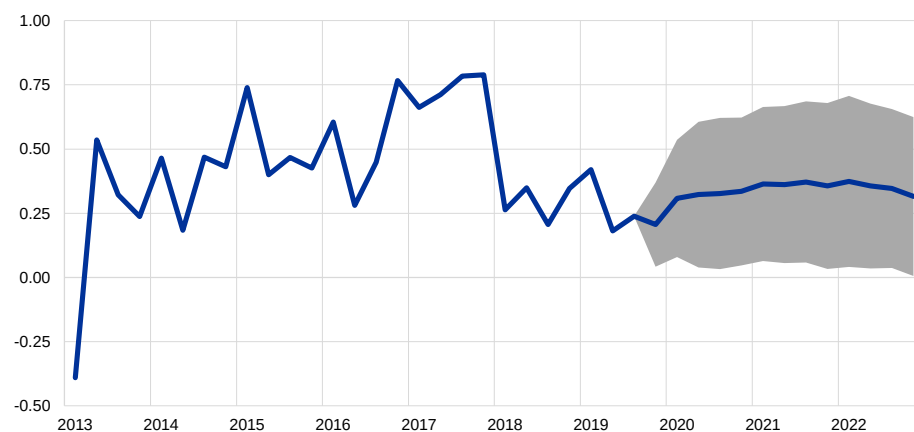
mali naďalej podporovať súkromnú spotrebu. Zároveň sa očakáva, že súčasný pomalší rast globálnej aktivity by mal podporovať hospodársky rast.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z decembra 2019 sa v eurozóne v roku 2019 predpokladá ročný rast reálneho HDP o 1,2 %, v roku 2020 by mal dosiahnuť 1,1 % a v rokoch 2021 a 2022 by to malo byť 1,4 % (graf 12). V porovnaní s projekciami zo septembra 2019 sa rast reálneho HDP v roku 2020 upravil mierne nadol o 0,1 percentuálneho bodu z dôvodu výrazných úprav zahraničného dopytu smerom nadol, ktoré sa len čiastočne kompenzujú priaznivejšou fiškálnou a menovou politikou a efektívnym oslabením eura. Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu v eurozóne súvisiace s geopolitickými faktormi, nárastom protekcionizmu a zraniteľnosťou ekonomík rozvíjajúcich sa trhov pretrvávajú, sú však o niečo menej výrazné.

Graf 12

Reálny HDP eurozóny (vrátane projekcií)

(medzištvrtročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok s názvom *Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, december 2019*, zverejnený na internetovej stránke ECB 12. decembra 2019.

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.

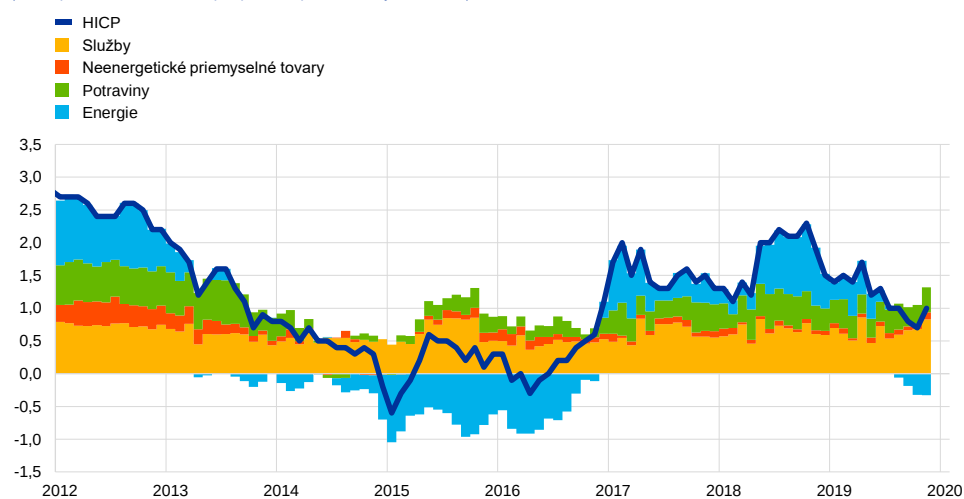
Podľa rýchleho odhadu Eurostatu sa ročná inflácia HICP eurozóny v novembri 2019 zvýšila z októbrových 0,7 % na 1,0 %, najmä vzhľadom na vyššiu infláciu cien služieb a potravín. Na základe súčasných cien ropných futures je pravdepodobné, že celková inflácia v najbližších mesiacoch mierne vzrastie. Ukazovatele inflačných očakávaní sú na nízkej úrovni. Ukazovatele základnej inflácie zostávajú vo všeobecnosti tlmené, hoci existujú určité náznaky mierneho zvýšenia v súlade s predchádzajúcimi očakávaniami. Hoci vzhľadom na väčší nedostatok pracovných síl došlo k zvýšeniu tlakov na rast mzdových nákladov, slabšie tempo hospodárskeho rastu spomaľuje ich premietanie do inflácie. V strednodobom horizonte sa očakáva rast inflácie, ku ktorému budú prispievať menovopolitické opatrenia ECB, pokračujúca hospodárska expanzia a stabilný rast miezd. Tento vývoj sa celkovo odráža aj v decembrových makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, podľa ktorých by mala ročná miera inflácie HICP dosiahnuť 1,2 % v roku 2019, 1,1 % v roku 2020, 1,4 % v roku 2021 a 1,6 % v roku 2022. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2019 bol výhľad vývoja inflácie HICP na rok 2020 upravený mierne nahor a na rok 2021 mierne nadol, najmä vzhľadom na očakávaný budúci vývoj cien energií. Ročná inflácia HICP bez energií a potravín by mala podľa očakávaní dosiahnuť 1,0 % v roku 2019, 1,3 % v roku 2020, 1,4 % v roku 2021 a 1,6 % v roku 2022.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu sa inflácia HICP v novembri 2019 zvýšila z októbrových 0,7 % na 1,0 %. Príčinou bolo predovšetkým zvýšenie inflácie cien služieb a potravín a v menšej miere aj zvýšenie inflácie cien neenergetických priemyselných tovarov, ktoré spolu viac než vyrovnali ďalší menší pokles inflácie cien energií.

Graf 13

Príspevok jednotlivých zložiek celkovej inflácie HICP v eurozóne

(ročná percentuálna zmena; príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

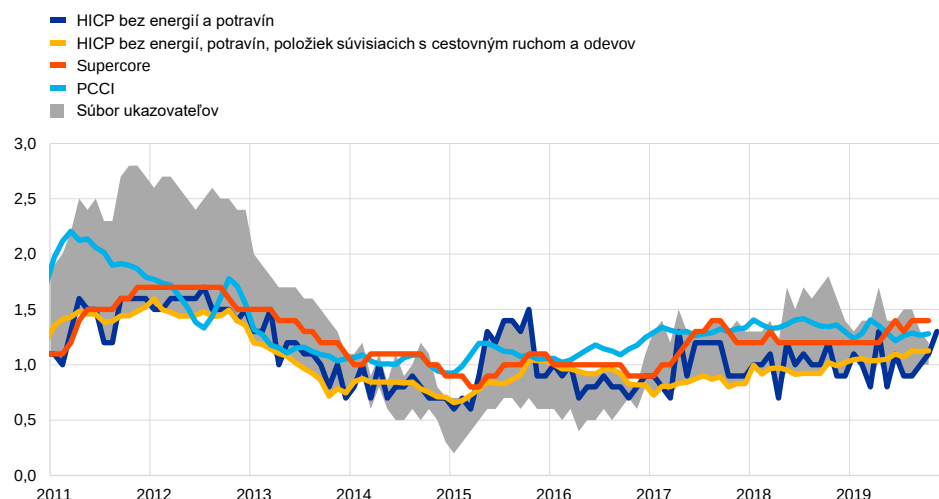
Poznámka: Posledné údaje sú z novembra 2019 (rýchly odhad). Miery rastu za rok 2015 sú v dôsledku metodologickej zmeny skreslené smerom nahor (viac informácií v boxe Nový spôsob výpočtu indexu cien turistických zájazdov v Nemecku a jeho vplyv na miery inflácie HICP, Ekonomický bulletin, číslo 2, ECB, 2019).

Ukazovatele základnej inflácie vo všeobecnosti zostali tlmené. Inflácia HICP bez potravín a energií sa znova zvýšila (zo septembrových 1,0 % a októbrových 1,1 % na 1,3 % v novembri), čo bolo zároveň odrazom odznievania tlmiacich účinkov spojených s metodickými zmenami.⁶ Alternatívne miery základnej inflácie, ktoré majú tendenciu byť menej volatilné než inflácia HICP bez energií a potravín, boli v posledných štvrťrokoch pomerne stabilné (údaje dostupné len do októbra; graf 14). Inflácia HICP bez energií, potravín, položiek súvisiacich s cestovným ruchom a odevov dosiahla v októbri 1,1 % a pokračovala vo veľmi postupnom vzostupnom trende pozorovanom od začiatku roka 2017. Signály vyplývajúce z ďalších ukazovateľov základnej inflácie vrátane ukazovateľov Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) a Supercore⁷ poukazujú na pokračovanie celkovo horizontálneho trendu pozorovaného už niekoľko štvrťrokov.

Graf 14

Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: V prípade HICP bez energií a potravín sú posledné údaje z novembra 2019 (rýchly odhad) a v prípade všetkých ostatných ukazovateľov z októbra 2019. Súbor ukazovateľov základnej inflácie zahŕňa: HICP bez energií, HICP bez energií a nespracovaných potravín, HICP bez energií a potravín, HICP bez energií, potravín, položiek súvisiacich s cestovným ruchom a odevov, orezaný priemer (10 %) HICP, orezaný priemer (30 %) HICP a vážený medián HICP. Miery rastu inflácie HICP bez energií a potravín za rok 2015 sú v dôsledku metodologickej zmeny skreslené smerom nahor (viac informácií v boxe *Nový spôsob výpočtu indexu cien turistických zájazdov v Nemecku a jeho vplyv na miery inflácie HICP*, *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB, 2019).

Cenové tlaky v neskorších fázach ponukového reťazca v prípade HICP

neenergetických priemyselných tovarov zostali celkovo stabilné. Inflácia cien výrobcov nepotravinových spotrebiteľských tovarov predávaných v eurozóne, ktorá je ukazovateľom cenových tlakov v neskorších fázach ponukového reťazca, dosiahla v októbri (v medziročnom vyjadrení) 0,8 %, čo je rovnako ako v júli a nad úrovňou historického priemeru. Zodpovedajúca ročná miera inflácie dovozných cien klesla a v októbri dosiahla 0,5 % (oproti 0,9 % v septembri). Ukazovatele cenových tlakov v skorších fázach ponukového reťazca sa mierne oslabili: ročná inflácia cien výrobcov

⁶ Na infláciu cien služieb a infláciu HICP bez potravín a energií mali tlmiaci účinok zmeny štatistickej evidencie cien turistických zájazdov v Nemecku. Tento účinok v súčasnosti odznieva. Podrobnejšie informácie sú v boxe *Dampening special effect in the HICP in July 2019*, článok *Economic conditions in Germany*, *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, august 2019, s. 57-59.

⁷ Ďalšie informácie o týchto ukazovateľoch sú v boxoch 2 a 3 v článku *Measures of underlying inflation for the euro area*, *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2018.

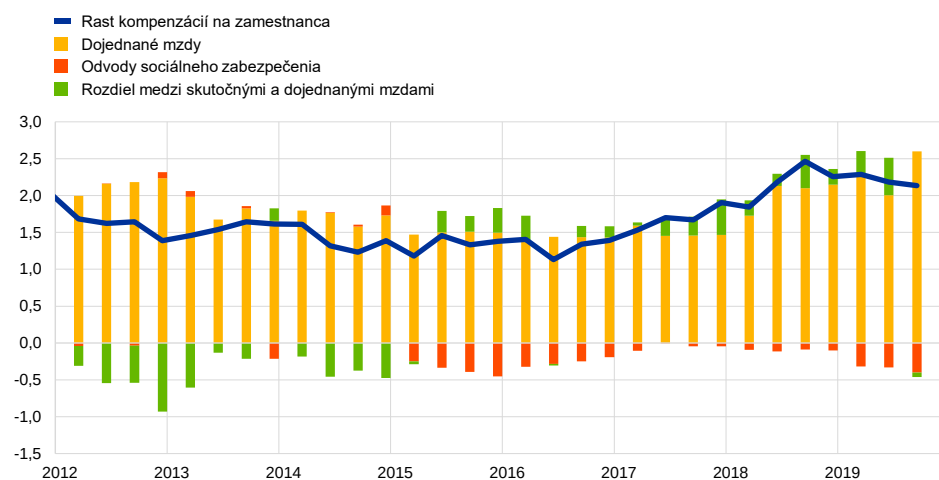
polotovarov klesla v októbri na $-1,0\%$ ($-0,7\%$ v septembri) a inflácia dovozných cien polotovarov v októbri klesla na $-0,5\%$ ($0,4\%$ v septembri). Slabšie vonkajšie cenové tlaky vyplývajú z vývoja globálnej inflácie cien výrobcov bez energií, ktorá v októbri znova mierne klesla na $1,1\%$ (z $1,2\%$ v septembri).

Mzdový rast zostal odolný. Ročný rast kompenzácií na zamestnanca dosiahol v treťom štvrtroku 2019 úroveň $2,1\%$ (mierny pokles oproti $2,2\%$ a $2,3\%$ v druhom a prvom štvrtroku; graf 15). Údaje za rok 2019 sú ovplyvnené výrazným znížením odvodov sociálneho zabezpečenia vo Francúzsku.⁸ Ročný rast miezd a platov na zamestnanca, ktorý nezahŕňa odvody sociálneho zabezpečenia, v treťom štvrtroku dosiahol $2,5\%$ (rovnako ako v druhom štvrtroku, po $2,6\%$ v prvom štvrtroku a v priemere $2,3\%$ za predchádzajúci rok). Ročný rast dojednaných miezd v eurozóne v treťom štvrtroku 2019 dosiahol $2,6\%$ (oproti $2,0\%$ v druhom štvrtroku). Tento nárast bol spôsobený predovšetkým jednorazovými platbami v priemyselnom sektore v Nemecku. Odhliadnuc od dočasných faktorov z rôznych ukazovateľov vyplýva celkovo stabilný vývoj mzdového rastu od polovice roka 2018, buď v blízkosti historických priemerov alebo mierne nad nimi.

Graf 15

Príspevok zložiek kompenzácií na zamestnanca

(ročná percentuálna zmena; príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za tretí štvrtrok 2019.

Trhové ukazovatele dlhodobějších inflačných očakávaní zostali na veľmi nízkej úrovni, pričom historicky nízke sú tiež ukazovatele odvodené z výsledkov prieskumov. Trhové ukazovatele inflačných očakávaní zostali počas sledovaného obdobia celkovo stabilné a pohybovali sa tesne nad novými historickými minimami dosiahnutými začiatkom októbra 2019. Päťročná forwardová sadzba inflačných swapov o päť rokov 11. decembra 2019 predstavovala $1,25\%$, čo je približne rovnaká úroveň ako v čase septembrového menovopolitického zasadania Rady guvernérov. Pravdepodobnosť deflácie na základe trhových očakávaní napriek tomu zostala obmedzená, čo predstavuje obrat vzostupného trendu pozorovaného v roku 2019.

⁸ Táto téma je bližšie opísaná v boxe 5 tohto čísla Ekonomického bulletinu.

Z forwardového profilu trhových ukazovateľov inflačných očakávaní celkovo naďalej vyplýva dlhšie obdobie nízkej inflácie. Dlhodobé inflačné očakávania odvodené z výsledkov prieskumov sú tiež na historicky nízkej úrovni, a to tak na základe prieskumu ECB Survey of Professional Forecasters za štvrtý štvrťrok 2019, ako aj na základe novembrových údajov Consensus Economics a Euro Zone Barometer.

Graf 16

Trhové ukazovatele inflačných očakávaní

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 11. decembra 2019.

Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému z decembra 2019

predpokladajú nárast základnej inflácie v strednodobom horizonte. Na základe informácií dostupných na konci novembra by mala celková inflácia HICP podľa týchto projekcií dosiahnuť v priemere 1,2 % v roku 2019, 1,1 % v roku 2020, 1,4 % v roku 2021 a 1,6 % v roku 2022 (oproti hodnotám 1,2 %, 1,0 % a 1,5 % na roky 2019, 2020 a 2021 v septembrových makroekonomických projekciách odborníkov ECB; graf 17). Revízie boli spôsobené najmä očakávaným budúcim vývojom cien energií, ktorý bol na rok 2020 revidovaný nahor a na rok 2021 nadol, a to v dôsledku vyšších cien ropy v krátkodobom horizonte a o niečo strmšie klesajúcej krivky cien ropných futures. Po miernom náraste do konca roka 2019 má inflácia HICP bez energií a potravín v priebehu roka 2020 zostať stabilná na úrovni 1,3 %, v roku 2021 sa má zvýšiť na 1,4 % a v roku 2022 na 1,6 %. Očakáva sa, že vzostupný trend inflácie HICP bez energií a potravín bude podporený nárastom hospodárskej aktivity, pomerne výrazným rastom miezd vzhľadom na nedostatok pracovných síl a oživením ziskových marží vďaka opätovnému zrýchľovaniu aktivity, ku ktorému okrem iného prispievajú aj opatrenia menovej politiky ECB zo septembra 2019. Na raste inflácie HICP bez energií a potravín sa majú podieľať aj rastúce ceny neenergetických komodít.

Graf 17

Inflácia HICP eurozóny (vrátane projekcií)

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, december 2019](#) zverejnený 12. decembra 2019 na internetovej stránke ECB.

Poznámky: Posledné údaje sú za tretí štvrťrok 2019 (údaje) a štvrtý štvrťrok 2022 (projekcie). Uvedené intervaly okolo stredových hodnôt projekcií vychádzajú z rozdielov medzi skutočnými hodnotami a projektovanými hodnotami z minulých projekcií za obdobie niekoľkých rokov. Šírka intervalov je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty spomenutých rozdielov. Postup výpočtu intervalov vrátane úprav v dôsledku mimoriadnych udalostí je bližšie opísaný v dokumente ECB [New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#) z decembra 2009. Redakčná uzávierka údajov uvedených v tejto správe bola 27. novembra 2019.

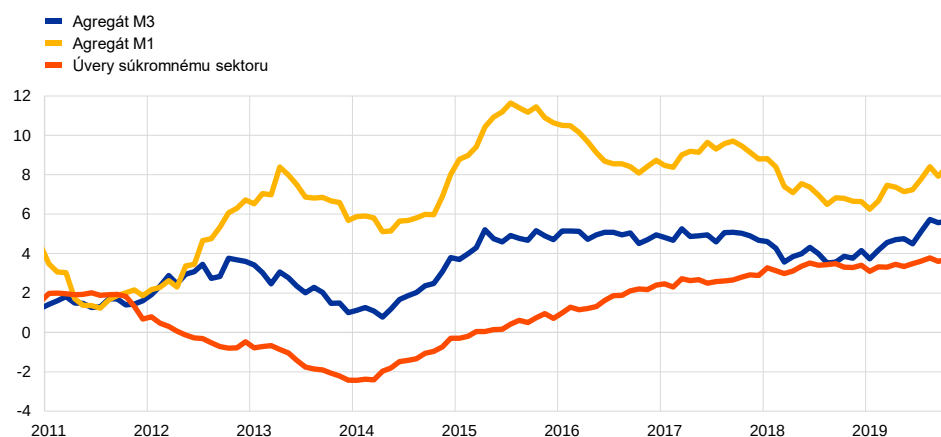
Ročná miera rastu širokého menového agregátu zostala v októbri 2019 vysoká, zatiaľ čo poskytovanie úverov súkromnému sektoru sa naďalej postupne zotavovalo. Odolný rast agregátu M3 odrážal najmä veľmi nízke oportunitné náklady na držbu peňazí. Priaznivé podmienky financovania bánk a poskytovania úverov naďalej podporovali toky úverov, a tým aj hospodársky rast. Čisté vydávania dlhových cenných papierov nefinančnými spoločnosťami, ktoré bolo vysoké už v predchádzajúcom štvrtroku, sa v treťom štvrtroku 2019 ešte viac zvýšilo. K vydávaniu dlhových cenných papierov naďalej prispievali podmienky na dlhopisových trhoch.

Peňažná zásoba v októbri rástla vysokým tempom. Ročná miera rastu menového agregátu M3 zostala v októbri nezmenená na úrovni 5,6 % (graf 18), čiže mierne nad úrovňou okolo 5 %, ktorá sa pozorovala od roku 2015 do roku 2018, keď boli čisté nákupy aktív v rámci programu nákupu aktív pozitívne. K rastu peňažnej zásoby prispeli veľmi nízke oportunitné náklady na držbu peňažných nástrojov, zatiaľ čo slabší hospodársky rast pôsobil ako brzda. Konštelácia úrokových sadzieb ovplyvňuje aj zloženie menového agregátu M3, pretože stimuluje koncentráciu peňažných prostriedkov v najlikvidnejších nástrojoch. Podobne ako v predchádzajúcich štvrtrokoch preto k rastu menového agregátu M3 naďalej prispieval úzky agregát M1 zložený z jednoduchých vkladov a objem peňazí v obehu. Ročná miera rastu menového agregátu M1 sa v októbri zvýšila na 8,4 % zo septembrových 7,8 % a pokračovala tak v zotavovaní pozorovanom od začiatku roka.

Graf 18

Agregáty M3 a M1 a úvery súkromnému sektoru

(ročné percentuálne zmeny; očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Úvery sú upravené o predaj úverov, sekuritizáciu a účelové vytváranie spoločných peňažných fondov. Posledné údaje sú za október 2019.

K rastu peňažnej zásoby naďalej hlavnou mierou prispievali jednoduché vklady.

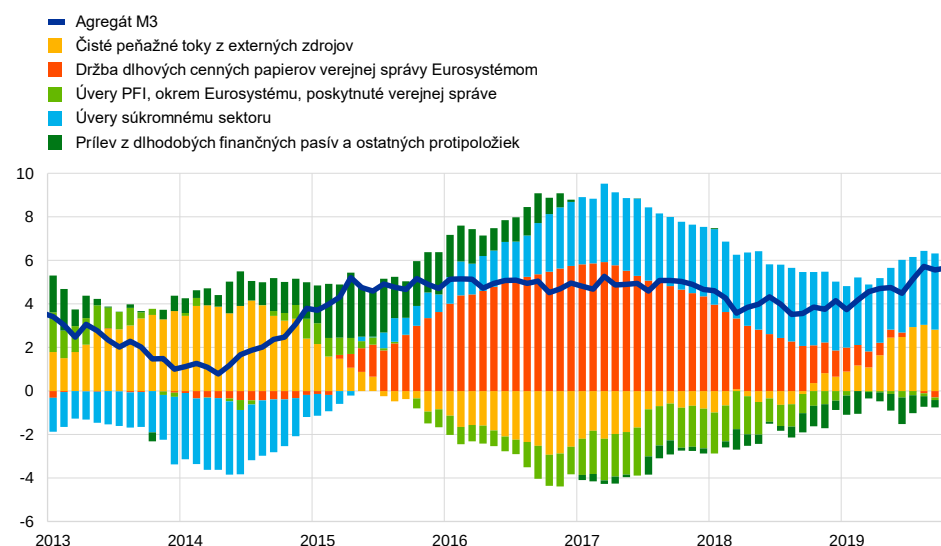
Ročná miera rastu jednoduchých vkladov sa v októbri ďalej zvýšila zo septembrových 8,5 % na 9,0 %. Stabilný vývoj objemu peňazí v obehu nepoukazuje na zrýchlené nahrádzanie vkladov hotovosťou vzhľadom na negatívne úrokové sadzby. K rastu agregátu M3 v októbri pozitívne prispel objem krátkodobých vkladov iných ako

jednodňové vklady (t. j. M2 mínus M1), čo bolo spôsobené najmä výraznejším rastom sporiacich vkladov. Obchodovateľné nástroje (t. j. M3 mínus M2) mali vzhľadom na relatívne nízke úročenie týchto nástrojov naďalej malý záporný vplyv na rast peňažnej zásoby.

Peňažná zásoba v októbri naďalej rástla najmä vďaka úverom súkromnému sektoru. Úvery súkromnému sektoru prispeli k rastu peňažnej zásoby výraznou mierou (modré časti grafu 19). Zrýchlenie rastu peňažnej zásoby od začiatku roka 2019 je však spôsobené najmä vývojom peňažných tokov z externých zdrojov (žltá časť grafu 19). Tento vývoj odráža väčší záujem zahraničných investorov o aktíva eurozóny. Ukončenie čistých nákupov v rámci programu nákupu aktív koncom roka 2018 zároveň znamenalo, že kladný príspevok cenných papierov verejnej správy v držbe Eurosystému bol minimálny (červená časť grafu 19). Okrem toho bol brzdiaci vplyv dlhodobých finančných pasív naďalej malý (tmavozelená časť grafu 19).

Graf 19 Agregát M3 a jeho protipoložky

(ročné percentuálne zmeny; príspevky v percentuálnych bodoch; očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Úvery súkromnému sektoru zahŕňajú úvery PFI súkromnému sektoru a dlhové cenné papiere vydané súkromným sektorom nepeňažných finančných inštitúcií eurozóny v držbe PFI. Okrem toho zahŕňajú aj nákupy dlhových cenných papierov nepeňažných finančných inštitúcií realizované Eurosystémom v rámci programu nákupu cenných papierov podnikového sektora. Posledné údaje sú za október 2019.

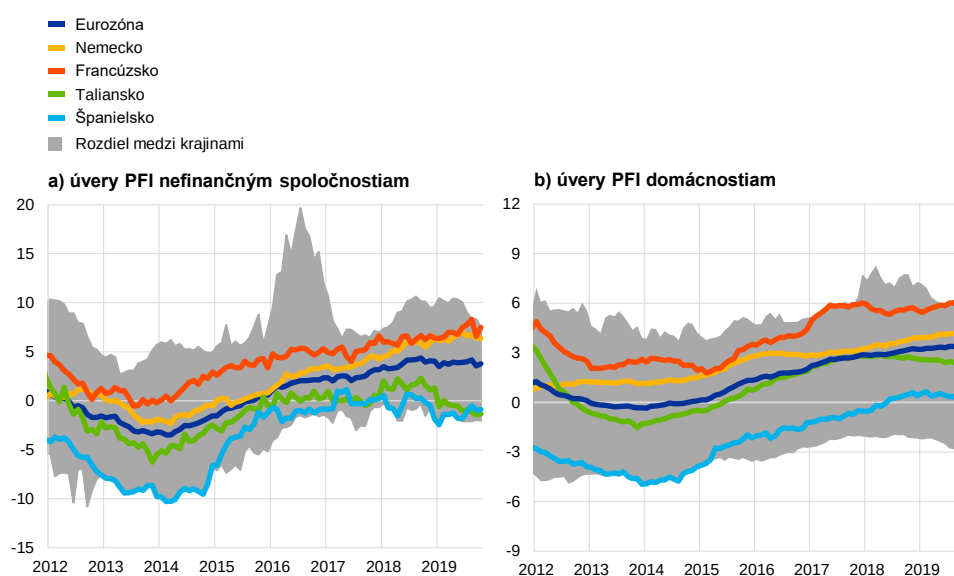
Ročné tempo rastu úverov súkromnému sektoru sa mierne zvýšilo, čím sa konsolidovalo jeho postupné zotavovanie. Ročná miera rastu úverov PFI súkromnému sektoru (upravená o predaj úverov, sekuritizáciu a účelové vytváranie spoločných peňažných fondov) sa v októbri mierne zvýšila na 3,7 % zo septembrových 3,6 % (graf 18). Tento vývoj bol spôsobený najmä októbrovým zvýšením ročnej miery rastu úverov nefinančným spoločnostiam na 3,8 % zo septembrových 3,6 %, čím sa konsolidovala jej stabilizácia na úrovni okolo 4 %, na ktorej sa pohybuje od polovice roka 2018. Poskytovanie úverov spoločnostiam pôsobiacim v sektore služieb – vrátane spoločností poskytujúcich služby súvisiace s nehnuteľnosťami – sa najväčšou mierou podieľa na raste úverov poskytovaných nefinančným spoločnostiam. Ročný rast objemu úverov domácnostiam tak pokračoval

v postupnom rastúcom trende, profitujúc najmä z priaznivých podmienok poskytovania úverov a priaznivého vývoja na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie. Ročná miera rastu úverov domácnostiam sa v októbri mierne zvýšila na 3,5 % zo septembrových 3,4 %. Rast úverov spoločnostiam a domácnostiam sa naďalej vyznačuje výraznými rozdielmi medzi krajinami (graf 20), odrážajúc okrem iného rozdiely v hospodárskom raste v čase, rozdiely v dostupnosti ďalších finančných zdrojov, rozdielny vývoj cien nehnuteľností v jednotlivých krajinách, rôznu úroveň zadlženosti domácností a nefinančných spoločností a odlišný vývoj cien nehnuteľností v jednotlivých krajinách.

Graf 20

Úvery PFI vo vybraných krajinách eurozóny

(ročné percentuálne zmeny)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Údaje upravené o predaj a sekuritizáciu úverov. V prípade nefinančných spoločností sú úvery upravené aj o účelové vytváranie spoločných peňažných fondov. Rozdiel medzi krajinami je vypočítaný na základe minimálnych a maximálnych hodnôt z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú za október 2019.

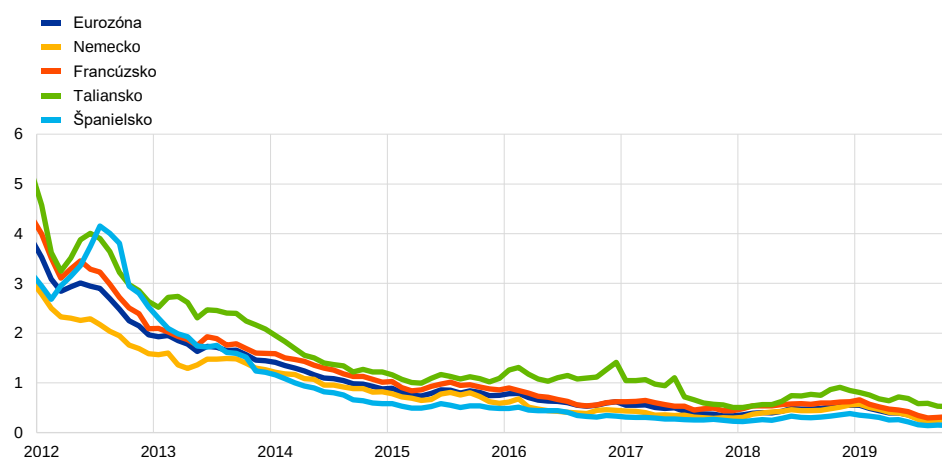
Podmienky financovania dlhu bánk zostali priaznivé. Zložené náklady na dlhové financovanie bánk eurozóny, ktoré od začiatku roka poklesli v súlade so sadzbami na trhu, zostali v treťom štvrtroku 2019 na veľmi nízkej úrovni (graf 21). Tento vývoj odráža výrazný klesajúci trend výnosov dlhopisov bánk, aj keď od septembra došlo k miernemu nárastu výnosov dlhopisov, čo odráža všeobecnejšie zvýšenie bezrizikových sadzieb. Úrokové sadzby vkladov bánk eurozóny v októbri zároveň zaznamenali nové historické minimá. Kým vývoj nákladov na financovanie dlhu bánk bol v najväčších krajinách eurozóny prevažne súbežný a odrážal opatrenia menovej politiky ECB, rozdiely v úrovni nákladov na financovanie bánk pretrvávali. Banky eurozóny vo svojich odpovediach v rámci prieskumu ECB zameraného na úverovú aktivitu bánk z októbra 2019 uvádzali, že obnovenie čistých nákupov v rámci programu nákupu aktív by malo podporiť ďalšie zmiernenie podmienok financovania prostredníctvom trhu, čo prispeje k ďalšiemu zlepšeniu podmienok financovania. Tlak na zmenšovanie rozpätia medzi úrokovými sadzbami úverov a vkladov bánk v eurozóne, ktoré má tlmiaci vplyv na ziskovosť bánk, sa okrem toho kompenzuje

zvyšovaním objemov úverov, pričom celkový účinok na čisté úrokové výnosy (ako výsledok úverových marží a objemov) bol mierne pozitívny. Napriek pokroku, ktorý banky dosiahli pri konsolidácii svojich súvah, napríklad znížením nesplácaných úverov, zostáva ziskovosť bánk v eurozóne podľa medzinárodných a historických štandardov nízka, čo môže byť výzvou pre schopnosť bánk sprostredkovať a prenášať signály menovej politiky. V tejto súvislosti sú niektoré z neštandardných opatrení menovej politiky, ktoré nedávno zaviedla ECB – napríklad tretia séria cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III) a dvojúrovňový systém úročenia rezerv – zamerané na podporu sprostredkovania financovania prostredníctvom bánk.

Graf 21

Zložené náklady bánk na dlhové financovanie

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



Zdroje: ECB, Markit iBoxx a výpočty ECB.

Poznámka: Zložené náklady na vklady sa vypočítavajú ako priemer úrokových sadzieb nových obchodov tvorených dennými vkladmi, vkladmi s dohodnutou splatnosťou a vkladmi splatnými na požiadanie, ktoré sú vážené zodpovedajúcimi nesplatenými sumami. Posledné údaje sú za október 2019.

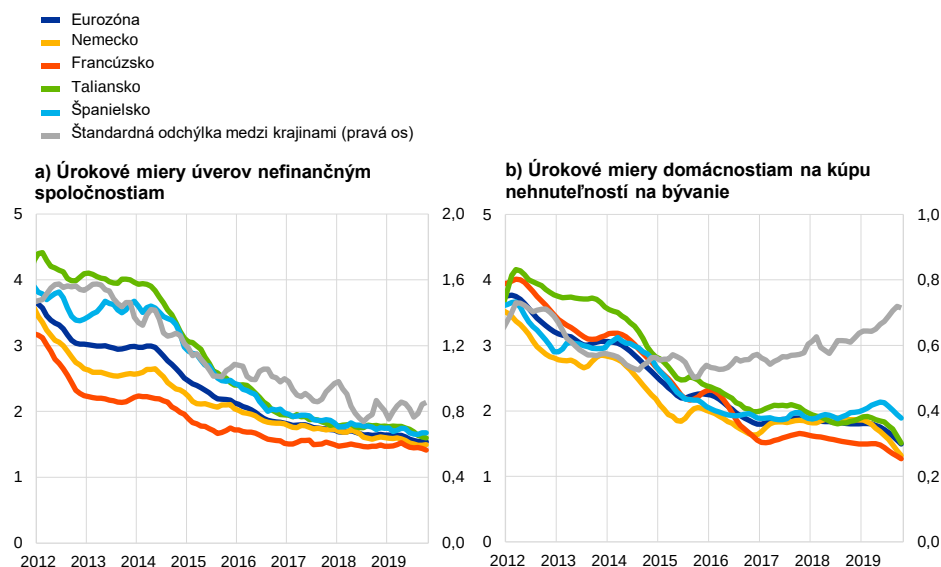
Priaznivé úrokové sadzby bankových úverov naďalej prispievali

k hospodárskemu rastu. V uplynulých niekoľkých mesiacoch zostali zložené úrokové sadzby úverov nefinančným spoločnostiam v podstate nezmenené a v súlade s vývojom referenčných úrokových sadzieb na finančnom trhu, zatiaľ čo zodpovedajúce úrokové sadzby úverov domácnostiam na nákup nehnuteľností na bývanie naďalej klesali. Zložené úrokové sadzby bankových úverov nefinančným spoločnostiam (graf 22) v októbri 2019 dosahovali 1,56 %, čo je len mierne nad úrovňou historického minima, kým zložené úrokové sadzby bankových úverov domácnostiam na nákup nehnuteľností na bývanie poklesli na nové historické minimum 1,44 % (graf 22). Konkurenčné tlaky a priaznivejšie náklady na financovanie bán pôsobili tlmiaco na úrokové sadzby úverov nefinančným spoločnostiam a domácnostiam eurozóny. Zložené úrokové sadzby bankových úverov nefinančným spoločnostiam a domácnostiam od vyhlásenia opatrení ECB na uľahčenie prístupu k úverom v júni 2014 výrazne poklesli. Od mája 2014 do októbra 2019 klesli zložené úrokové sadzby úverov nefinančným spoločnostiam o približne 140 bázických bodov a domácnostiam o približne 150 bázických bodov.

Graf 22

Zložené úrokové sadzby bankových úverov vo vybraných krajinách eurozóny

(v percentách za rok; trojmesačný kľzavý priemer)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Ukazovateľ celkových nákladov na bankové úvery sa počíta agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb použitím 24-mesačných kľzavých priemerov objemov nových obchodov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú za október 2019.

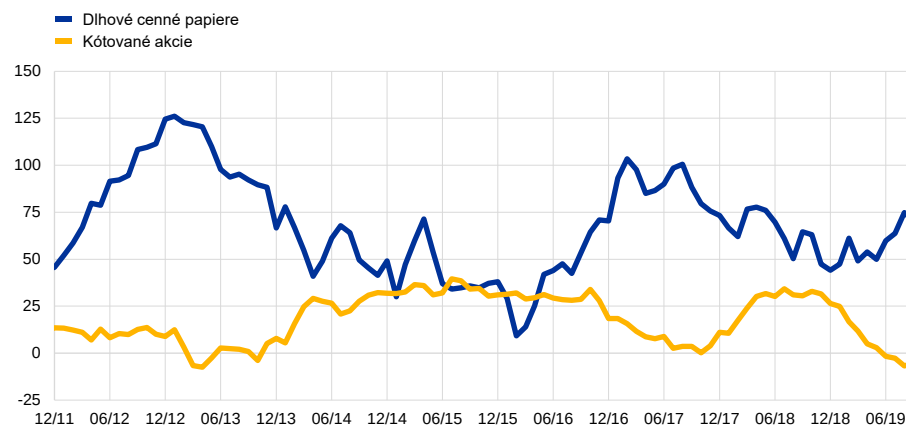
Celkový ročný tok financovania nefinančných spoločností eurozóny

z vonkajších zdrojov zostal v treťom štvrtroku 2019 stabilný. Keďže podmienky financovania sú v súčasnosti priaznivé, toky dlhového financovania do nefinančných spoločností zostali voči súčasnému hospodárskemu oslabeniu celkovo dosť odolné. Z [prieskumu o prístupe k financovaniu podnikov v eurozóne \(SAFE\)](#) v tejto súvislosti vyplýva, že malé a stredné podniky, ktoré sú kriticky závislé na financovaní prostredníctvom bánk, hlásia trvalú ochotu bánk poskytovať im pôžičky. Financovanie spoločností z vonkajších zdrojov sa v treťom štvrtroku 2019 zvýšilo, pričom ho podporili nízke a klesajúce náklady na finančné nástroje. V treťom štvrtroku 2019 sa čisté vydávanie dlhových cenných papierov nefinančnými spoločnosťami zvýšilo, takže doterajšie vydávanie v roku 2019 zostalo na takmer rekordných úrovniach. K zvýšeniu čistého vydávania dlhových cenných papierov v treťom štvrtroku 2019 došlo v súvislosti s postupným oživením celkového poskytovania úverov nefinančným spoločnostiam – vrátane úverov PFI – a ďalším zlepšením podmienok financovania prostredníctvom podnikových dlhopisov, ktoré bolo výraznejšie ako zlepšenie podmienok poskytovania bankových úverov. Zo strednodobého hľadiska zotavenie vydávania dlhových cenných papierov v roku 2019 dostalo čisté ročné toky vydávania v septembri opäť na úrovne zaznamenané na jar 2018 a výrazne nad najnižšou hodnotou v decembri 2018 (graf 23). Čisté vydávanie kótovaných akcií bolo v septembri kladné, ale počas celého tretieho štvrtroku 2019 zostalo negatívne, odrážajúc tlmenú aktivitu v oblasti fúzií a akvizícií a postupné zvyšovanie nákladov na financovanie prostredníctvom akcií v tomto období. Najnovšie údaje z trhu naznačujú, že čisté vydávanie dlhových cenných papierov v októbri a novembri 2019 zostalo vysoké a naďalej mu dominovali emitenti s investičným stupňom, hoci sa zvýšila aj aktivita v oblasti vydávania cenných papierov s vysokými výnosmi.

Graf 23

Čisté vydávání dlhových cenných papierov a kótovaných akcií nefinančnými spoločnosťami eurozóny

(ročné toky v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Mesačné údaje vypočítané na základe 12-mesačného klzavého obdobia. Posledné údaje sú za september 2019.

V septembri 2019 boli náklady na financovanie nefinančných spoločností mierne nad historickým minimom dosiahnutým v apríli 2019.

Celkové nominálne náklady na financovanie nefinančných spoločností z externých zdrojov, ktoré tvoria bankové úvery, vydávanie dlhových cenných papierov na trhu a financovanie prostredníctvom akcií, dosiahli v septembri úroveň 4,6 %. Bolo to o 9 bazických bodov viac ako v apríli, keď boli náklady na financovanie na historickom minime, ale stále veľmi priaznivé. Predpokladá sa, že do konca novembra zostanú celkové náklady na financovanie v podstate nezmenené na úrovni zo septembra. To je odrazom o niečo nižších nákladoch na kapitálové financovanie, ktoré sú čiastočne kompenzované o niečo vyššími nákladmi na financovanie dlhu prostredníctvom trhu. K nižším nákladom na kapitálové financovanie najväčšou mierou prispel pokles rizikových prémie akcií, ku ktorému zasa prispelo zlepšenie vnímania rizika na svetových trhoch. Mierny nárast nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu bol spôsobený nárastom bezrizikových sadzieb, zatiaľ čo spready podnikových dlhopisov sa v tom istom období zúžili.

Očakáva sa, že fiškálny deficit eurozóny sa bude v rokoch 2019 až 2021 stabilne zvyšovať z dôvodu nižších primárnych prebytkov. Pokles primárneho salda odráža najmä predpokladanú expanzívnu fiškálnu pozíciu, ktorá podporuje hospodársku aktivitu. Pomer dlhu verejnej správy k HDP by mal naďalej klesať v dôsledku priaznivého diferenciálu úrokovej miery a rastu a kladného, ale klesajúceho primárneho zostatku. Úroveň dlhu v mnohých krajinách však zostáva vysoká. V týchto krajinách musia vlády uskutočňovať obozretnú politiku a plniť ciele štrukturálnej rovnováhy. Tým sa vytvoria podmienky na voľné fungovanie automatických stabilizátorov.

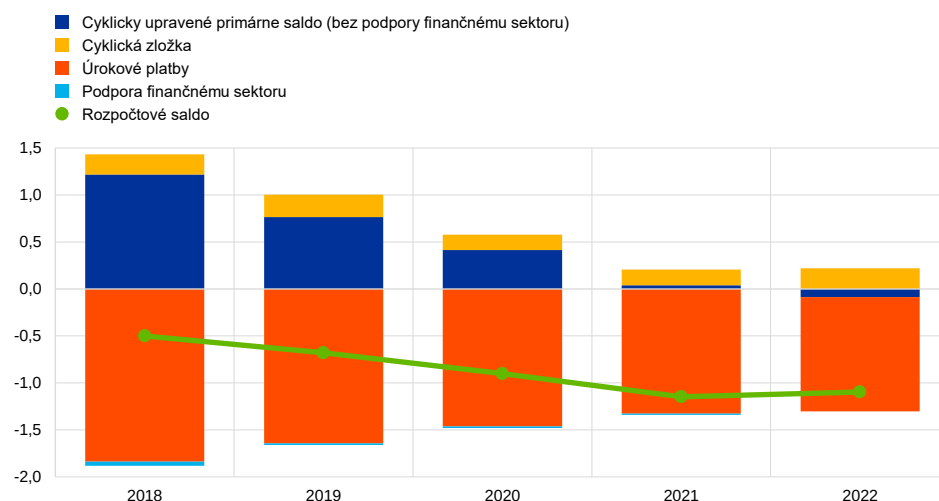
Predpokladá sa, že saldo rozpočtu verejnej správy v eurozóne v rokoch 2019 až 2021 bude naďalej klesať a v roku 2022 sa bude stabilizovať. Podľa

makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z decembra 2019⁹ sa očakáva zvýšenie pomeru deficitu verejnej správy eurozóny z 0,5 % HDP v roku 2018 na 0,7 % HDP v roku 2019. Predpokladá sa, že deficit sa bude naďalej zvyšovať v roku 2020 a 2021 a potom sa bude stabilizovať na úrovni 1,1 % HDP (graf 24). Pokles rozpočtového salda v rokoch 2019 až 2021 je spôsobený najmä nižším cyklicky upraveným primárnym saldom. Čiastočne je to kompenzované nižšími úrokovými výdavkami, zatiaľ čo cyklická zložka zostáva počas sledovaného obdobia do značnej miery nezmenená.

Graf 24

Rozpočtové saldo a jeho zložky

(v % HDP)



Zdroj: ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému – december 2019.

Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy v eurozóne.

Fiškálny výhľad eurozóny na roky 2020 až 2021 naznačuje o niečo priaznivejšiu fiškálnu politiku, ako sa očakávalo v projekciách odborníkov ECB zo septembra 2019. Po miernej revízii smerom nahor v roku 2019 nižšie rozpočtové saldo v rokoch

⁹ Viac v [Makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému pre eurozónu](#) zverejnených 12. decembra 2019 na internetovej stránke ECB.

2020 a 2021 odráža ďalšie fiškálne uvoľnenie, zatiaľ čo cyklická zložka a úrokové platby by mali zostať v podstate na nezmenenej úrovni.

Odhaduje sa, že agregovaná fiškálna pozícia eurozóny bude v rokoch 2019 až 2021 expanzívna a v roku 2022 celkovo neutrálna.¹⁰ Fiškálna pozícia by sa mala v roku 2019 uvoľniť a predpokladá sa, že v rokoch 2020 až 2021 zostane expanzívna a bude podporovať hospodársku aktivitu. Dôvodom je najmä zníženie priamych daní vo Francúzsku a Holandsku, vyššie transfery a verejné investície v Taliansku a Nemecku a vyššia spotreba verejnej správy v Nemecku, Holandsku a Španielsku. V roku 2022 by mala byť fiškálna pozícia viac-menej neutrálna, s určitým limitovaným znížením priamych daní vo Francúzsku a ďalšími výdavkami v Nemecku a Španielsku.

Predpokladá sa, že agregovaný pomer verejného dlhu k HDP sa bude naďalej znižovať. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2019 by sa mal agregovaný pomer dlhu verejnej správy k HDP v eurozóne znížiť z úrovne 85,8 % HDP v roku 2018¹¹ na 81,1 % HDP v roku 2022. Toto zníženie je podporené priaznivým diferenciálom¹² úrokovej miery a rastu, ako aj primárnymi prebytkami, ktoré sa však znižujú (graf 25). V porovnaní so septembrovými projekciami sa očakáva, že pomer dlhu sa bude mierne zvyšovať, a to v dôsledku revízií smerom nahor k historickým údajom (0,5 % HDP v roku 2018), nižších predpokladaných primárnych prebytkov a menej priaznivých diferenciálov úrokovej miery a rastu v rokoch 2020 až 2021.

¹⁰ Fiškálna pozícia odráža okrem automatickej reakcie verejných financií na hospodársky cyklus aj nasmerovanie a rozsah stimulu z fiškálnej politiky do hospodárstva. Meria sa tu ako zmena pomeru cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od štátnej pomoci finančnému sektoru. Konceptcia fiškálnej pozície eurozóny sa podrobne rozoberá v článku s názvom [The euro area fiscal stance](#), *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

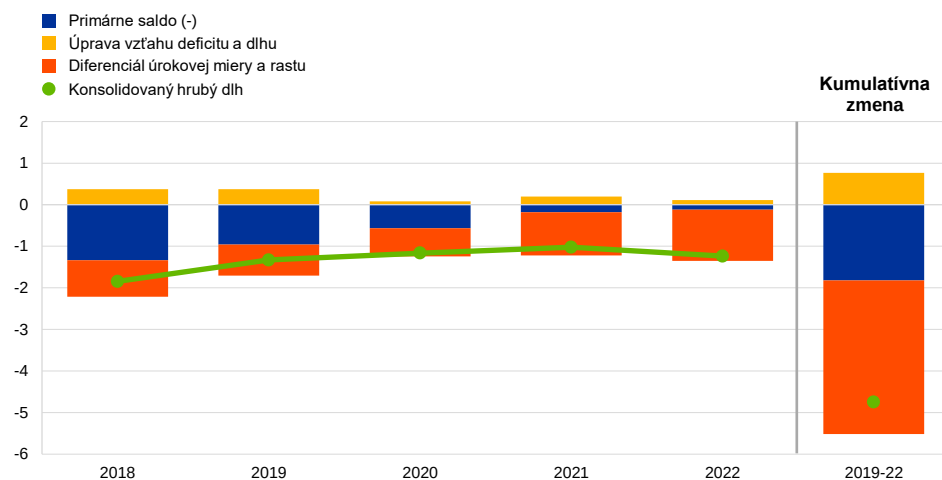
¹¹ Keďže v projekciách sa zvyčajne zohľadňujú najnovšie údaje, môžu sa líšiť od posledných overených údajov Eurostatu.

¹² Viac informácií je v boxe s názvom [Dynamika diferenciálu úrokovej miery a rastu a verejného dlhu](#) *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB, 2019.

Graf 25

Faktory zmeny verejného dlhu

(v percentuálnych bodoch HDP)



Zdroj: ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému, december 2019.
Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy v eurozóne.

Aj keď sa očakáva, že pomer dlhu sa vo väčšine krajín eurozóny zníži, v niektorých z nich bude naďalej výrazne prekračovať referenčnú hodnotu 60 % HDP. Vlády v krajinách s vysokým vládny dlhom musia uskutočňovať obozretnú politiku a plniť ciele štrukturálnej rovnováhy, čo vytvorí podmienky na voľné fungovanie automatických stabilizátorov. S ohľadom na zhoršovanie výhľadu hospodárskeho rastu a pretrvávajúci význam rizika spomalenia by vlády s voľným fiškálnym priestorom mali byť pripravené konať účinne a včas. Všetky krajiny by mali zároveň zvyšovať úsilie o dosiahnutie takého zloženia verejných financií, ktoré vo väčšej miere podporuje rast.

Boxy

1 Vplyv zvyšovania ciel v prostredí globálnych hodnotových reťazcov

Philipp Meinen

V kontexte obchodného konfliktu medzi Spojenými štátmi a Čínou sú globálne hodnotové reťazce faktorom, ktorý môže zosilňovať dosah vyšších ciel na hospodárske aktivity. Zvyšujúce sa clá v globalizovanom svete s medzinárodnými dodávateľskými reťazcami môže mať významný negatívny dopad na hospodársku aktivitu. Celkovo platí, že globálne zásobovanie firmami znamená vyššie clá, ktoré sa zvyčajne zavádzajú, aby chránili domáci priemysel, môžu však viesť k vyšším vstupným nákladom pre domácich výrobcov. Účinky vyšších ciel môžu navyše zosilniť globálne hodnotové reťazce, najmä v prípade viacstupňových výrobných procesov, pri ktorých sa tovar postupne presúva od dodávateľov k odberateľom s pridanou hodnotou na každom stupni.¹³ S ohľadom na uvedené skutočnosti tento box prináša dôkazy o nepriaznivom vplyve ciel na hospodársku aktivitu v kontexte globálneho zabezpečovania zdrojov a globálnych hodnotových reťazcov.

Obchod súvisiaci s globálnymi hodnotovými reťazcami, ktorý sa tu definuje ako tie obchodované položky, ktoré prechádzajú aspoň cez dve medzištátne hranice, sa (ako podiel z celkového obchodu) rozšíril v desaťročí pred finančnou krízou, potom sa ustálil a v posledných rokoch, za ktoré sú dostupné údaje, klesal (graf A).¹⁴ Obchod súvisiaci s globálnymi hodnotovými reťazcami sa delí na tzv. spätné a výhladové prepojenia. Obchod s výhladovými prepojeniami sa vzťahuje na vývoz danej krajiny s pridanou hodnotou, ktorý nie je absorbovaný konečným dopytom priamych obchodných partnerov tejto krajiny, ale (zvyčajne po určitom spracovaní) sa vyváža ďalej na tretie trhy. Naopak obchod so spätnými prepojeniami zahŕňa zahraničný obsah používaný na produkciu vývozu danej krajiny.¹⁵ Odvetvia na dodávateľskom stupni dodávateľského reťazca (napr. baníctvo, vývoj produktov) majú zvyčajne väčší podiel výhladových prepojení, zatiaľ čo sektory na odberateľských stupňoch, ako mnohé výrobné odvetvia, využívajú skôr spätné prepojenia. Takéto úvahy sú dôležité v súvislosti so zosilňujúcimi účinkami

¹³ Takéto sekvenčne organizované hodnotové reťazce sa označujú aj ako hady. Naopak dodávateľské reťazce sa niekedy označujú ako pavúky, pri ktorých sa viaceré končatiny (čiže časti) spájajú bez osobitnej postupnosti a tvoria telo (čiže celok). Baldwin, R. and Venables, A.J.: Spiders and snakes: Offshoring and agglomeration in the global economy, *Journal of International Economics*, 90, Elsevier, Amsterdam, 2013, pp. 245-254.

¹⁴ Obchodné položky súvisiace s globálnymi hodnotovými reťazcami sa teda najmenej raz reexportujú pred tým, ako sa absorbujú v konečnej spotrebe (Borin and Mancini, 2019). Takéto obchodné toky sa vypočítajú na základe tabuliek vstupov a výstupov medzi krajinami (ICIO). V tomto boxe sa používajú tabuľky ICIO, ktoré zverejnila OECD. Upozorňujeme, že úroveň obchodu súvisiaceho s globálnymi hodnotovými reťazcami môže závisieť od zdroja tabuliek ICIO (napr. údaje OECD v protiklade k svetovým tabuľkám vstupov a výstupov), pričom uvedená dynamika v čase (graf A) býva dosť podobná. Dve vydania tabuliek ICIO OECD sú tu usporiadané v čase tak, aby sa skúmané obdobie predĺžilo. Borin, A., and Mancini, M.: Measuring What Matters in Global Value Chains and Value-Added Trade, *Policy Research working paper*, WPS 8804, World Bank, 2019.

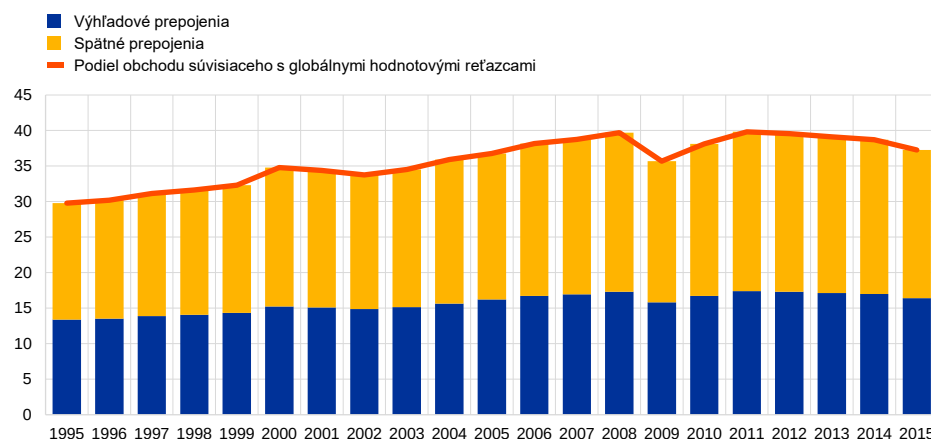
¹⁵ Spätné prepojenia zahŕňajú aj domácu pridanú hodnotu, ktorá sa v hrubom rozklade vývozu započítava dvakrát. Tieto dvakrát započítané hodnoty sú zvyčajne nízke.

vyšších cieľ vzhľadom na globálne hodnotové reťazce, keďže tieto závisia okrem iného aj od podielu zahraničnej pridanej hodnoty vo vývoze.

Graf A

Vývoj obchodu súvisiaceho s globálnymi hodnotovými reťazcami v rokoch 1995 až 2015

(Svetový podiel vývozu súvisiaceho s globálnymi hodnotovými reťazcami na celkovom (hrubom) vývoze, v %)



Zdroj: Tabuľky OECD vstupov a výstupov medzi krajinami (ICIO) a výpočty ECB na základe metódy Borina and Manciniho (2019).
Poznámka: Obchod súvisiaci s globálnymi hodnotovými reťazcami zahŕňa všetky obchodované položky, ktoré prechádzajú aspoň cez dve medzinárodné hranice. V grafe sa uvádza vážený priemer ukazovateľov v 64 krajinách.

Obchod s medziproduktmi môže zosilniť dosah cieľ na hospodárstvo, najmä ak ide o medzinárodnú viacstupňovú výrobu. Modely medzinárodného obchodu, ktoré zahŕňajú odvetvové prepojenia a obchod s medziproduktmi, naznačujú väčší prospech z liberalizácie obchodu ako modely, ktoré tieto charakteristiky nezahŕňajú. Súvisí to so skutočnosťou, že keď sa berie do úvahy globálne zabezpečovanie zdrojov, obmedzovanie obchodných sporov znižuje nielen cenu konečných tovarov, ale aj vstupné náklady pre firmy.¹⁶ Účinky cieľ môže zosilniť okrem toho aj zohľadňovanie globálnej viacstupňovej štruktúry výroby, pri ktorej sú jednotlivé etapy výroby organizované sekvenčne cez hranice.¹⁷ Po prvé, keďže tovary pri procesoch v medzinárodnej viacstupňovej výrobe prechádzajú viackrát cez hranice, môžu sa zdať každý raz, keď sa prekročí hranica. Po druhé, clá sa bežne stanovujú na celkovú (hrubú) dovoznú hodnotu tovaru, nie na pridanú hodnotu v poslednej etape výroby. Čím je teda nižšia pridaná hodnota v poslednom výrobnom procese (vo vzťahu k hrubej hodnote), tým vyššia je efektívna colná sadzba uplatňovaná na túto etapu výroby.

¹⁶ Napríklad Caliendo, L. and Parro, F.: Estimates of the Trade and Welfare Effects of NAFTA, *The Review of Economic Studies*, 82(1), 2015, pp. 1-44. Viac aj v práci Jones, C.I.: Intermediate goods and weak links in the theory of economic development, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(2), 2011, pp. 1-28, v ktorej sa diskutuje vo všeobecnejšom zmysle o tom, ako medziprodukty vytvárajú medzi firmami prepojenia, ktoré môžu mať zosilňujúci účinok.

¹⁷ Kvantitatívny význam tohto zosilňujúceho účinku sa skúma zvyčajne na rovnovážnych modeloch obchodu s rôznymi výsledkami. Napríklad Yi a tiež Antràs a de Gortari uvádzajú, že tento zosilňujúci účinok má len obmedzený význam v porovnaní s modelom, ktorý zohľadňuje globálne zabezpečovanie zdrojov. Yi, K.M.: Can Vertical Specialization Explain the Growth of World Trade?, *Journal of Political Economy*, 111(1), 2003, pp. 52-102; Yi, K.M.: Can multistage production explain the home bias in trade?, *American Economic Review*, 100, 2010, pp. 364-393; Antràs, P., and de Gortari, A.: On the Geography of Global Value Chains, mimeo, Harvard University, 2019; Johnson, R.C. and Moxnes, A.: GVCs and trade elasticities with multistage production, *NBER Working Paper*, No 26108, 2019.

Empirická analýza naznačuje, že zvyšovanie ciel môže v strednodobom horizonte výrazne spomaliť hospodársku aktivitu v odvetviach, ktoré využívajú zahraničné vstupy. Aktivita firiem pri globálnom zabezpečovaní zdrojov znamená, že clá, ktoré majú chrániť konkrétne sektory hospodárstva, môžu zároveň škodiť domácim výrobcam v iných odvetviach tým, že im zvyšujú vstupné náklady. Medzinárodná viacstupňová výroba navyše znamená, že vstupné náklady ovplyvňuje nielen vlastný systém ciel danej krajiny, ale aj clá, ktoré sa uplatňujú vo výrobných etapách na predchádzajúcich dodávateľských úrovniach. Napríklad clo, ktoré uvalia Spojené štáty na čínsky vývoz môže poškodiť mexické firmy na odberateľských úrovniach, ak používajú vstupy zo Spojených štátov obsahujúce súčasti s pôvodom v Číne. Z toho vyplýva, že dosah ciel na hospodársku aktivitu závisí od pozície, na ktorej sa nachádza priemyselné odvetvie danej krajiny v dodávateľskom reťazci. V grafe B sú zobrazené impulzné reakcie reálnej priemyselnej výroby na zvýšenie premennej, ktorá meria clá na vyšších úrovniach v odvetviach danej krajiny s nízkymi a vysokými spätnými prepojeniami, o jednu štandardnú odchýlku.¹⁸ Zatiaľ čo zvýšenie ciel na dodávateľských úrovniach nemá zásadný vplyv na reálnu aktivitu odvetví s nízkymi spätnými prepojeniami, významné negatívne účinky sa zistili v odvetviach nachádzajúcich sa na odberateľských úrovniach hodnotového reťazca (čiže v odvetviach s vysokými spätnými prepojeniami), čo sa dalo predpokladať, keďže ich výrobný proces závisí od zahraničných vstupov.¹⁹ V prípade týchto odvetví zvýšenie ciel na dodávateľských úrovniach o jednu štandardnú odchýlku súvisí s poklesom priemyselnej výroby o jeden percentuálny bod po troch rokoch. Tento účinok je po šiestich rokoch štatisticky bezvýznamný.

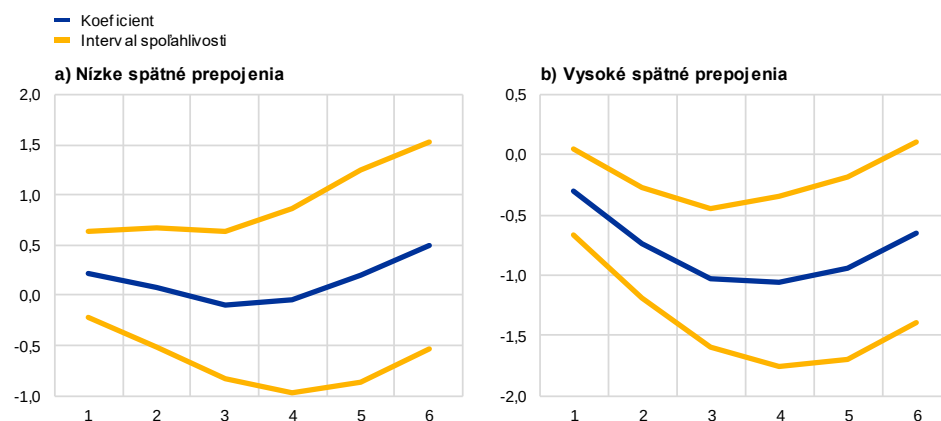
¹⁸ Clá na dodávateľských úrovniach sa vypočítajú ako vážený priemer ciel uplatňovaných na medziprodukty, ktoré používajú odvetvia danej krajiny, pričom váhy sa týkajú podielu vstupov na celkovej produkcii odvetvia danej krajiny. Toto meranie sa rozširuje tak, aby zahŕňalo aj clá zavedené krajinami nachádzajúcimi sa na dodávateľských úrovniach dodávateľského reťazca, podľa pohľadu na kumulatívne clá, ktorý prezentujú Rouzet and Miroudot pomocou tabuliek ICIO OECD. Údaje o clách sa získavajú na úrovni produktu zo systému TRAINS a z WTO pomocou nástroja World Integrated Trade Solution (WITS) Svetovej banky a agregujú sa na úrovni odvetví pomocou konštantných obchodných podielov odvodených zo súboru údajov BACI medzinárodného centra CEPII. Upozorňujeme, že aj clá zavedené na odberateľských úrovniach hodnotového reťazca by mohli tiež ovplyvniť výstupy odvetví na dodávateľských úrovniach, týmto sa však tento box nezaobrá. Rouzet, D. & S. Miroudot: The cumulative impact of trade barriers along the value chain, *June 2013 Conference Paper*, GTAP resource No 4184, 2013.

¹⁹ Impulzové reakcie sa získavajú pomocou Jordových miestnych projekcií so štandardnými chybami zoskupenými na úrovni odvetvia krajiny. Pozorovacia jednotka je odvetvie krajiny v danom roku. Zaujímavá výsledná premenná je reálna priemyselná výroba (zo zdrojov UNIDO), ktorá sa mení na dvojcifernú úroveň odvetvia ISIC. Miestne projekcie znamenajú, že zmena tejto premennej sa regreduje na zmeny colných sadzieb a vektor kontrolných premenných, ktorý zahŕňa dve oneskorenia (všetkých) zmien závislej premennej, vstupných premenných a ochranných ciel a rastu nominálnej pridanej hodnoty. Model ďalej obsahuje fixné účinky vzťahu krajina – odvetvie, odvetvie – čas a krajina – čas s cieľom kontrolovať rôzne ďalšie druhy faktorov, ktoré podnecujú priemyselnú aktivitu. Premenné pre clá spolupôsobia s meraním spätných prepojení krajina - odvetvie vypočítaným z tabuľky ICIO OECD za rok 2005, ktorý je v strede skúmaného obdobia. Vzorka zahŕňa obdobie od roku 1995 do roku 2017 a je v nej 54 krajín a 22 odvetví. Zameranie na clá na dodávateľských úrovniach môže zmierniť obavy z endogénnosti ohľadom tarifnej premennej, pričom treba poznamenať, že analýza nemusí nevyhnutne prezentovať príčinné účinky. Jorda, O., Estimation and inference of impulse responses by local projections, *American Economic Review*, 95(1), 2005, pp. 161-182.

Graf B

Impulzné reakcie reálnej priemyselnej výroby na zvýšenie vstupných ciel na dodávateľských úrovniach v horizonte šiestich rokov

(reakcie v percentuálnych bodoch a 90-percentných intervaloch spoľahlivosti)



Zdroj: UNIDO, OECD, WITS, BACI, výpočty ECB.

Poznámka: Impulzné reakcie sa týkajú tarifného šoku jednej štandardnej odchýlky. Odvetvia krajín s vysokými (nízkymi) spätnými prepojeniami sú odvetvia krajín na 80.(20.) percentile distribúcie premennej. Spätné prepojenia merajú zahraničný obsah vo vývoze odvetvia krajiny a počítajú sa pomocou prístupu Borina a Manciniho (2019). Ďalšie podrobnosti o údajoch a prístupe k odhadu sú uvedené v poznámke pod čiarou 7.

Zosilňujúce účinky ciel v dôsledku medzinárodnej viacstupňovej výroby znamenajú, že obchodné toky spojené s nadväzujúcimi odvetviami sú na clá osobitne citlivé, čo je v súlade s výsledkami odhadu získaného z gravitačného modelu. Keďže hodnota výstupu sa hromadí v hodnotovom reťazci, obchodné náklady ad valorem (ako sú clá) sú pre nadväzujúcich výrobcov v absolútnom vyjadrení vyššie. Okrem toho z medzinárodnej viacstupňovej výroby vyplýva, že úspory nákladov získané z relokácie sa vzťahujú iba na pridanú hodnotu konkrétneho výrobného stupňa, ktorý sa premiestňuje, pričom obchodné náklady ad valorem sa vyrubujú na plnú hodnotu produkcie daného výrobného stupňa. Obe dva aspekty naznačujú, že nadväzujúce odvetvia môžu očakávať mimoriadnu citlivosť na clá, čo by bolo v súlade so zosilňujúcimi účinkami ciel v dôsledku viacstupňovej výroby.²⁰ Dá sa to empiricky testovať pomocou empirického gravitačného rámca s clami, kde sa bilaterálne vývozy na úrovni odvetvia znižujú podľa časovo variabilných bilaterálnych colných sadzieb na úrovni odvetvia a zostavy s pevnými účinkami na riadenie ostatných komponentov obchodných nákladov.²¹ Koeficient cla sa tu môže meniť v závislosti od miery zahraničného obsahu v bilaterálnych vývozoč, aby sa zistilo, či sa väčší podiel zahraničného obsahu (t. j. spätnejší) spája s vyššou citlivosťou na obchodné náklady. Empirické výsledky skutočne naznačujú, že citlivosť obchodu na clá prudko stúpa so zahraničným obsahom v bilaterálnych obchodných tokoch

²⁰ Podrobnejšie informácie sú uvedené v Johnson, R.C. and Moxnes, A., GVCs and trade elasticities with multistage production, *NBER Working Paper*, No 26108, 2019.

²¹ Empirické nastavenie je podobné tomu, aké použil Bergstrand et al., ktorý diskutuje o prístupoch odhadu pre modely štruktúrálnej gravitácie. Model napríklad obsahuje fixné účinky vývozca – odvetvie – čas a dovozca – odvetvie – čas, ako aj fixné účinky vývozca – dovozca – odvetvie. Model sa odhaduje na základe sektorových údajov o obchode a výrobe odvodených z tabuliek ICIO OECD za obdobie od roku 1995 do roku 2015, ktoré sa vzťahujú na 62 krajín a 18 výrobných odvetví. Údaje o clách sa získavajú z WITS. Štandardné chyby sú zoskupené na bilaterálnej priemyselnej úrovni. Výsledky uvedené v grafe C sa vzťahujú na model odhadovaný pomocou OLS. Odhad modelu pomocou Poisson Pseudo Maximum Likelihood vedie ku kvalitatívne podobným výsledkom, pričom odhady elasticity sú spravidla väčšie. Bergstrand, J. H., Larch, M., and Yotov, Y.V., Economic integration agreements, border effects, and distance elasticities in the gravity equation, *European Economic Review*, 78, 2015, pp. 307-327.

(graf C). Zatiaľ čo odvetvia s nízkymi spätnými prepojeniami majú colnú elasticitu blízku $-0,8$, odvetvia so stredným stupňom zahraničného obsahu približne $-1,4$ a obchodné toky s vysokými spätnými prepojeniami až $-2,1$.²² Tieto zistenia sú preto v súlade s významnými zosilňujúcimi účinkami ciel v prítomnosti sekvenčne organizovaných medzinárodných dodávateľských reťazcov.

Graf C

Citlivosť vývozu na clá pri spätných prepojeniach

(odhadované koeficienty a 95-percentné intervaly spoľahlivosti)



Zdroj: OECD, WITS, BACI, výpočty ECB.

Poznámka: Nízke, stredne nízke, stredne vysoké a vysoké spätné prepojenia sa vzťahujú na štyri kvartily distribúcie premennej spätných prepojení. Spätné prepojenia merajú zahraničný obsah vo vývoze v priemyselnom odvetví krajiny a počítajú sa pomocou prístupu Borina a Manciniho (2019). Závislá premenná sa týka bilaterálnych vývozov na úrovni odvetvia, ktoré sú znížené podľa bilaterálnych tarifných sadzieb pre konkrétne odvetvie, a reguluje ďalšie faktory ovplyvňujúce vývoz s primeranými fixnými účinkami. Ďalšie podrobnosti o údajoch a prístupe k odhadu sú uvedené v poznámke pod čiarou 9.

Na základe uvedeného sa predpokladá, že globálne hodnotové reťazce zohrávajú úlohu v súčasnom obchodnom konflikte medzi Spojenými štátmi a Čínou tým, že zosilňujú účinky zvyšovania ciel. Na jednej strane

z predchádzajúcich výsledkov vyplýva, že clá, ktoré zvyšujú vstupné náklady, môžu výrazne tlmiť produkciu odvetví, ktorých výrobné procesy závisia od zahraničných medziproduktov. Keďže clá, ktoré USA uvalili na Čínu, zasiahli veľký počet medziproduktov, tento kanál môže byť v súčasnom obchodnom spore skutočne dôležitý.²³ Na druhej strane význam zosilňujúcich účinkov v dôsledku globálnej viacstupňovej výroby je menej jasný a závisí od prevahy obchodu súvisiaceho s globálnymi hodnotovými reťazcami v bilaterálnych obchodných vzťahoch. Údaje OECD za rok 2015 naznačujú, že vo všeobecnosti približne 25 % obchodu medzi Spojenými štátmi a Čínou sa realizuje v kontexte prepojení s globálnymi hodnotovými reťazcami (stĺpce inej ako modrej farby v grafe D).²⁴ Pre obidve krajiny je to menej ako celkový podiel obchodu súvisiaceho s globálnymi hodnotovými reťazcami na celkovom vývoze, ako aj (vážený) priemerný podiel obchodu súvisiaceho s globálnymi

²² Gravitačný model sa vyznačuje dlhodobou perspektívou. Elasticita -1 naznačuje, že 10-percentné zvýšenie bilaterálnych ciel by znížilo bilaterálny vývoz o 10 %.

²³ Medziprodukty predstavujú viac ako polovicu hodnoty výrobkov ovplyvnených clami, ktoré Spojené štáty uvalili na dovoz z Číny (v hodnote 250 miliárd USD) v priebehu tretieho štvrtroka 2018. Napríklad Bown, C. P., Jung, E. and Lu, Z., Trump and China formalize tariffs on \$260 billion of imports and look ahead to next phase, *Peterson Institute for International Economics Trade and Investment Policy Watch*, September 20, 2018.

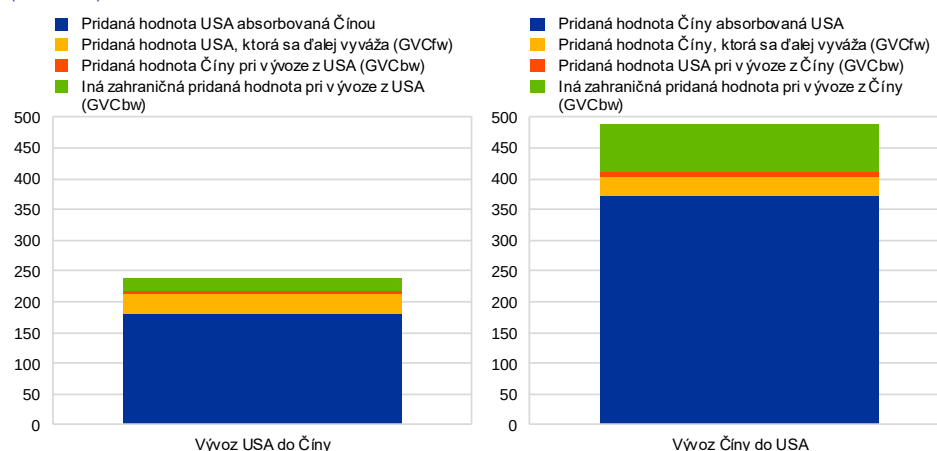
²⁴ Pridaná hodnota z Číny a USA absorbovaná dovozcom (t.j. modré stĺpce v grafe D) zahŕňa medziprodukty a konečné výrobky.

hodnotovými reťazcami na svetovom obchode (graf A), čo sa zase dá vysvetliť veľkou vzdialenosťou medzi oboma krajinami. Okrem toho, v prípade vývozu z USA do Číny sú výhľadové prepojenia (žlté stĺpce v grafe D) relatívne dôležitejšie, čo naznačuje, že vývozy USA do Číny sú v hodnotovom reťazci skôr na vyššej úrovni.²⁵ Naopak, v prípade čínskeho vývozu do Spojených štátov je podiel spätných prepojení väčší (zelené a oranžové stĺpce v grafe D), čím sa tieto obchodné toky stávajú potenciálne citlivejšie na zosilňujúce účinky zvyšovania ciel, ktoré sú spojené s už spomínanou viacstupňovou organizáciou výroby.²⁶

Graf D

Rozloženie bilaterálnych vývozov medzi Čínou a Spojenými štátmi v roku 2015

(v mld. USD)



Zdroj: Tabuľky OECD vstupov a výstupov medzi krajinami (ICIO) a výpočty ECB na základe metódy Borina and Mancininiho (2019).
 Poznámka: Modré stĺpce zahŕňajú medziprodukty aj konečné výrobky. GVCfw označuje výhľadové prepojenia a GVCbw spätné prepojenia. Vývoz zahŕňa výroby a služby.

²⁵ Takýmito výhľadovými prepojeniami sa colné náklady môžu v hodnotovom reťazci preniesť na tretie trhy. Napríklad Mao, H. & H. Görg (2019), Friends like this: The Impact of the US – China Trade War on Global Value Chains. Kiel Center for Globalization Working Paper No. 17.

²⁶ Pokiaľ ide o sektorové členenie hrubého bilaterálneho obchodu, podľa údajov OECD za rok 2015 pochádza 90 % celkového čínskeho vývozu (t.j. tovaru a služieb) do Spojených štátov z výrobného sektora, kým menej ako 10 % pochádza zo služieb, pričom úloha poľnohospodárskeho sektora je zanedbateľná. Naproti tomu zhruba 50 % celkového vývozu z USA do Číny pochádza z výrobného sektora, približne 7 % z poľnohospodárstva a zvyšok je spojený najmä s poskytovaním služieb. Pokiaľ ide len o obchod s tovarom, takmer 55 % hrubého vývozu z Číny do Spojených štátov je spotrebný tovar (vrátane osobných telefónov, osobných počítačov a osobných automobilov), zatiaľ čo medziprodukty tvoria asi 30 % a kapitálový tovar 15 %. Vývozným tovarom z USA do Číny sú hlavne medziprodukty (viac ako 55 %), kapitál a spotrebný tovar tvoria približne po 15 % (a ďalších približne 15 % sa vzťahuje na rôzne výrobky).

Reakcia trhu na zavedenie systému dvojúrovňového úročenia nadbytočnej likvidity

Luca Baldo, Cristina Coutinho a Nick Ligthart

Dňa 30. októbra 2019 ECB zaviedla systém dvojúrovňového úročenia prebytku likvidity, v rámci ktorého je časť objemu nadbytočnej likvidity úverových inštitúcií v Eurosystéme vyňatá zo záporného úročenia. Tento dvojúrovňový systém sa uplatňuje na nadbytočnú likviditu, ktorú držia banky na bežných účtoch v Eurosystéme, ale neuplatňuje sa na jednoduchové sterilizačné vklady v ECB.²⁷ Objemy nadbytočnej likvidity (t. j. rezervy presahujúce požiadavky na povinné minimálne rezervy), ktoré sú vyňaté, sa úročia sadzbou 0 % namiesto sadzby jednoduchových sterilizačných operácií, ktorá je v súčasnosti –0,5 %.

Cieľom dvojúrovňového systému je podporovať prenos menovej politiky prostredníctvom bánk pri zachovaní celkového pozitívneho príspevku záporných sadzieb k ústretovému nastaveniu menovej politiky. Rada guvernérov stanovila vyňaté objemy nadbytočnej likvidity (limit na výnimku) na šesťnásobok minimálnych rezerv príslušnej inštitúcie. Tento násobok je rovnaký pre všetky inštitúcie a bol vybraný, aby podporil prenos zápornej sadzby jednoduchových sterilizačných operácií do úrokových mier bankových úverov vyrovnaním časti nepriaznivého vplyvu záporných sadzieb na ziskovosť bánk, pričom sa zároveň zabezpečí, že krátkodobé sadzby na eurovom peňažnom trhu zostanú blízko tejto sadzby menovej politiky. Násobok a miera úročenia vyňatej nadbytočnej likvidity sa môžu v priebehu času meniť, aby sa zabezpečilo, že banky budú naďalej poskytovať úvery svojim zákazníkom za podmienok, ktoré v plnej miere odrážajú žiadúce nastavenie menovej politiky.

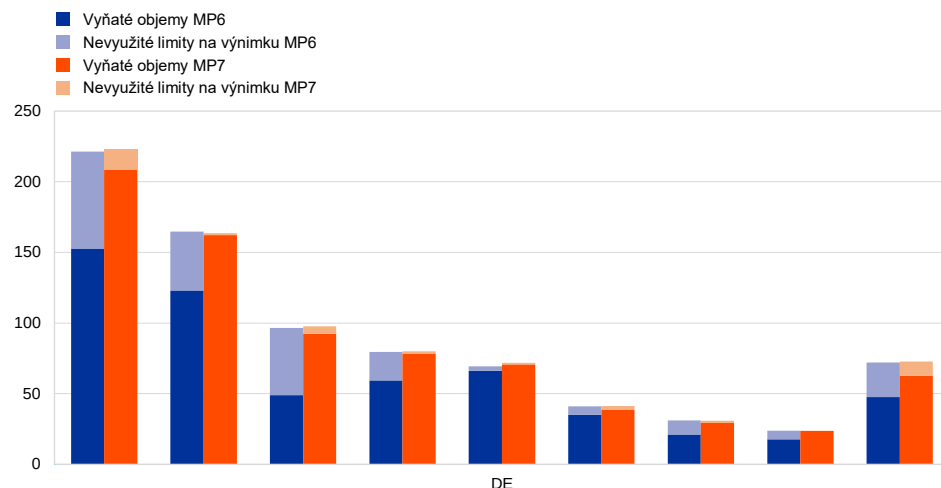
Banky, ktoré majú v držbe menšie objemy nadbytočnej likvidity, ako je ich limit na výnimku, po zavedení dvojúrovňového systému zvýšili svoje objemy nadbytočnej likvidity pôžičkami od bánk, ktorých objemy prevyšujú ich limity na výnimku. Dňa 30. októbra 2019, teda v deň, keď vstúpil do platnosti dvojúrovňový systém, banky znížili nevyužitý limit na výnimku z 28 % na 13 % z celkových limitov na výnimku. Banky, ktoré úplne nevyužili svoje limity na výnimku, v nasledujúcich dňoch pokračovali v postupnom zvyšovaní objemov nadbytočnej likvidity, pričom do 11. decembra zostalo nevyužitých menej ako 5 % limitov na výnimku (graf A). Zároveň mierne poklesla aj nadbytočná likvidita v držbe bánk, ktorá presahovala limity na výnimku, čo naznačuje prerozdelenie nadbytočnej likvidity prostredníctvom peňažných trhov a iných kanálov v súlade so stimulmi stanovenými v dvojúrovňovom systéme (graf B).

²⁷ ECB uverejnila aj ďalšie informácie o [dvojstupňovom systéme úročenia nadbytočných rezerv](#).

Graf A

Vyňaté objemy nadbytočnej likvidity a limity na výnimku pre jednotlivé krajiny

(mld. EUR)



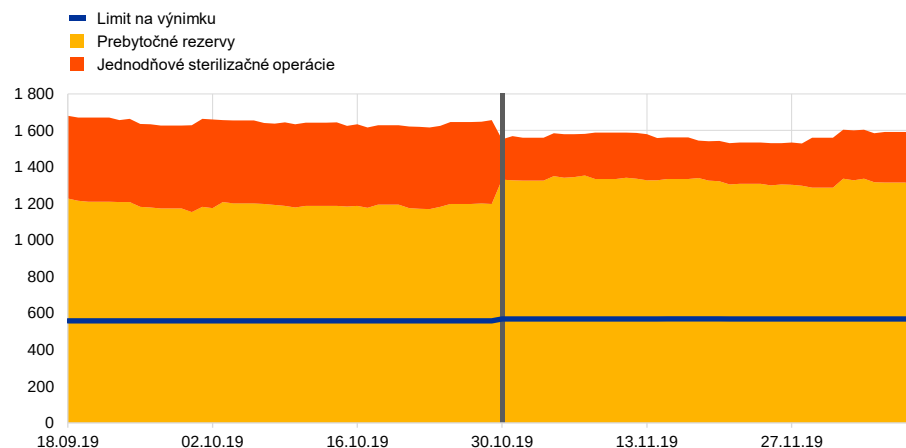
Zdroj: ECB.

Poznámka: Vyňaté držby likvidity a nevyužitý limity na výnimku sa vypočítavajú na základe individuálnych priemerných objemov nadbytočnej likvidity (prebytočné rezervy plus objem jednodňových sterilizačných operácií) počas šiesteho udržiavacieho obdobia (MP 6) a na základe priemerných objemov prebytočných rezerv (do 24. novembra) počas siedmeho udržiavacieho obdobia (MP 7). Posledné údaje sú z 11. decembra 2019.

Graf B

Vývoj nadbytočnej likvidity bánk nad rámec ich limitov na výnimku

(mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Prebytočné rezervy a objem jednodňových sterilizačných operácií bánk, ktoré presahujú limity na výnimku v šiestom udržiavacom období (MP 6) a na začiatku siedmeho udržiavacieho obdobia (MP 7). Sivá čiara označuje začiatok siedmeho udržiavacieho obdobia (30.10.2019). Posledné údaje sú z 11. decembra 2019.

Banky väčšinou zvýšili pôžičky na peňažnom trhu prostredníctvom zabezpečených transakcií.

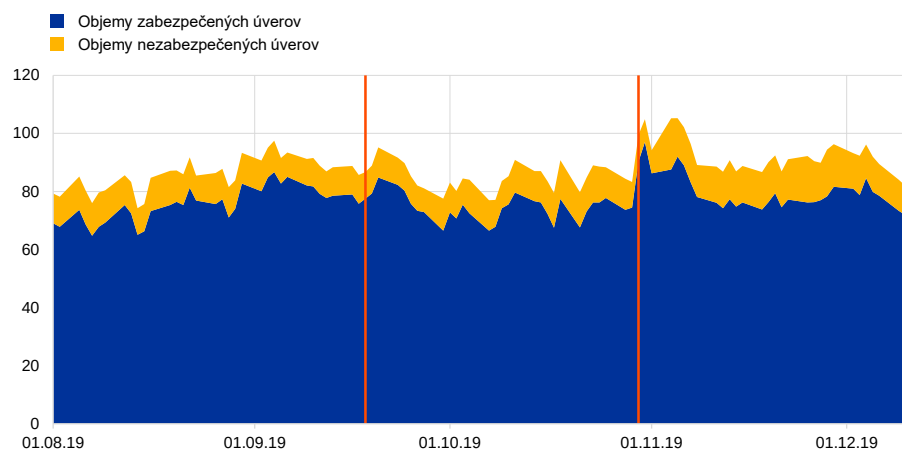
Údaje o transakciách za skupinu bánk, ktoré nevyužili limity na výnimku, ukazujú, že v prvých dňoch po zavedení dvojúrovňového systému zvýšili svoje priemerné denné zabezpečené pôžičky o približne 15 mld. €, pričom objem nezabezpečených pôžičiek sa v podstate nezmenil (graf C). Miera využívania peňažného trhu pri naplňovaní nevyužitých limitov na výnimku však následne poklesla.

Na naplnenie limitu na výnimku môžu banky prijať ďalšie stratégie mimo peňažného trhu, napríklad predaj aktív a prilákanie ďalších foriem financovania.

Graf C

Objemy krátkodobých zabezpečených hotovostných pôžičiek bánk s nevyužitými limitmi na výnimku

(mld. EUR)



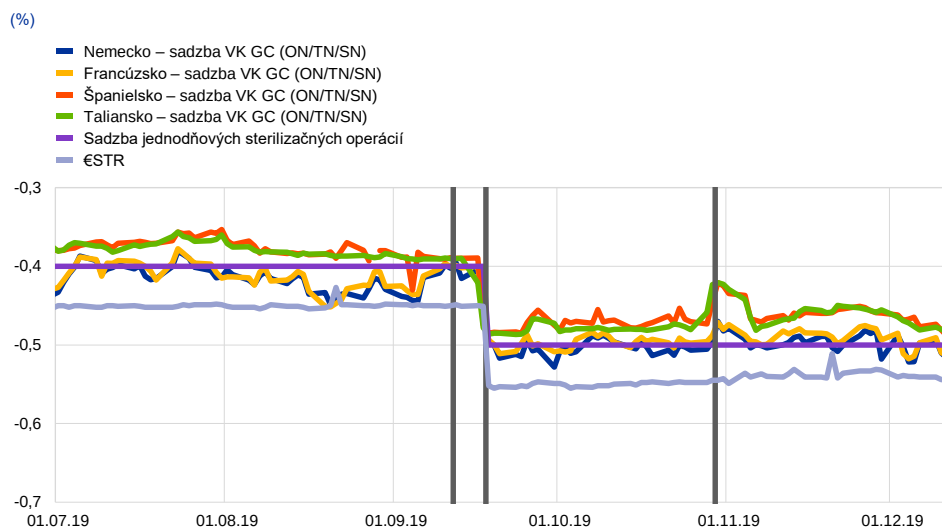
Zdroj: ECB, MMSR (štatistické vykazovanie peňažných trhov).

Poznámka: Peňažné pôžičky v zabezpečenom a nezabezpečenom segmente na transakcie s najkratšími splatnosťami (ON, TN a SN) pre banky zapojené do MMSR s nevyužitými limitmi na výnimku vypočítanými na základe ich nadmernej likvidity v šiestom udržiavacom období. Červené čiary označujú začiatok šiesteho udržiavacieho obdobia (18.09.2019) a siedmeho udržiavacieho obdobia (30.10.2019). Posledné údaje sú z 11. decembra 2019.

Aj keď nárast obchodnej aktivity sa dočasne časovo zhodoval s vyššími sadzbami na peňažnom trhu, skúsenosti s dvojúrovňovým systémom počas prvých šiestich týždňov ukazujú, že úrokové sadzby na peňažnom trhu boli ovplyvnené iba okrajovo a zostávajú naďalej dobre zosúladené so sadzbou menovej politiky. Po zavedení dvojúrovňového systému zostala sadzba €STR, úroková sadzba jednoduchých nezabezpečených veľkoobchodných úverov, v blízkosti svojej priemernej úrovne vypočítanej za obdobie od 1. do 29. októbra. Zabezpečené sadzby sa v najväčších krajinách eurozóny dočasne zvýšili až o 6 bázičných bodov, odvtedy sa však vrátili späť na úrovne v rámci volatility, ktorá sa zaznamenala pred začiatkom využívania dvojúrovňového systému (graf D).

Graf D

Úrokové miery nezabezpečených a zabezpečených nástrojov peňažného trhu



Zdroj: ECB, MTS, NEX.

Poznámka: Repo sadzby všeobecného kolaterálu sú objemovo vážené priemerné sadzby nemeckého, francúzskeho, španielskeho a talianskeho kolaterálu a transakcií so splatnosťami O/N (splatnosť nasledujúci deň), T/N (splatnosť v prvý pracovný deň nasledujúci po zajtrajšku), S/N (splatnosť v deň spotu) s rovnakým dátumom transakcie. Sivé čiary označujú septembrovú Radu guvernérov (12.09.2019), začiatok šiesteho obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv (18.09.2019), keď nadobudlo účinnosť zníženie sadzby jednodňových sterilizačných operácií o 10 bazických bodov, a začiatok siedmeho obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv (30.10.2019), keď nadobudol účinnosť dvojúrovňový systém. Sadzba pre-€STR do 30. septembra, sadzba €STR po 1. októbri. Posledné údaje sú z 11. decembra 2019.

Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 31. júla do 29. októbra 2019

Luca Baldo a Denis Lungu

V tomto boxe sa opisujú operácie menovej politiky ECB počas piateho a šiesteho obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv, ktoré trvali od 31. júla do 17. septembra 2019 a od 18. septembra do 29. októbra 2019. Do sledovaného obdobia patrí balík významných opatrení menovej politiky, ktoré prijala Rada guvernérov 12. septembra 2019. Balík zahŕňa päť opatrení: i) zníženie úrokovej sadzby pre jednoduchové sterilizačné operácie z $-0,40\%$ na $-0,50\%$ s účinnosťou od 18. septembra, pričom úrokové sadzby pre hlavné refinančné operácie (MRO) a jednoduchové refinančné obchody ostali nezmenené na $0,00\%$ a $0,25\%$, ii) úprava signalizácie budúceho nastavenia kľúčových úrokových sadzieb ECB, iii) opätovné spustenie čistých nákupov v rámci programu nákupu aktív (APP) od 1. novembra, iv) zmeny podmienok novej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III) a v) zavedenie dvojstupňového systému úročenia rezerv s účinnosťou od siedmeho obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv začínajúceho 30. októbra 2019. Eurosystem zároveň pokračoval v úplnom reinvestovaní vyplatenej istiny zo splatných cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív. ECB okrem toho začala 2. októbra 2019 zverejňovať novú jednoduchovú nezabezpečenú referenčnú sadzbu pre eurozónu, eurovú krátkodobú sadzbu (€STR). Od tohto dátumu sa zmenila aj metodika výpočtu referenčnej úrokovej sadzby jednoduchových obchodov v eurách (EONIA). EONIA sa teraz vypočítava prirátaním pevného rozpätia 8,5 bázických bodov k sadzbe €STR.

Potreba likvidity

Počas sledovaného obdobia sa priemerná denná potreba likvidity bankového systému, definovaná ako súčet čistých autonómnych faktorov a povinných minimálnych rezerv, zvýšila v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím (čiže s tretím a štvrtým obdobím udržiavania povinných minimálnych rezerv roku 2019, tabuľka A) o 48,2 mld. € a dosiahla 1 559,5 mld. €. Táto zmena potrieb likvidity bola spôsobená najmä nárastom čistých autonómnych faktorov o 45,6 mld. € na 1 426,9 mld. €.

Rast čistých autonómnych faktorov bol spôsobený nárastom sterilizačných faktorov, ktoré viac než vykompenzovali rast faktorov zvyšujúcich likviditu.

Faktory absorbujúce likviditu vzrástli najmä v dôsledku ostatných autonómnych faktorov, ktoré v priemere stúpili o 57,6 mld. € na 846,4 mld. €. Hodnota bankoviek v obehu vzrástla v priemere o 17,8 mld. € na 1 251,8 mld. €. Vládne vklady sa v sledovanom období zvýšili v priemere o 11,9 mld. € na 282,4 mld. € a v šiestom udržiavacom období dosiahli historické maximum 298,6 mld. €. V rámci autonómnych faktorov poskytujúcich likviditu vzrástli čisté zahraničné aktíva o 38,5 mld. € na 737,9 mld. €, zatiaľ čo čisté aktíva v eurách zostali v priemere na úrovni 216,1 mld. € (nárast o 3,2 mld. €). Záväzky Eurosystemu voči nerezidentom eurozóny v sledovanom období poklesli a na konci septembra vykazovali menej výrazné

sezónne výkyvy ako na konci predchádzajúceho štvrťroka a na konci septembra 2018.²⁸

Tabuľka A

Stav likvidity v Eurosystéme

Pasíva

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 31. júl – 29. október 2019						Predchádzajúce sledované obdobie: 17. apríl – 30. júl 2019
	Piate a šieste udržiavacie obdobie		Piate udržiavacie obdobie 31. júl – 17. september		Šieste udržiavacie obdobie 18. september – 29. október		Tretie a štvrté udržiavacie obdobie
Autonómne faktory likvidity	2 380,7	(+87,3)	2 345,3	(+6,3)	2 421,9	(+76,6)	2 293,3 (+57,2)
Bankovky v obehu	1 251,8	(+17,8)	1 251,1	(+10,2)	1 252,7	(+1,7)	1 234,1 (+21,8)
Vládne vklady	282,4	(+11,9)	268,5	(-27,4)	298,6	(+30,1)	270,5 (+7,2)
Ostatné autonómne faktory¹	846,4	(+57,6)	825,7	(+23,4)	870,5	(+44,8)	788,7 (+28,2)
Bežné účty presahujúce povinné minimálne rezervy	1 225,2	(-17,2)	1 199,5	(-4,8)	1 255,3	(+55,8)	1 242,4 (-0,7)
Nástroje menovej politiky	642,6	(-74,9)	687,8	(-14,5)	589,8	(-98,0)	717,5 (-40,1)
Požiadavky na povinné minimálne rezervy	132,6	(+2,5)	132,0	(+0,6)	133,2	(+1,2)	130,1 (+1,9)
Jednodňové sterilizačné operácie	510,0	(-77,4)	555,7	(-15,1)	456,6	(-99,1)	587,4 (-42,0)
Dolaďovacie operácie na stiahnutie likvidity	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0 (+0,0)

Zdroj: ECB.

Poznámka: Všetky hodnoty v tabuľke sú zaokrúhlené na najbližších 0,1 mld. €. Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu oproti predchádzajúcej revízii alebo udržiavaciemu obdobiu.

1) Vypočítava sa ako súčet účtov precenenia, ostatných pohľadávok a záväzkov rezidentov eurozóny, kapitálu a rezerv.

²⁸ Záväzky Eurosystému voči nerezidentom eurozóny tvoria najmä účty centrálnych bánk mimo eurozóny vedené v národných centrálnych bankách Eurosystému. Na konci štvrťroka centrálné banky mimo eurozóny vo všeobecnosti zvyšujú svoje vklady v národných centrálnych bankách Eurosystému, pretože komerčné banky sú menej ochotné ich prijímať. Centrálné banky nepatriace do eurozóny síce vkladajú peniaze aj do komerčných bánk v eurozóne, ale nie v čase, keď komerčné banky uskutočňujú výkazy (t. j. na konci štvrťrokov) a zvyknú redukovať svoje súvahy. Záväzky voči nerezidentom eurozóny v eurách sa 30. septembra zvýšili na 252,2 mld. €, pričom priemer počas šiesteho udržiavacieho obdobia bol 223,1 mld. €. Išlo o menej výrazný účinok ako ten, ktorý bol zaznamenaný 30. júna 2019, keď tieto záväzky vzrástli na 277,4 mld. €, pričom priemer vo štvrtom udržiavacom období bol 243,7 mld. €. O rok skôr, 30. septembra 2018, vzrástla rovnaká položka v súvahe na 301,7 mld. € a priemer v šiestom udržiavacom období v roku 2018 bol 264,7 mld. €.

Aktíva

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 31. júl – 29. október 2019						Predchádzajúce sledované obdobie: 17. apríl – 30. júl 2019	
	Piate a šieste udržiavacie obdobie		Piate udržiavacie obdobie 31. júl – 17. september		Šieste udržiavacie obdobie 18. september – 29. október		Tretie a štvrté udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory likvidity	954,0	(+41,7)	924,7	(+3,9)	988,2	(+63,5)	912,3	(+44,2)
Čisté zahraničné aktíva	737,9	(+38,5)	720,2	(+9,9)	758,5	(+38,3)	699,4	(+27,9)
Čisté aktíva v eurách	216,1	(+3,2)	204,5	(-6,0)	229,7	(+25,2)	213,0	(+16,3)
Nástroje menovej politiky	3 294,6	(-46,6)	3 307,9	(-17,2)	3 279,2	(-28,7)	3 341,2	(-27,9)
Operácie na voľnom trhu	3 294,6	(-46,6)	3 307,9	(-17,2)	3 279,2	(-28,7)	3 341,2	(-27,9)
Tendre	683,9	(-31,1)	695,5	(-9,3)	670,5	(-25,0)	715,1	(-12,6)
Hlavné refinančné operácie	2,5	(-2,6)	3,0	(-1,6)	2,0	(-1,0)	5,1	(-0,8)
3-mesačné dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO)	2,9	(-0,3)	3,0	(-0,2)	2,8	(-0,3)	3,3	(-0,7)
Operácie TLTRO II	677,2	(-29,5)	689,4	(-7,4)	662,9	(-26,5)	706,7	(-11,2)
Operácie TLTRO III	1,3	(+1,3)	0,0	(+0,0)	2,8	(+2,8)	0,0	(+0,0)
Portfóliá priamych nákupov	2 610,7	(-15,1)	2 612,4	(-8,0)	2 608,7	(-3,7)	2 625,9	(-15,4)
Prvý program nákupu krytých dlhopisov	2,8	(-0,3)	2,8	(-0,1)	2,8	(-0,1)	3,1	(-1,0)
Druhý program nákupu krytých dlhopisov	3,2	(-0,3)	3,4	(-0,1)	3	(-0,3)	3,5	(-0,4)
Tretí program nákupu krytých dlhopisov	260,9	(-0,8)	261,2	(-0,3)	260,6	(-0,5)	261,7	(-0,5)
Program pre trhy s cennými papiermi	52,8	(-8,6)	54	(-5,7)	51,4	(-2,6)	61,4	(-3,9)
Program nákupu cenných papierov krytých aktívami	26,1	(-0,1)	26	(-0,0)	26,2	(+0,2)	26,1	(-0,0)
Program nákupu aktív verejného sektora	2 087,6	(-4,8)	2 087,8	(-1,4)	2 087,4	(-0,4)	2 092,4	(-9,2)
Program nákupu aktív podnikového sektora	177,3	(-0,4)	177,2	(-0,4)	177,4	(+0,1)	177,7	(-0,3)
Jednodňové refinančné operácie	0,0	(-0,2)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,2	(+0,1)

Zdroj: ECB.

Poznámka: Všetky hodnoty v tabuľke sú zaokrúhlené na najbližších 0,1 mld. €. Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu oproti predchádzajúcej revízii alebo udržiavaciemu obdobiu.

Ostatné informácie o likvidite

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 31. júl – 29. október 2019						Predchádzajúce sledované obdobie: 17. apríl – 30. júl 2019
	Piate a šieste udržiavacie obdobie		Piate udržiavacie obdobie 31. júl – 17. september		Šieste udržiavacie obdobie 18. september – 29. október		Tretie a štvrté udržiavacie obdobie
Celková spotreba likvidity ¹	1 559,5	(+48,2)	1 552,7	(+2,6)	1 567,4	(+14,8)	1 511,3 (+14,9)
Čisté autonómne faktory ²	1 426,9	(+45,6)	1 420,6	(+2,0)	1 434,2	(+13,6)	1 381,3 (+13,0)
Nadbytočná likvidita ³	1 735,2	(-94,5)	1 755,2	(-19,9)	1 711,8	(-43,4)	1 829,6 (-42,9)

Zdroj: ECB.

Poznámka: Všetky hodnoty v tabuľke sú zaokrúhlené na najbližších 0,1 mld. €. Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu oproti predchádzajúcej revízii alebo udržiavaciemu obdobiu.

1) Vypočítava sa ako súčet čistých autonómnych faktorov a požiadaviek na povinné minimálne rezervy.

2) Vypočítava sa ako rozdiel medzi autonómnyimi faktormi likvidity na strane pasív a autonómnyimi faktormi likvidity na strane aktív. Na účely tejto tabuľky sa do čistých autonómnych faktorov pridávajú aj položky v procese zúčtovania.

3) Vypočítava sa ako súčet bežných účtov presahujúcich požiadavky na povinné minimálne rezervy a použitých prostriedkov z jednoduchovej sterilizačnej operácie mínus vklady v rámci jednoduchých sterilizačných operácií.

Vývoj úrokových sadzieb

(priemer; v percentách)

	Aktuálne sledované obdobie: 31. júl – 29. október 2019						Predchádzajúce sledované obdobie: 17. apríl – 30. júl 2019
	Piate a šieste udržiavacie obdobie		Piate udržiavacie obdobie 31. júl – 17. september		Šieste udržiavacie obdobie 18. september – 29. október		Tretie a štvrté udržiavacie obdobie
Hlavné refinančné operácie	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00 (+0,00)
Jednoduché refinančné operácie	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25 (+0,00)
Jednoduché sterilizačné operácie	-0,45	(-0,05)	-0,40	(+0,00)	-0,50	(-0,10)	-0,40 (+0,00)
EONIA ¹	-0,408	(-0,04)	-0,362	(+0,01)	-0,462	(-0,10)	-0,363 (+0,00)
€STR ²	-0,496	(-0,05)	-0,450	(+0,00)	-0,550	(-0,10)	-0,450 (-0,00)

Zdroj: ECB.

Poznámka: Všetky hodnoty v tabuľke sú zaokrúhlené na najbližších 0,1 mld. €. Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu oproti predchádzajúcej revízii alebo udržiavaciemu obdobiu.

1) Od 1. októbra 2019 sa vypočítava ako €STR plus 8,5 bázických bodov.

2) Číselné údaje z obdobia pred sadzbou €STR sú zahrnuté do výpočtu priemerov pred 30. septembrom 2019.

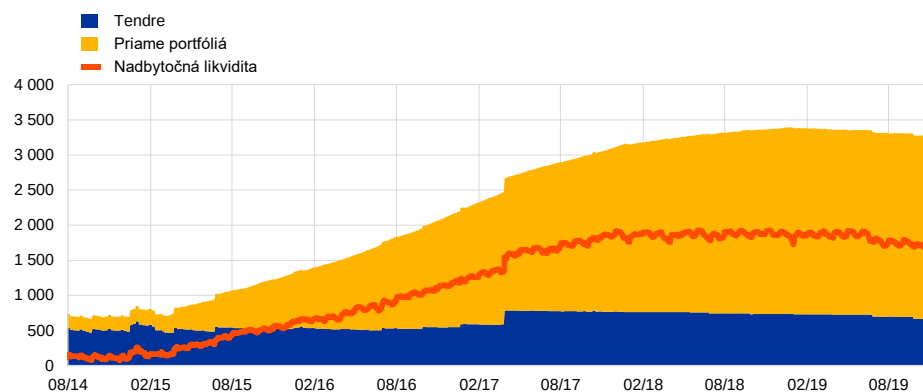
Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom operácií na voľnom trhu – vrátane tendrov a menovopolitických portfólií – klesol o 46,6 mld. € na úroveň 3 294,6 mld. € (graf A). Tento pokles bol vyvolaný nižším dopytom v tendroch, ako aj menšou injekciou likvidity pochádzajúcou z portfólií menovej politiky, v dôsledku splácania cenných papierov nakúpených v rámci programu pre trhy s cennými papiermi a malého poklesu účtovnej hodnoty aktív získaných v rámci programu nákupu aktív verejného sektora (PSPP).

Graf A

Vývoj likvidity poskytovanej prostredníctvom operácií na voľnom trhu a nadbytočnej likvidity

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom tendrov sa v sledovanom období znížil o 31,1 mld. € a dosiahol hodnotu 683,9 mld. €. Tento pokles súvisel najmä s nižšou likviditou poskytovanou prostredníctvom cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO). Zostatok požičaný v rámci TLTRO II sa v sledovanom období znížil v priemere o 29,5 mld. € v dôsledku dobrovoľných predčasných splátok vo výške 31,8 mld. € zúčtovaných 25. septembra. To bolo len čiastočne kompenzované sumou 3,4 mld. € pridelenou na prvú operáciu TLTRO III, ktorá sa zúčtovala v ten istý deň. Nižší dopyt medzi zmluvnými stranami viedol tiež k poklesu poskytovania likvidity prostredníctvom MRO a trojmesačných dlhodobějších refinančných operácií (LTRO). MRO v priemere klesli o 2,6 mld. € na 2,5 mld. € a LTRO o 0,3 mld. € na 2,9 mld. €.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom menovopolitických portfólií Eurosystému sa v dôsledku splatenia dlhopisov držaných v rámci programu pre trhy s cennými papiermi a mierneho poklesu v rámci PSPP znížil o 15,1 mld. € na 2 610,7 mld. €. Vyplatenie dlhopisov držaných v rámci programu pre trhy s cennými papiermi a dvoch predchádzajúcich programov nákupu krytých dlhopisov dosiahli v sledovanom období celkovú výšku 9,1 mld. €. Pokiaľ ide o APP, zatiaľ čo čisté nákupy sa medzi 1. januárom 2019 a 31. októbrom 2019 pozastavili, vyplatená istina splatných cenných papierov sa ďalej reinvestovala. Aj pri úplnom opätovnom investovaní sa môžu z prevádzkových dôvodov vyskytnúť obmedzené dočasné odchýlky v celkovej veľkosti a zložení APP.²⁹ V dôsledku toho sa účtovná hodnota PSPP v sledovanom období mierne znížila o 4,8 mld. € na priemernú hodnotu 2 087,6 mld. €.

²⁹ Viac v článku [Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases](#), Economic Bulletin, Issue 2, ECB, 2019.

Nadbytočná likvidita

V dôsledku uvedeného vývoja sa priemerný objem nadbytočnej likvidity v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím znížil o 94,5 mld. € na 1 735,2 mld. € (graf A). Tento pokles odráža vyššie čisté autonómne faktory a nižšiu likviditu poskytnutú prostredníctvom tendrových operácií Eurosystému a portfólií menovej politiky. V šiestom období udržiavania povinných minimálnych rezerv hodnota jednoduchých sterilizačných operácií klesla o 99,1 mld. €, zatiaľ čo prebytočná likvidita uložená na bežných účtoch sa zvýšila o 55,8 mld. €. Tento posun naznačuje, že niektorí sprostredkovatelia začali presúvať prostriedky z jednoduchých vkladov na bežné účty, aby sa pripravili na zavedenie dvojstupňového systému úročenia rezerv ohláseného 12. septembra 2019, pretože nulové úročenie sa vzťahuje iba na prostriedky vedené na bežných účtoch. Dvojstupňový systém sa uplatňuje od siedmeho udržiavacieho obdobia, ktoré začalo 30. októbra 2019, a preto nemá vplyv na úročenie nadbytočnej likvidity v sledovanom období. Príslušné rezervy protistrán sa vypočítavajú na základe priemerného zostatku ku koncu kalendárneho dňa vedeného na bežných účtoch inštitúcií počas udržiavacieho obdobia.

Vývoj úrokových sadzieb

Počas sledovaného obdobia bola 2. októbra prvýkrát zverejnená sadzba €STR.³⁰ Na základe porovnania s údajmi pred jej zverejnením nedošlo v čase prvého zverejnenia k zmene jej hodnoty.

Zníženie úrokovej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií na –0,50 % s účinnosťou od 18. septembra sa prenieslo na krátkodobé úrokové sadzby peňažného trhu. V segmente nezabezpečeného peňažného trhu sa zníženie úrokovej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií o 10 bázických bodov úplne prenieslo do sadzby €STR, keďže v šiestom období udržiavania povinných minimálnych rezerv dosiahla v priemere –0,550 % v porovnaní s –0,450 % v piatom udržiavacom období.³¹ V tom istom udržiavacom období klesla aj EONIA z –0,362 % na –0,462 %. Nižšia sadzba jednoduchých sterilizačných operácií sa preniesla aj na zabezpečené sadzby peňažného trhu. Od piateho do šiesteho obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv priemerné jednoduché repo sadzby pre štandardný a rozšírený kolaterálový kôš na trhu GC Pooling³² klesli pri štandardnom koši o 0,097 % na –0,502 % a pri rozšírenom koši o 0,094 % na –0,491 %.

³⁰ Viac v boxe [Goodbye EONIA, welcome €STR!](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2019.

³¹ Údaje z obdobia pred €STR sú zahrnuté na porovnanie do 30. septembra 2019.

³² Trh GC Pooling umožňuje obchodovanie dohôd o spätnom odkúpení na platforme Eurex oproti štandardizovaným košom kolaterálov.

Vasco Botelho a António Dias da Silva

Tento box predstavuje dva doplnkové nástroje na hodnotenie výkonnosti trhu práce v eurozóne. Prvý je vizualizačný nástroj vo forme pavučinového grafu, ktorý zobrazuje 18 premenných charakterizujúcich súčasné podmienky na trhu práce v eurozóne. Druhý nástroj analyzuje hlavné komponenty premenných zobrazených v tomto pavučinovom grafe. Tento prístup sumarizuje dostupné informácie o podmienkach na trhu práce v eurozóne do dvoch syntetických ukazovateľov³³, ktorými sú úroveň aktivity a dynamika trhu práce. Ukazovateľ úrovne aktivity porovnáva vývoj na trhu práce v čase a ukazovateľ dynamiky trhu práce hodnotí mieru zmeny jeho výkonnosti. Táto analýza je za eurozónu ako celok a nezachytáva v plnej miere rôznorodosť trhu práce jednotlivých krajín.

Vizualizačný nástroj pre trh práce eurozóny je zobrazený v grafe A, ktorý predstavuje podmienky na trhu práce pomocou prístupu „multifokálneho zobrazenia“.³⁴ Tento nástroj umožňuje získať rýchly prehľad o trhu práce porovnaním súčasných hodnôt v každom časovom rade s najlepšimi a najhoršími výsledkami od roku 2005. Umožňuje taktiež porovnanie súčasných podmienok na trhu práce s podmienkami v inom konkrétnom čase, ako je napríklad najvyššia hodnota pred krízou (prvý štvrtrok 2008) a začiatok hospodárskeho oživenia (prvý štvrtrok 2013). Premenné uvedené v grafe A vyjadrujú zložitosť trhu práce. Tieto premenné sa zaoberajú nielen dynamikou súčasnej zamestnanosti a nezamestnanosti, ale poskytujú aj iné informácie o ďalších faktoroch, ktoré charakterizujú podmienky na trhu práce pre pracovníkov aj pre firmy, ako sú (i) podmienky nezamestnanosti vo vzťahu k jej trvaniu a veku, (ii) pohyby na trhu práce a zverejnené voľné pracovné miesta, (iii) využívanie spotreby práce a jej dosah na produktivitu práce a reálne mzdy a (iv) štrukturálne faktory, ktoré môže ovplyvniť súčasný vývoj na trhu práce.

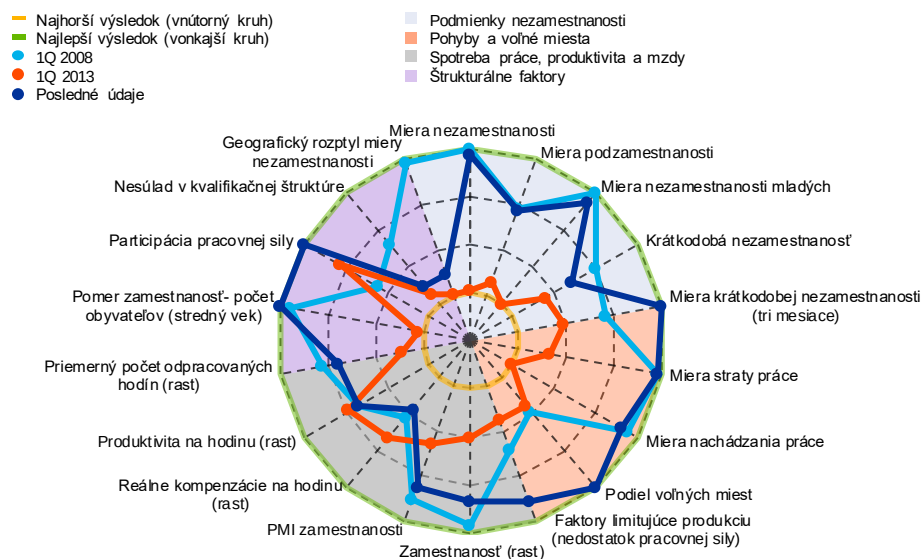
³³ Používa sa podobný metodický prístup aký používa federálna rezervná banka Fed v Kansas City [Labor Market Conditions Indicators \(LMCI\)](#). Ďalšie ukazovatele podmienok na trhu práce (LMCI) vypracovali [Reserve Bank of Australia](#), [Bank of Canada](#) a [Reserve Bank of New Zealand](#), pričom použili podobný prístup.

³⁴ Prezentácia premenných trhu práce v takejto forme je inšpirovaná pavučinovým grafom federálnej rezervnej banky Fed v Atlante [Labor Market Distributions Spider Chart](#), ktorý je nástrojom vyvinutým na sledovanie celkového vývoja na trhu práce v čase. Tento vizualizačný prístup sa trochu líši od grafu federálnej rezervnej banky Fed v Atlante, keďže prístup v tomto boxe nezoradzuje údaje do poradia. Hodnoty sa namiesto toho normalizujú, aby sa mohli porovnávať najlepšie a najhoršie výsledky pri všetkých premenných vo vzorke. Fázy hospodárskeho cyklu vymedzujúce najvyššiu hodnotu pred krízou v rokoch 2008-2009 a najnižšiu hodnotu, ktorá znamená začiatok hospodárskeho oživenia, sú prevzaté z oznámení [Výboru pre určovanie fázy hospodárskeho cyklu v eurozóne Centra pre výskum hospodárskej politiky \(CEPR\)](#).

Graf A

Ucelený pohľad na trh práce eurozóny od roku 2005

(Vnútrotný kruh: najhorší výsledok od 1Q 2005; vonkajší kruh: najlepší výsledok od 1Q 2005; normalizované hodnoty pre každú premennú)



Zdroj: Eurostat (krátkodobá štatistika a prieskum pracovnej sily v prípade všetkých premenných súvisiacich s nezamestnanosťou, pomeru zamestnanosti k počtu obyvateľov a participácie pracovnej sily; štatistika voľných pracovných miest v prípade podielu voľných pracovných miest a národné účty v prípade zamestnanosti, kompenzácií, odpracovaných hodín a produktivity), Európska komisia (podnikateľské a spotrebiteľské prieskumy v prípade faktorov limitujúcich produkciu (nedostatok pracovnej sily)), Markit (v prípade indexu nákupných manažérov, PMI) a výpočty ECB. Ďalšie informácie o miere náchádzania pracovných miest a miere straty práce sa nachádzajú v poznámke pod čiarou č. 3 a informácie o geografickom rozptyle nezamestnanosti a nesúlade v kvalifikačnej štruktúre sa nachádzajú v poznámke pod čiarou č. 4. V prípade indexu PMI v oblasti zamestnanosti a faktorov limitujúcich produkciu (nedostatok pracovnej sily) sú posledné údaje za október 2019, pri miere nezamestnanosti, geografickom rozptyle miery nezamestnanosti a raste zamestnanosti (rýchly odhad) sú posledné údaje za september 2019 a pri ostatných premenných sú posledné údaje za druhý štvrťrok 2019.

Poznámka: (i) všetky miery rastu sú definované ako medziročné; (ii) stredný vek je vymedzený tak, aby zahŕňal všetky osoby vo veku od 25 do 54 rokov; (iii) miera nezamestnanosti mladých je vymedzená pre osoby vo veku od 15 do 24 rokov; (iv) miera podzamestnanosti je stanovená spätne za prvý štvrťrok 2005 do štvrtého štvrťroka 2007 pomocou kubickej splajnovej interpolácie, pričom na výpočet počtu podzamestnaných pracovníkov na čiastočný úväzok počas tohto obdobia sa používa počet pracovníkov dobrovoľne zamestnaných na čiastočný úväzok v eurozóne; (v) najlepší výsledok je vymedzený pre každú premennú buď ako najnižšia dosiahnutá úroveň od prvého štvrťroka 2005, ktorá sa použije pre všetky premenné súvisiace s podmienkami nezamestnanosti na trhu práce, s mierou straty práce, podielom dlhodobej nezamestnanosti, ukazovateľom nesúladu v kvalifikačnej štruktúre a s geografickým rozptylom miery nezamestnanosti, alebo ako najvyššia úroveň dosiahnutá od prvého štvrťroka 2005, a (vi) najhorší výsledok je vymedzený opačne k najlepšiemu výsledku.

Graf A ukazuje, že hoci sú niektoré premenné trhu práce blízko svojich hodnôt pred krízou, základná štruktúra trhu práce sa značne zmenila. Miera nezamestnanosti, podzamestnanosti aj miera nezamestnanosti mladých sú blízko predkrízových úrovní, aj keď miera podzamestnanosti je stále o niečo vyššia ako najlepší výsledok zaznamenaný od roku 2005. Miera nezamestnanosti sa svojím trvaním zreteľne líši od predkrízovej hodnoty: miera krátkodobej nezamestnanosti dosahuje najnižšiu úroveň od roku 2005, zatiaľ čo súčasný podiel dlhodobej nezamestnanosti je stále vyšší ako jeho hodnota zaznamenaná pred krízou. Trh práce eurozóny má vysokú výkonnosť, pokiaľ ide o pohyby na ňom a voľné pracovné miesta, pričom všetky premenné v tejto kategórii zaznamenávajú hodnoty blížiac sa najlepším výsledkom od roku 2005. Najnovšie údaje o pohyboch na trhu práce³⁵ sú

³⁵ Výpočty pohybov na trhu práce vychádzajú z prác Shimer, R.: [Reassessing the ins and outs of unemployment](#), *Review of Economic Dynamics*, Vol. 15, No 2, 2012, pp. 127-148, a Elsby, M.W.L., Hobijn, B. and Şahin, A.: [Unemployment dynamics in the OECD](#), *Review of Economics and Statistics*, Vol. 95, No 2, 2013, pp. 530-548, s tým, že vstup do stavu nezamestnanosti a výstup z neho sa odhadujú na základe informácií o trvaní nezamestnanosti, zatiaľ čo vstup do stavu nečinnosti a výstup z neho sa považujú za konštantné.

podobné ako sa zaznamenávali v predkrízovom období, pričom voľné pracovné miesta merané podielom voľných pracovných miest a ukazovateľ faktorov limitujúcich produkciu sú na úrovni historicky najvyšších hodnôt alebo sa k nim približujú. Vývoj spotreby práce, produktivity a miezd je o niečo pomalší ako v období pred krízou (alebo porovnateľný s ním). Pokiaľ ide o štrukturálne faktory, súčasná situácia na trhu práce má dve významné charakteristiky, a to rekordne vysoký pomer zamestnaných osôb k počtu obyvateľov stredného veku (osoby vo veku od 25 do 54 rokov) a mieru participácie pracovnej sily. Naopak ukazovateľ nesúladu v kvalifikačnej štruktúre a geografický rozptyl miery nezamestnanosti³⁶ sú výrazne vyššie ako boli pred krízou a zostávajú porovnateľné s úrovňou zaznamenanou na začiatku hospodárskeho oživenia.

Druhý nástroj používa analýzu hlavných komponentov na konsolidáciu komplexných informácií o trhu práce do dvoch syntetických ukazovateľov.

Pri tejto analýze sa používajú dostupné informácie o trhu práce eurozóny a izolujú sa hlavné spôsoby ovplyvňovania podmienok na trhu práce.³⁷ Týmto prístupom sa identifikujú dva hlavné komponenty. Prvý komponent súvisí s úrovňou aktivity na trhu práce a vyjadruje v prvom rade vývoj pomeru zamestnaných osôb k počtu obyvateľov stredného veku, mieru nezamestnanosti, mieru nachádzania pracovných miest, mieru nezamestnanosti mladých a podiel dlhodobej nezamestnanosti. Druhý komponent približuje viac dynamiku trhu práce, pričom súvisí primárne s mierou rastu celkovej zamestnanosti, mierou rastu priemerného počtu odpracovaných hodín, s podielom dlhodobej nezamestnanosti, indexom PMI v oblasti zamestnanosti a s mierou krátkodobej nezamestnanosti. Tretí komponent sa zisťuje kontrolou všetkých chybných meraní pri výpočte syntetických ukazovateľov úrovne aktivity a dynamiky trhu práce eurozóny spôsobených prípadnou neustálenosťou niektorých premenných trhu práce.³⁸

Syntetické ukazovatele ukazujú, že úroveň aktivity na trhu práce v eurozóne je v druhom štvrtroku 2019 porovnateľná s jej predkrízovými najvyššími

³⁶ Geografický rozptyl miery nezamestnanosti sa meria ako koeficient kolísania miery nezamestnanosti vo všetkých krajinách eurozóny vážený ich príslušným podielom zamestnanosti. Ukazovateľ nesúladu v kvalifikačnej štruktúre dodržiava metodiku pracovnej skupiny Výboru pre menovú politiku Európskeho systému centrálnych bánk, [Euro Area Labour Markets and the Crisis, Occasional Paper Series](#), No 138, ECB, Frankfurt am Main, October 2012.

³⁷ Tento prístup je podobný ako metodika LMCI federálnej rezervnej banky Fed v Kansas City (Hakkio, C.S. and Willis, J.L.: [Assessing Labor Market Conditions: The level of activity and the speed of improvement, The Macro Bulletin](#), Federal Reserve Bank of Kansas City, July 2013, a Hakkio, C.S. and Willis, J.L.: [Kansas City Fed's Labor Market Conditions Indicators, The Macro Bulletin](#), Federal Reserve Bank of Kansas City, August 2014). Príslušné hlavné komponenty sa vyberajú podľa dvoch kritérií: (i) súčet všetkých zvolených komponentov musí tvoriť aspoň 80 % celkového rozptylu všetkých osemnástich premenných trhu práce a (ii) každý komponent musí mať zodpovedajúcu vlastnú hodnotu výrazne nad jednotkovou hodnotou. V súlade s metodikou LMCI federálnej rezervnej banky Fed v Kansas City potom tieto komponenty prejdú rotáciou metódou varimax, aby sa dali ľahšie interpretovať. Ukazovatele metodiky LMCI vyvinuté pre eurozónu v tomto boxe sú odolné voči odstráneniu akejkoľvek premennej jednotlivých trhov práce.

³⁸ Tento komponent (ktorý nie je zobrazený v grafe B) najčastejšie ovplyvňujú trendové premenné trhu práce ako sú pomer zamestnaných osôb k počtu obyvateľov, ukazovateľ nesúladu v kvalifikačnej štruktúre, geografický rozptyl miery nezamestnanosti, podiel voľných pracovných miest a ukazovateľ faktorov limitujúcich produkciu. Tento komponent samotný sa spája s dlhodobými zmenami, ktoré sa vyskytovali na trhu práce v období rokov 2005 až 2019. Vylúčenie tretieho komponentu by malo za následok, že v posledných štvrtrokoch by sa na trhu práce zaznamenala nižšia úroveň aktivity a vyššia dynamika. Výsledné tri ukazovatele podmienok na trhu práce (LMCI) tvoria spolu 84,9 % celkového rozptylu všetkých osemnástich premenných trhu práce v grafe A. Vývoj miery zamestnanosti je v súlade s ukazovateľom úrovne aktivity.

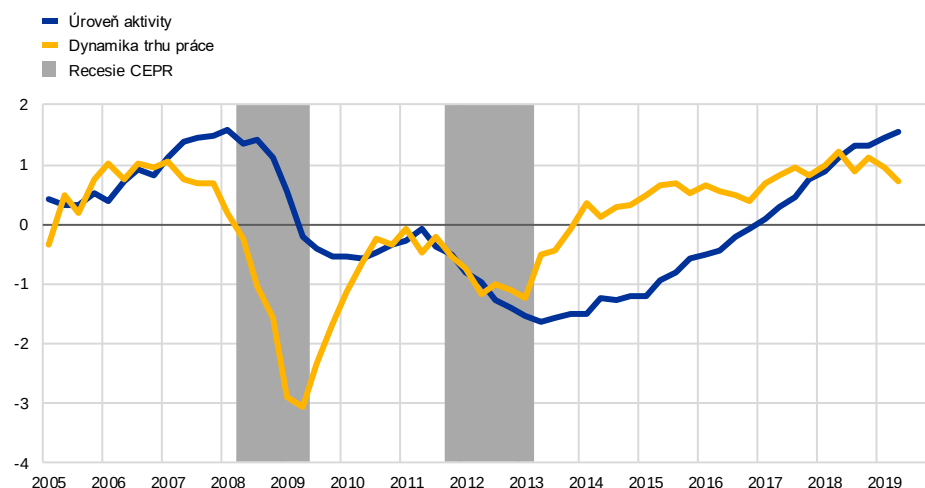
hodnotami a vysoká je aj dynamika trhu práce, hoci o niečo spomalila (graf B).

Zdá sa, že tieto dva ukazovatele dôkladne zachytávajú cyklické pohyby na trhu práce eurozóny. Ukazovateľ úrovne aktivity na trhu práce dosahuje najvyššie hodnoty pred recesiou v prvom štvrťroku 2008 a potom postupne klesá až do začiatku oživenia zamestnanosti, pričom najnižšiu hodnotu dosiahol v druhom štvrťroku 2013. Na konci roka 2016 sa vrátil na hodnotu dlhodobého priemeru, súčasne s návratom celkovej zamestnanosti na najvyššie hodnoty pred krízy, a v druhom štvrťroku 2019 dosiahol úrovne porovnateľné s predkrízovými hodnotami. Ukazovateľ dynamiky trhu práce začal klesať ešte v čase pred krízou a najnižšiu úroveň dosiahol v roku 2009, keď došlo k prudkému poklesu zamestnanosti. Tento ukazovateľ zostal pod svojím priemerom až do konca roku 2013, v roku 2018 dosiahol najvyššiu hodnotu na úrovni o niečo vyššej ako pred krízou a zostáva nad dlhodobým priemerom, čo naznačuje, že trh práce má v najbližšom období priestor na ďalšie zlepšovanie.

Graf B

Ukazovatele podmienok na trhu práce v eurozóne

(štandardné odchýlky)



Zdroj: Eurostat, Európska komisia, Markit a výpočty ECB. Posledné údaje sú za druhý štvrťrok 2019.

Poznámka: Tieňované plochy predstavujú obdobia recesie, ktoré určil Výbor pre určovanie fázy hospodárskeho cyklu v eurozóne Centra pre výskum hospodárskej politiky (CEPR).

Na záver možno povedať, že tento box predstavuje dva nástroje, ktoré sa navzájom dopĺňajú a pomáhajú analyzovať komplexné informácie o trhu práce.

Pavučinový graf predstavuje rôzne súbežné dimenzie trhu práce, napr. podmienky nezamestnanosti, vývoj pohybov a voľných miest na trhu práce, vývoj spotreby práce, produktivity a reálnych miezd a zmeny štrukturálnych podmienok na trhu práce v eurozóne. Dva syntetické ukazovatele trhu práce sumarizujú najdôležitejšie informácie z 18 premenných zobrazených v pavučinovom grafe. Tieto ukazovatele sú meradlom úrovne aktivity a dynamiky trhu práce eurozóny, a tak pomáhajú hodnotiť jeho výkonnosť a cyklickú pozíciu. Analýza naznačuje, že aktivita na trhu práce eurozóny má v blízkej budúcnosti priestor na ďalšie zlepšovanie, pričom ju podporí hlavne pozitívna dynamika trhu práce. Ukazovatele neposkytujú v plnej miere informácie o rôznorodosti trhov práce jednotlivých krajín eurozóny a zlepšenie podmienok na trhu práce závisí od budúcich zmien cyklickej pozície hospodárskej aktivity.

Aktuálny vývoj príspevkov na sociálne zabezpečenie a minimálnej mzdy v eurozóne

Ferdinand Dreher, Omiros Kouvavas a Gerrit Koester

Náklady práce môžu byť významne ovplyvňované zmenami v príspevkoch na sociálne zabezpečenie a v minimálnej mzde v jednotlivých krajinách. Pri posudzovaní intenzity rastu miezd a jeho dôsledkov na infláciu cien výrobcov a spotrebiteľských cien je dôležité uvedomiť si povahu a závažnosť týchto faktorov. V tomto boxe sa skúma, ako tieto dva faktory ovplyvnili agregovaný rast miezd v eurozóne.

Opatrenia súvisiace s nákladmi práce, ako napríklad kompenzácie na zamestnanca³⁹, môžu byť niekedy ovplyvnené opatreniami súvisiacimi s príspevkami zamestnávateľa na sociálne zabezpečenie. Ak sú zmeny v príspevkoch zamestnávateľov na sociálne zabezpečenie dostatočne významné, môžu spôsobiť nesúlad medzi rôznymi mzdovými opatreniami (graf A, blok a). Napríklad rozdiel medzi rastom kompenzácií na zamestnanca a rastom miezd a platov na zamestnanca v rokoch 2015 až 2016 súvisel so znížením príspevkov zamestnávateľov na sociálne zabezpečenie v každej zo štyroch najväčších krajín eurozóny (graf A, blok b).⁴⁰ Začiatkom roka 2019 došlo opäť k rozdielom, ktoré súvisia najmä s výrazným poklesom príspevkov na sociálne zabezpečenie vo Francúzsku, zatiaľ čo v Nemecku, Taliansku a Španielsku sa príspevky zamestnávateľov na sociálne zabezpečenie zvýšili. Zníženie príspevkov zamestnávateľov na sociálne zabezpečenie vo Francúzsku súviselo s legislatívnou zmenou ustanovujúcou ich trvalé zníženie, ktorá nahradila daňový bonus na konkurencieschopnosť a zamestnanosť (*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* – CICE). Táto legislatívna zmena brzdila rast kompenzácií na zamestnanca v prvých troch štvrtrokoch 2019, s nárastom v prvom štvrtroku o 2,3 %, v druhom štvrtroku o 2,2 % a v treťom štvrtroku o 2,1 %, čo je iba mierne nad dlhodobým priemerom 2,1 % od roku 1999. Ročný rast miezd a platov na zamestnanca bez príspevkov zamestnávateľa na sociálne zabezpečenie, ktorý nie je ovplyvnený legislatívnou zmenou vo Francúzsku, tak rástol výraznejšie ako kompenzácie na zamestnanca, o 2,6 % v prvom, o 2,5 % v druhom a o 2,5 % v treťom štvrtroku, čo je dostatočne nad dlhodobým priemerom 2,2 % od roku 1999. Rast miezd a platov na zamestnanca je v súčasnej situácii vo všeobecnosti dynamickejší ako rast kompenzácií na zamestnanca.

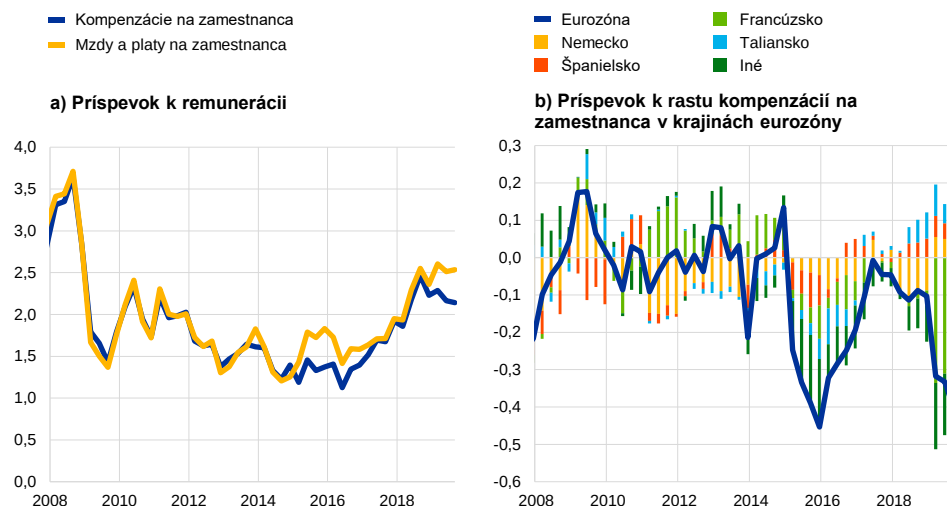
³⁹ Kompenzácie na zamestnanca predstavujú celkové odmeny za prácu, v hotovosti a v naturáliách, ktorú zamestnávateľia vyplatia zamestnancom, t. j. hrubé mzdy a platy, ako aj prémie, príplatky za prácu nadčas a príspevky zamestnávateľov na sociálne zabezpečenie, vydelené celkovým počtom zamestnancov.

⁴⁰ Treba poznamenať, že vzťah príspevkov na sociálne zabezpečenie a rastu miezd môže odzrkadľovať viac než len zmeny v sadzbách sociálneho zabezpečenia.

Chart A

Príspevky zamestnávateľov na sociálne zabezpečenie a rast miezd v eurozóne

(blok a: medzioročná percentuálna zmena; blok b: v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z tretieho štvrťroka 2019.

Vývoj miezd môžu tiež významne ovplyvňovať zmeny minimálnej mzdy, keďže sa riadia skôr pravidlami indexácie a legislatívou než procesmi mzdového vyjednávania. Minimálne mzdy sú zavedené v 15 z 19 krajín eurozóny.⁴¹ V júli 2019 sa minimálna mzda vyplácaná v eurozóne pohybovala v rozmedzí od 430 € (Lotyšsko) do 2 071 € (Luxembursko) za mesiac. Za posledných desať rokov sa minimálna mzda zvýšila v priemere o 1,5 % (Írsko) až 7 % (Estónsko) ročne.⁴² Na stanovenie výšky minimálnej mzdy sa používajú rôzne metódy vrátane vopred určených vzorcov, odporúčaní odborných výborov a konzultácií so sociálnymi partnermi, ale často podliehajú rozhodnutiu vlády. V dôsledku toho sa frekvencia zmien medzi jednotlivými krajinami líši. Väčšina krajín však výšku minimálnej mzdy prehodnocuje obvykle každý jeden až dva roky.

Rast minimálnej mzdy bol doteraz v roku 2019 podstatne vyšší ako rast celkových miezd a platov na zamestnanca. Index za eurozónu zostavený na základe dostupných údajov za jednotlivé krajiny⁴³ ukazuje, že po iba 1-percentnom náraste zákonom stanovenej minimálnej mzdy v roku 2018 sa minimálna mzda v prvej polovici roku 2019 medziročne zvýšila o 4,6 % (graf B).

⁴¹ Taliansko, Cyprus, Rakúsko a Fínsko nemajú zákonom stanovenú minimálnu mzdu.

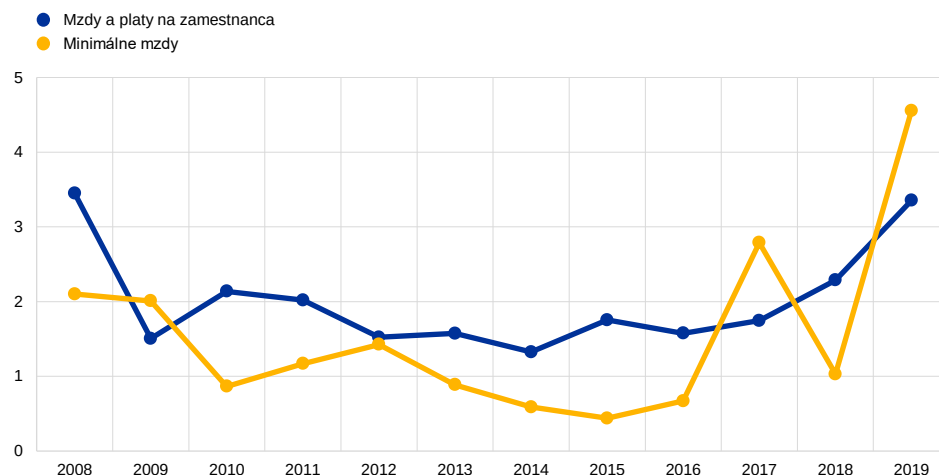
⁴² Zdroj: Eurostat.

⁴³ Index je vážený počtom zamestnancov v príslušných krajinách. V prípade krajín, ktoré nemajú zákonom stanovenú minimálnu mzdu, sa predpokladá, že minimálna mzda je na úrovni nuly. To znamená, že miera rastu minimálnej mzdy v eurozóne v grafe B sa znižuje zahrnutím krajín bez stanovenej minimálnej mzdy.

Graf B

Rast miezd a platov na zamestnanca, ako aj minimálnej mzdy v eurozóne

(medziročná percentuálna zmena; ročné údaje)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

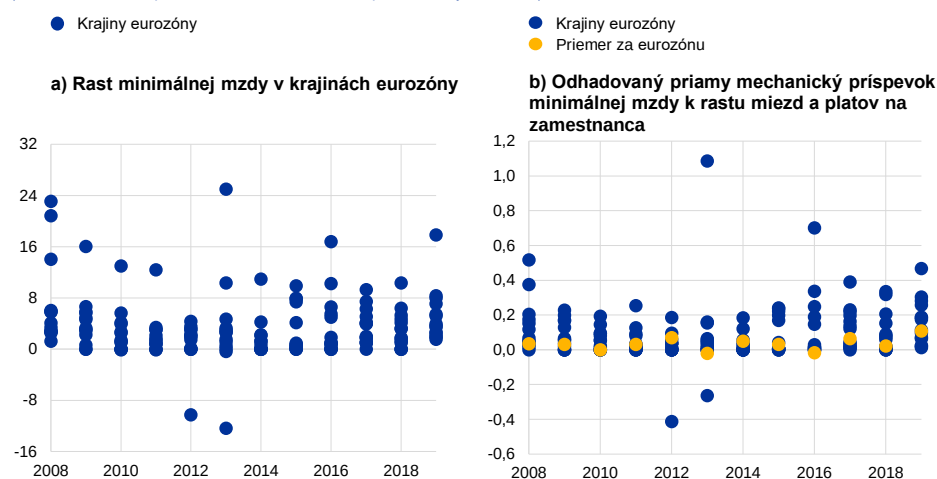
Poznámka: Údaj za rok 2019 je založený na údajoch za prvé tri štvrtroky 2019.

Rast minimálnej mzdy v prvej polovici roku 2019 bol zaznamenaný naprieč všetkými krajinami.⁴⁴ Po prvýkrát od roku 2008 všetky krajiny eurozóny s minimálnou mzdou zvýšili v roku 2019 vnútroštátnym zákonom stanovenú minimálnu mzdu, s nárastom v predchádzajúcom roku v rozmedzí od 1,5 % (Francúzsko) do 17,9 % (Španielsko) (graf C, blok a).

Graf C

Vývoj minimálnej mzdy a jej úloha pri raste miezd a platov na zamestnanca

(blok a: medziročná percentuálna zmena; blok b: v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a ECB.

Poznámka: Blok b) je založený na odhadoch (s použitím výpočtov na základe údajov EU SILC) pre veľkosť skupiny poberateľov minimálnej mzdy v krajinách eurozóny a v celej eurozóne.

⁴⁴ Pre každú z 15 krajín eurozóny s minimálnou mzdou odhadujeme národnú minimálnu mzdu na základe priemernej úrovne z 1. januára a 1. júla za každý rok.

Priamy mechanický dopad zmeny minimálnej mzdy na celkový rast miezd v eurozóne je zvyčajne malý.

Výpočet takýchto priamych príspevkov si vyžaduje informácie o počte poberateľov. Na odvodenie ukazovateľa podielu poberateľov minimálnej mzdy na poberateľoch celkových miezd a plátov⁴⁵ sa v tomto boxe používajú údaje zo štatistiky Európskej únie o príjmoch a životných podmienkach (EU SILC). S ohľadom na značnú neistotu súvisiacu s týmto ukazovateľom údaje za eurozónu ukazujú, že priamy mechanický príspevok minimálnych miezd k rastu miezd a plátov na zamestnanca sa v roku 2019 zvýšil, avšak len mierne, o 0,1 percentuálneho bodu (graf C, blok b).

V niektorých krajinách však bol priamy mechanický dopad zmeny minimálnej mzdy na rast miezd a plátov na zamestnanca pravdepodobne výraznejší.

Napríklad v prvej polovici roku 2019 odhady založené na danom ukazovateľovi naznačujú, že k rastu vnútroštátnych miezd prispel rast minimálnej mzdy až do výšky 0,5 percentuálneho bodu (graf C, blok b). Takéto odhady sa však vzťahujú len na priame účinky zmeny minimálnej mzdy na rast miezd v účtovnom zmysle. Čerpajú teda z nepriamych účinkov minimálnej mzdy na mzdovú stupnicu⁴⁶, ako aj z účinkov spojených s možnými následkami zmien minimálnej mzdy na zamestnanosť⁴⁷ alebo na dynamickú interakciu stanovovania miezd a úprav minimálnej mzdy.

Celkovo možno povedať, že rast miezd bol v poslednom čase pomerne výrazný, obzvlášť ak sa vezme do úvahy vývoj príspevkov na sociálne zabezpečenie.

Zmierňovanie rastu kompenzácií na zamestnanca v posledných štvrtrokoch (graf A) odzrkadľuje najmä nižšie príspevky zamestnávateľov na sociálne zabezpečenie. Rast miezd a plátov na zamestnanca bez príspevkov zamestnávateľa na sociálne zabezpečenie zostal pomerne výrazný a v poslednom období aj v dôsledku trochu vyššieho príspevku minimálnej mzdy. Tento box celkovo podporuje názor, že masívny rast miezd je predovšetkým výsledkom odolných trhov práce, najmä po zohľadnení najnovšieho vývoja príspevkov na sociálne zabezpečenie a minimálnej mzdy.

⁴⁵ Podiel poberateľov minimálnej mzdy sa vypočíta na základe údajov EU SILC. Na tento účel vypočítavame podiel zamestnancov s príjmom v pásme od 90 % do 110 % minimálnej mzdy. Tento podiel sa potom aplikuje na celkový počet zamestnancov v hospodárstve na odvodenie počtu poberateľov minimálnej mzdy v hospodárstve. Vynásobením tohto počtu príslušnou výškou minimálnej mzdy v každej krajine získame sumu miezd a plátov, ktoré možno priradiť poberateľom minimálnej mzdy, a zároveň je možné vypočítať podiel tejto skupiny na celkových mzdách a plátoch v každej krajine eurozóny a agregované výsledky za všetky krajiny eurozóny. Rozdiely v počte odpracovaných hodín poberateľov minimálnej mzdy a celkovej zamestnanosti výsledky významne neovplyvňujú. Percentuálny podiel zamestnancov bol odhadnutý na základe mikroúdajov EU SILC za každý rok až do posledného pozorovania v roku 2016. Pre zvyšok vzorky sú tieto percentá konštantné, s výnimkou prípadov, keď sú k dispozícii administratívne údaje na úrovni krajiny na doplnenie analýzy. Podrobnosti o mikroúdajoch EU SILC sú v diskusii v článku s názvom „The effects of changes in the composition of employment on euro area wage growth“ v anglickej verzii tohto vydania Ekonomického bulletinu.

⁴⁶ Analýza takýchto účinkov v prípade Francúzska sa nachádza v Gautier, E., Fougère, D. and Roux, S., The Impact of the National Minimum Wage on Industry-Level Wage Bargaining in France, *Working Paper Series*, No 587, Banque de France, apríl 2016.

⁴⁷ Skoršia práca porovnávajúca štúdie účinkov zamestnanosti v metaanalýze sa nachádza v Card, D. and Krueger, A.B., Time-Series Minimum-Wage Studies: A Meta-analysis, *The American Economic Review*, Vol. 85, No 2, May 1995, pp. 238-243. Novší príspevok od Cengiz, D., Dube, A., Lindner, A. and Zipperer, B., The Effect of Minimum Wages on Low-Wage Jobs, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 134, Issue 3, August 2019, pp. 1405–1454 využíva prístup „rozdiel v rozdieloch“ (difference-in-differences) na pozorovanie účinkov zamestnanosti a miezd v celom frekvenčnom rozdelení miezd, a najmä zmien v dolnej časti rozdelenia.

Exportné aktivity malých a stredných podnikov v eurozóne: výsledky prieskumu o prístupe k financovaniu podnikov v eurozóne

Katarzyna Bańkowska, Annalisa Ferrando a Juan Angel Garcia

Predmetom tohto boxu je analýza odpovedí na ad hoc otázku z posledného prieskumu o prístupe k financovaniu podnikov v eurozóne (Survey on Access to Finance of Enterprises – SAFE), ktorá sa týkala exportných aktivít malých a stredných podnikov (MSP).⁴⁸ Cieľom sú pritom dve veci: poskytnúť prehľad o exportných aktivitách MSP v eurozóne tak v rámci eurozóny, ako aj mimo nej a priblížiť hlavné charakteristiky exportne orientovaných MSP, zameriavajúc sa na analýzu niektorých finančných dimenzií, ktoré na základe odpovedí v prieskume zohrávajú dôležitú úlohu pri rozhodovaní o vývoze.

Odpovede z prieskumu potvrdzujú dôležitosť zahraničných predajov pre MSP v eurozóne. Viac ako tretina MSP sa v roku 2018 venovala vývozu tovarov alebo služieb. Podiel exportne orientovaných spoločností sa navyše s ich narastajúcou veľkosťou zväčšuje. Vývoz mimo domáceho trhu vykazuje iba štvrtina mikropodnikov, ale až viac ako polovica stredných a veľkých firiem. Pri sektorovom porovnaní bol najväčší podiel MSP vykazujúcich vývoz tovarov a služieb v roku 2018 v priemysle, v obchode a v službách.⁴⁹

Pokiaľ ide o miesto určenia vývozu, MSP vyvážali najmä do krajín eurozóny. Významná časť z nich však vyvážala aj mimo eurozóny a takmer polovica exportne orientovaných MSP vyvážala aj mimo Európy (graf A, blok a). Z oblastí mimo Európy bola najčastejším exportným trhom Severná Amerika, po ktorej nasledovala oblasť Ázie a Tichomoria a oblasť Blízkeho východu a severnej Afriky (graf A, blok b). Cieľové oblasti vývozu sa menili v závislosti od sektora. Trhy mimo eurozóny sú dôležité predovšetkým pre MSP pôsobiace v oblasti priemyslu, zatiaľ čo Severná Amerika je najčastejším miestom určenia vývozu pre MSP aktívne v oblasti priemyslu a služieb.

⁴⁸ Prieskum o prístupe k financovaniu podnikov (Survey on Access to Finance of Enterprises – SAFE) je aktivitou ECB a Európskej komisie, ktoré ho uskutočňujú dvakrát ročne od roku 2009. Prináša informácie o vývoji v oblasti prístupu podnikov v eurozóne k externému financovaniu a jeho využívania. Výsledky sú rozdelené podľa veľkosti podnikov a ich hlavnej činnosti. Posledný prieskum (21. v poradí) sa uskutočnil od 16. septembra do 25. októbra 2019. Celková vzorka za eurozónu predstavovala 11 204 podnikov, z toho 10 241 (91 %) malo menej ako 250 zamestnancov. Hlavné výsledky prieskumu a použitý dotazník sú zverejnené na [internetovej stránke ECB](#).

⁴⁹ Bližšie informácie o štruktúre vzorky sú uvedené v dokumente [Survey on the access to finance of enterprises – Methodological information on the survey and user guide for the anonymised micro dataset](#) (Prieskum o prístupe k financovaniu podnikov – metodické informácie o prieskume a používateľská príručka k anonymizovanému súboru mikroúdajov). Výsledky prieskumu sú vážené počtom zamestnaných osôb, pričom váhy sú kalibrované podľa i) krajiny a veľkostnej triedy a podľa ii) krajiny a hospodárskej aktivity.

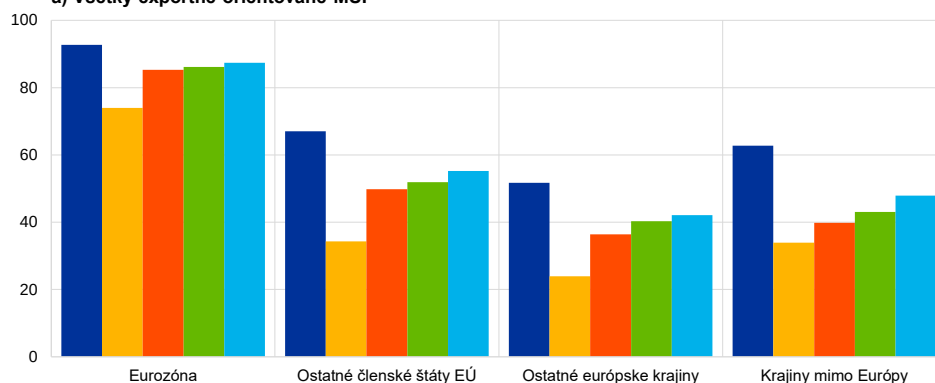
Graf A

Exportné trhy MSP v eurozóne podľa sektora

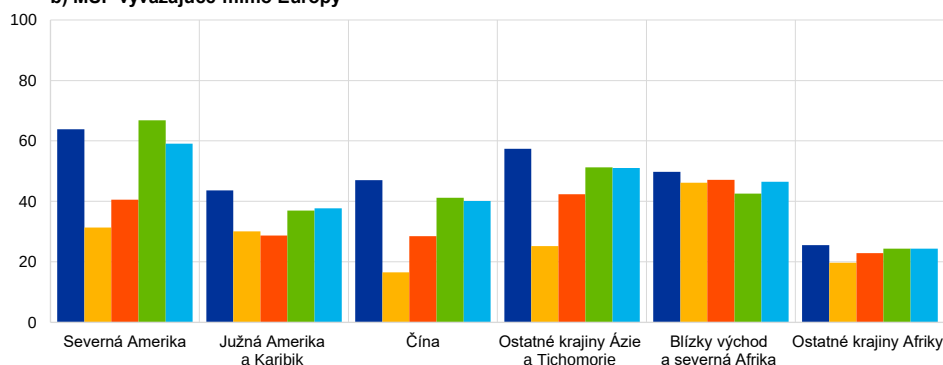
(vážené percentuálne podiely respondentov)

- Priemysel
- Stavebníctvo
- Obchod
- Služby
- Všetky sektory

a) Všetky exportne orientované MSP



b) MSP vyvážajúce mimo Európy



Zdroj: Prieskum SAFE a výpočty ECB.

Poznámka: Blok a uvádza všetky vyvážajúce MSP v eurozóne, zatiaľ čo blok b iba tie MSP v eurozóne, ktoré vyvážajú do krajín mimo Európy. Údaje odrážajú výsledky 21. prieskumu (apríl až september 2019).

Pokiaľ ide o finančné charakteristiky, MSP čelia viacerým výzvam, keď chcú začať vyvážať.

Vývoz so sebou prináša náklady spojené so vstupom na cudzie trhy a v porovnaní s domácim predajom aj dlhší čas medzi vývoznou objednávkou a konečnou platbou za predaj. V tomto prípade ide navyše často o utopené náklady, ktoré treba uhradiť vopred, a vývozcovia musia mať dostatočnú finančnú flexibilitu, aby sa s týmito výzvami dokázali vyrovnáť. Sťažný prístup k financovaniu môže mať preto na vývozcov zvlášť nepriaznivý vplyv, čomu sa venujú aj početné príspevky v odbornej literatúre.⁵⁰

Exportne orientované MSP zvyknú byť ziskovejšie a inovatívnejšie ako podniky, ktoré nevyvážajú.

Pravidelná otázka v prieskume exportne orientovaných

⁵⁰ Jedným z posledných takýchto príspevkov je Wagner, J.: Access to Finance and Exports – Comparable Evidence for Small and Medium Enterprises from Industry and Services in 25 European Countries, *Open Economies Review*, Vol. 30(4), 2019, pp. 739-757. K základným dielam o tom, ako môžu úverové obmedzenia znížiť, resp. zastaviť vývoz, patrí Greenaway, D., Guariglia, A. a Kneller, R.: Financial factors and exporting decisions, *Journal of International Economics*, Vol. 73(2), 2007, pp. 377-395.

spoločnosti⁵¹ poskytuje celistvý obraz o finančných charakteristikách MSP aktívnych v oblasti exportu. Tabuľka A prináša dôkazy o tom, či exportne orientované MSP vykazujú špecifické charakteristiky častejšie než MSP nevykonávajúce exportné aktivity (tabuľka A, blok A). Zároveň znázorňuje rozdiely medzi MSP vyvážajúcimi na rôzne trhy, t. j. v rámci Európy, resp. mimo nej (tabuľka A, blok B).⁵² Vykazované charakteristiky sú bežne považované za dôvody, pre ktoré sa podnik rozhodne v prospech vývozu: firemné vlastníctvo, finančné zdravie, inovatívnosť a diverzifikácia zdrojov financovania.⁵³ Znamienka použité v tabuľke by nemali byť vnímané ako vyjadrenia príčinnej súvislosti, ale iba ako opis dôkazov na základe odpovedí získaných od podnikov. Záporné znamienko pri premennej „Rodinné vlastníctvo“ napríklad naznačuje, že podiel MSP v rodinnom vlastníctve je menší medzi exportnými než medzi neexportnými podnikmi (prvý stĺpec v bloku A tabuľky A), zatiaľ čo hviezdičky poukazujú na štatistickú významnosť rozdielu v porovnaní s neexportnými MSP (druhý stĺpec v bloku A tabuľky A).

Exportne orientované MSP zvyknú byť častejšie obchodované na burzách. Zároveň sa medzi nimi nachádza viac ziskových⁵⁴ a inovatívnejších spoločností. Vývozcovia tiež častejšie využívajú externé zdroje financovania, a to najmä zvýhodnené úvery, často vo forme záruk alebo úverov so zníženou úrokovou sadzbou, a štandardné bankové úvery. Jedným z dôležitých externých zdrojov prevádzkového kapitálu sú aj obchodné úvery, ktoré sa vyznačujú vyššou mierou flexibility z hľadiska kapitálových požiadaviek.

MSP vyvážajúce mimo Európy zvyknú vo väčšej miere využívať vlastné zdroje a akciové financovanie než MSP vyvážajúce iba v rámci Európy. Ad hoc otázka tiež umožňuje skúmať, ktoré ďalšie dimenzie by mohli charakterizovať MSP, ktoré sa neobmedzili iba na európsky trh, ale vyvážajú aj mimo neho.⁵⁵ Východiskom pritom je, že vzhľadom na dodatočné obchodné bariéry (technické pravidlá, právne predpisy a finančné požiadavky sa môžu líšiť od tých v EÚ) a cezhraničné náklady by tieto podniky museli byť finančne ešte odolnejšie ako MSP, ktoré vyvážajú iba v rámci Európy. Výsledky uvedené v bloku B tabuľky A potvrdzujú, že MSP vyvážajúce mimo Európy sú inovatívnejšie a v porovnaní so spoločnosťami vyvážajúcimi iba do krajín Európy zvyknú svoje aktivity vo väčšej miere financovať z vlastných zdrojov a prostredníctvom zvýhodnených úverov. Viaceré z nich navyše vykazujú získavanie akciového kapitálu.

MSP pôsobiace v sektore priemyselnej výroby a vyvážajúce mimo Európy sú v porovnaní s podobnými podnikmi exportujúcimi iba v rámci Európy ešte inovatívnejšie a vo väčšej miere využívajú zvýhodnené či obchodné úvery

⁵¹ Podrobnejšie informácie sú uvedené v otázke D7 v rámci [dotazníka k prieskumu SAFE](#).

⁵² Všetky výsledky uvedené v tabuľke A vychádzajú z univariantných analýz potvrdených vykonaním multivariantných regresných analýz založených na probit modeloch.

⁵³ Paul, J., Parthasarathy, S. a Gupta, P.: Exporting challenges of SMEs: A review and future research agenda, *Journal of World Business*, Vol. 52(3), 2017, pp. 327-342.

⁵⁴ V danom prípade ide o komplexný ukazovateľ vypočítaný z údajov z prieskumu SAFE, pomocou ktorého sa hodnotí finančné zdravie podnikov na základe ich tržieb, zisku, úrokových nákladov a miery dlhového financovania. Bližšie informácie sú na internetovej stránke [Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – April to September 2019](#) (Prieskum o prístupe k financovaniu podnikov v eurozóne – apríl až september 2019).

⁵⁵ Vzhľadom na povahu ad hoc otázky môžu MSP vyvážajúce mimo Európy vyvážať aj v rámci nej.

(tabuľka A). Skutočnosť, že MSP vyvážajúce mimo Európy využívajú zvýhodnené úvery (alebo granty) a obchodné úvery častejšie než podniky vyvážajúce iba v rámci Európy, môže odrážať existenciu zvýhodnených podmienok financovania pre spoločnosti vyvážajúce mimo EÚ.

Tabuľka A

Finančné charakteristiky exportne orientovaných MSP

	A. Rozdiely medzi vyvážajúcimi a nevyvážajúcimi podnikmi	Štatistická významnosť	B. Rozdiely medzi MSP vyvážajúcimi mimo Európy a iba v rámci Európy	Štatistická významnosť
Charakteristika podniku				
Rodinné vlastníctvo	-	***	-	***
Obchodovaný na burze	+	***	+	***
Finančné obmedzenia	+	šb	+	šb
Ziskový	+	***	+	šb
Inovatívny	+	***	+	***
Kapitálová štruktúra				
Vlastné zdroje	+	šb	+	***
Zvýhodnené úvery	+	***	+	**
Prečerpanie bankového účtu	+	***	+	šb
Bankové úvery	+	***	+	šb
Obchodné úvery	+	***	+	***
Dlhové cenné papiere	+	šb	-	šb
Akcie	+	**	+	**

Zdroj: Prieskum SAFE a výpočty ECB.

Poznámka: Výsledky dvojvýberového t-testu s rovnakou varianciou. Hviezdičky označujú mieru významnosti: *** = 1 %, ** = 5 %, * = 10 %, šb = štatisticky bezvýznamné.

Na záver možno povedať, že odpovede na ad hoc otázku v poslednom prieskume SAFE týkajúcu sa exportných aktivít MSP naznačujú, že zahraničné predaje sú dôležité. Významný podiel exportne orientovaných MSP obchoduje na trhoch mimo Európy, a to najmä v prípade sektora priemyselnej výroby. Exportne orientované MSP sú vo všeobecnosti ziskovejšie a inovatívnejšie než MSP, ktoré sa vývozu nevenujú. Poznatky týkajúce sa exportných aktivít MSP by mali pomôcť lepšie porozumieť celkovej dynamike vývozu medzi všetkými podnikmi v eurozóne a dosahu externých hospodárskych podmienok na ekonomiku eurozóny. Netreba však prehliadať, že ad hoc otázka sa zameriavala iba na priame vývozy MSP, pričom tie môžu byť súčasťou dodávateľského reťazca väčších spoločností vyvážajúcich iné produkty.

Výsledky prieskumu zároveň poukazujú na niekoľko dôležitých charakteristík exportne orientovaných MSP v eurozóne. Percentuálny podiel spoločností venujúcich sa vývozu sa zvyšuje s ich narastajúcou veľkosťou, čo s najväčšou pravdepodobnosťou súvisí s vyššie spomenutými dodatočnými nákladmi a potrebami financovania exportne orientovaných podnikov. Tieto spoločnosti sa zároveň vyznačujú vyššou mierou diverzifikácie zdrojov externého financovania, čo spolu s ich väčšou inovatívnosťou môže naznačovať, že ich prítomnosť na medzinárodných trhoch so sebou prináša vyššie nároky na kapitál. To len zdôrazňuje potrebu dobre

fungujúcich a dostatočne rozvinutých finančných trhov, ktoré MSP zaručia jednoduchý prístup k financovaniu ich exportných aktivít.

Preskúmanie návrhov rozpočtových plánov na rok 2020 – niektoré dôsledky pre reformu fiškálneho riadenia

Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier a Nadine Leiner-Killinger

Európska komisia vo štvrtok 21. novembra 2019 vydala svoje stanoviská k návrhom rozpočtových plánov jednotlivých krajín eurozóny na rok 2020 spolu s analýzou rozpočtovej situácie v eurozóne ako celku. Súčasťou každého stanoviska je hodnotenie súladu príslušného plánu s Paktom stability a rastu na základe hospodárskej prognózy Komisie z jesene 2019. V tomto preskúmaní sa tiež posudzuje, či krajiny do svojich plánov začlenili aj odporúčania pre jednotlivé krajiny týkajúce sa fiškálnych politík, prijaté Radou pre hospodárske a finančné záležitosti v utorok 9. júla 2019⁵⁶ a adresované krajinám v rámci európskeho semestra 2019. V odporúčaniach sú krajiny s vysokým pomerom dlhu verejnej správy k HDP vyzvané, aby sa zamerali na dostatočne rýchle zníženie tohto pomeru zadlženia. Niektoré krajiny, ktoré ešte majú priestor na úpravu rozpočtu, dostali odporúčanie, aby tento priestor využili, a to aj na zvýšenie verejných investícií. Pri skúmaní návrhov rozpočtových plánov sa zistili nedostatky v opatreniach nadväzujúcich na odporúčania. Tieto nedostatky treba riešiť, okrem iného, v rámci nadchádzajúceho preskúmania nariadení šesťbalíka a dvojbalíka, ktoré sa zaviedli do praxe v rokoch 2011 a 2013 v úsilí o posilnenie fiškálneho riadenia.

Návrhy rozpočtových plánov na rok 2020 vedú k mierne expanzívnej fiškálnej pozícii eurozóny ako celku, pričom odrážajú veľmi odlišný fiškálny vývoj v jednotlivých krajinách. Plánovaná fiškálna pozícia v roku 2020, meraná ako zhoršenie štruktúrneho primárneho salda o 0,4 % HDP, by podporila hospodársku činnosť v eurozóne. Pokiaľ však ide o jej zloženie, Komisia skonštatovala, že „dodržiavanie Paktu stability a rastu členskými štátmi eurozóny, ktoré nedosiahli svoj strednodobý rozpočtový cieľ, v spojení s vyššou expanziou členských štátov eurozóny s fiškálnym priestorom, by viedlo k lepšej diferenciácii medzi členskými štátmi eurozóny.“⁵⁷ Vzhľadom na slabší výhľad rastu pre eurozónu a zvýšenú mieru neistoty Euroskupina uviedla, že „je pripravená koordinovať“ diferencovanú fiškálnu reakciu, ak by sa prejavili riziká pomalšieho rastu.⁵⁸

Podľa stanovísk Komisie sú návrhy rozpočtových plánov deviatich krajín eurozóny v súlade s Paktom stability a rastu, konkrétne plány Nemecka, Írska, Grécka, Cypru, Litvy, Luxemburska, Malty, Holandska a Rakúska. Očakáva sa, že tieto krajiny zaznamenajú v roku 2020 zdravé fiškálne pozície v súlade s ich strednodobými rozpočtovými cieľmi. V tejto súvislosti Euroskupina uvítala, že niektoré „členské štáty s priaznivou rozpočtovou situáciou ju využili a plánujú ju využívať aj naďalej na podporu investícií a rastu, pričom zachovávajú dlhodobú udržateľnosť verejných financií.“ Aj návrhy rozpočtových plánov Estónska a Lotyšska sú podľa

⁵⁶ Viac informácií v [odporúčaniach pre jednotlivé krajiny v rámci Európskeho semestra 2019](#). Viac základných informácií a ďalšie podrobnosti v boxe s názvom Priorities for fiscal policies under the 2019 European Semester, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, August 2019.

⁵⁷ [Oznámenie Komisie o návrhoch rozpočtových plánov na rok 2020](#).

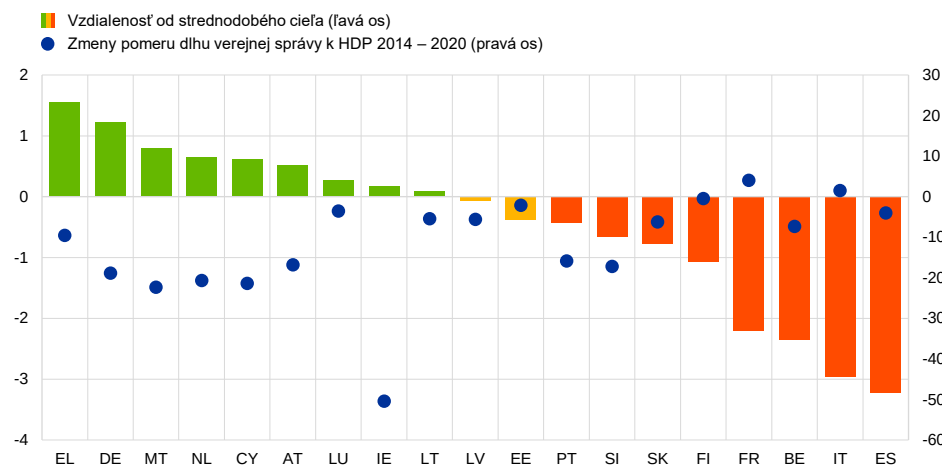
⁵⁸ [Eurogroup statement on the Draft Budgetary Plans for 2020](#).

Komisie vo všeobecnosti v súlade s požiadavkami paktu.⁵⁹ Euroskupina tieto dve krajiny vyzvala, aby zabezpečili súlad s ustanoveniami Paktu stability a rastu v rámci vnútroštátnych rozpočtových procesov.

Graf A

Dlh verejnej správy a rozdiel medzi štrukturálnymi saldami a strednodobými rozpočtovými cieľmi v roku 2020

(v % HDP)



Zdroj: Hospodárska prognóza Európskej komisie z jesene 2019 a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje odchýlku v štrukturálnych saldách krajín v roku 2020 od ich strednodobých cieľov. Zelené (oranžové) stĺpce označujú krajiny, ktorých návrhy rozpočtového plánu na rok 2020 sú podľa Európskej komisie (vo všeobecnosti) v súlade s Paktom stability a rastu. Červené stĺpce označujú krajiny, ktorých návrhy rozpočtového plánu na rok 2020 sa podľa Európskej komisie spájajú s rizikom nesúladu s Paktom stability a rastu.

Z hodnotenia vyplýva, že návrhy rozpočtových plánov značného počtu krajín eurozóny predstavujú riziko nesúladu s Paktom stability a rastu, čo prináša mimoriadne obavy pri krajinách s vysokým pomerom verejného dlhu.⁶⁰ Podľa

prognózy Komisie sa očakáva, že v ôsmich krajinách, konkrétne v Belgicku, Španielsku, Francúzsku, Taliansku, Portugalsku, Slovinsku, na Slovensku a vo Fínsku, budú plánované štrukturálne úpravy výrazne zaostávať za požiadavkami paktu (graf B). Belgicko, Španielsko a Portugalsko navyše predložili plány na základe nezmenenej politiky, čo odrážalo zvolenie novej vlády v Španielsku a Portugalsku a prebiehajúci proces formovania federálnej vlády v Belgicku. Euroskupina vyzvala všetkých osem krajín, aby „včas zvažili potrebné dodatočné opatrenia na podchytenie rizík, ktoré zistila Komisia, a aby zabezpečili súlad svojho rozpočtu na rok 2020 s ustanoveniami Paktu stability a rastu“. Ďalej zopakovala, že „pomalé tempo znižovania dlhu z vysokých úrovní vo viacerých členských štátoch je naďalej predmetom obáv a malo by sa razantne riešiť, a to aj využitím neočakávaných ziskov z nízkych úrokových sadzieb“. Týka sa to najmä Belgicka, Španielska, Francúzska

⁵⁹ Návrhy rozpočtových plánov krajín podliehajúcich preventívnej časti Paktu stability a rastu sú vo všeobecnosti v súlade, ak podľa prognózy Komisie môžu viesť k určitým odchýlkam od strednodobého cieľa alebo úpravám na ich dosiahnutie, no nedostatočné plnenie príslušnej požiadavky by nepredstavovalo významnú odchýlku. Odchýlky od fiškálnych cieľov v rámci preventívnej časti paktu sa hodnotia ako významné, ak prekročia 0,5 % HDP v jednom roku alebo v priemere 0,25 % HDP v dvoch po sebe nasledujúcich rokoch.

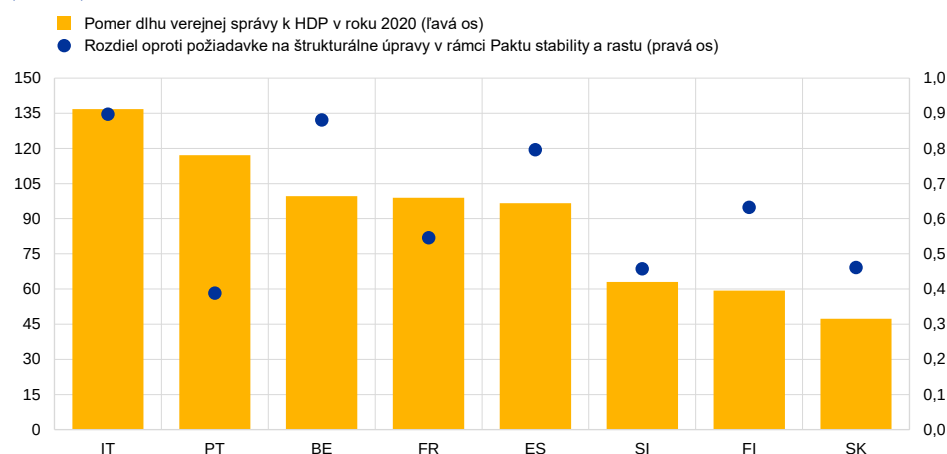
⁶⁰ V prípade krajín podliehajúcich preventívnej časti Paktu stability a rastu sa Komisia domnieva, že návrh rozpočtového plánu predstavuje riziko nesúladu s paktom, ak predpokladá výraznú odchýlku od strednodobého rozpočtového cieľa alebo od potrebných úprav na jeho dosiahnutie v roku 2020 a/alebo v prípade relevantnosti neplnenie referenčnej hodnoty pre zníženie dlhu.

a Talianska, vykazujúcich stále veľmi vysoké pomery dlhu, ktoré ešte len začínajú klesať. V prípade Slovenska a Fínska sa očakáva, že v roku 2020 nedosiahnu pomer dlhu pod referenčnou hodnotou 60 % HDP ustanovenou v zmluve, zatiaľ čo Portugalsku a Slovinsku sa darí verejný dlh stále znižovať.

Graf B

Verejný dlh v roku 2020 a rozdiely oproti požiadavkám na štrukturálne úpravy v rámci Paktu stability a rastu v členských štátoch, ktorých návrhy rozpočtových plánov boli vyhodnotené ako rizikové z dôvodu nesúladu s Paktom stability a rastu

(v % HDP)



Zdroj: Hospodárska prognóza Európskej komisie z jesene 2019 a odporúčania pre rozpočtové politiky jednotlivých krajín, ktoré boli prijaté Radou pre hospodárske a finančné záležitosti 9. júla 2019 a aktualizované v pracovných dokumentoch útvarov Komisie s analýzou návrhov rozpočtových plánov na rok 2020.
Poznámka: Požiadavka na štrukturálnu úpravu pre Taliansko zatiaľ nezahŕňa žiadosť talianskych orgánov o flexibilitu podľa klauzuly o mimoriadnych udalostiach v Pakte stability a rastu.

Preskúvanie návrhov rozpočtových plánov pripomína, že by sa mal zlepšiť rámec fiškálneho riadenia EÚ, aby sa pomohlo hladšiemu fungovaniu politik v hospodárskej a menovej únii (HMÚ). Najmä pravidlá Paktu stability a rastu zostávajú asymetrické, a preto nemôžu byť pre agregovanú fiškálnu pozíciu eurozóny smerodajné. Krajiny, ktoré ešte nesplnili svoje strednodobé ciele, musia dosiahnuť pokrok, aby sa k nim priblížili, pričom krajiny, ktoré ich splnili, nemusia využívať svoje rozpočtové rezervy. To môže viesť k procyklickým fiškálnym politikám v časoch, keď by hospodárstvu eurozóny ako celku prospela podpora z rozpočtových politik. Tempo znižovania verejného dlhu z vysokých úrovní v niektorých krajinách okrem toho nie je ani zďaleka dostatočné, a to napriek posilneniu pravidiel v roku 2011, ktorými sa zaviedlo dlhové pravidlo na urýchlenie poklesu pomeru verejného dlhu k HDP smerom k referenčnej hodnote 60 % HDP stanovenej v zmluve. Hlavne z dôvodu kumulatívnych účinkov rôznych foriem flexibility zakotvených v Pakte stability a rastu nie je možné zabezpečiť, aby sa krajiny – najmä tie s vysokou mierou dlhu – dostatočne rýchlo priblížili k svojim strednodobým cieľom. A napokon skutočnosť, že plány mnohých krajín s vysokou úrovňou verejného dlhu majú oproti odporúčaniam Rady významné nedostatky v štrukturálnych úpravách, ukazuje, že preskúvanie

návrhu rozpočtového plánu zavedené nariadeniami dvojbalíka nevyvíja potrebný tlak na nápravu fiškálnych nerovnováh.⁶¹

Európska fiškálna rada (EFB), ktorú prezident Komisie poveril hodnotením fungovania fiškálnych pravidiel EÚ z pohľadu preskúmania dvojbalíka a šesťbalíka, navrhla možnosti reformy fiškálneho riadenia v EÚ.⁶² EFB navrhla zmeniť zakotvenie pravidiel zo strednodobých cieľov na dlhodobý strop z hľadiska pomeru dlhu verejnej správy k HDP. Tiež odporučila, aby sa kombinoval s výdavkovým pravidlom ako jediným funkčným ukazovateľom, podľa ktorého sa usmerňujú fiškálne politiky. Podľa EFB by sa existujúce klauzuly o flexibilitě mali zlúčiť do jednej únikovej klauzuly, ktorej uplatňovanie by malo byť naviazané na nezávislé posúdenie hospodárskej situácie. V tejto súvislosti sa predpokladá silnejšia úloha nezávislých fiškálnych rád, pričom Komisia by mala mať vo svojom hodnotení väčšiu nezávislosť. Sankcie, ktoré sa ukázali ako ťažko uplatniteľné, by sa mohli doplniť alebo nahradiť stimulačnými mechanizmami. Tieto mechanizmy by mohli umožniť prepojenie s funkciou makroekonomickej stabilizácie („fiškálna kapacita eurozóny“), aby boli v súlade s fiškálnymi pravidlami. Všetky tieto návrhy by si v súvislosti s nadchádzajúcim preskúmaním nariadení šesťbalíka a dvojbalíka vyžadovali podrobnú diskusiu.⁶³

V ďalšom období je fungovanie fiškálneho rámca EÚ predpokladom ďalšieho prehlbovania hospodárskej a menovej únie. Okrem nedávno prijatého rozpočtového nástroja pre konvergenciu a konkurencieschopnosť⁶⁴ je naďalej nevyhnutný ďalší pokrok vo vytváraní funkcie skutočnej makroekonomickej stabilizácie pre eurozónu. Takáto funkcia zvyčajne existuje v iných menových úniách, aby si lepšie poradili s hospodárskymi šokmi, ktoré nemožno zvládnuť na úrovni jednej krajiny.⁶⁵ Tento typ centrálneho nástroja fiškálnej stabilizácie by znížil riziko preťaženia nástrojov menovej politiky ECB počas ťažkej recesie v celej eurozóne.⁶⁶

⁶¹ Diskusia o tom, prečo preskúmanie návrhu rozpočtu časom stráca účinnosť, je v boxe s názvom Výsledky hodnotenia návrhov rozpočtových plánov na rok 2018, Ekonomický bulletin, číslo 8, ECB, 2017.

⁶² Viac informácií v správe EFB s názvom [Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six and two-pack legislation](#), August 2019.

⁶³ Prehľad sa nachádza aj v Kamps, Christophe, a Leiner-Killinger, Nadine, [Taking stock of the functioning of the EU's fiscal rules and options for reform](#), *Occasional Paper Series*, August 2019.

⁶⁴ Podrobnosti sa nachádzajú vo [výkaze](#), ktorý schválila Euroskupina 10. októbra 2019 v prístupnom formáte.

⁶⁵ Viac v článku [Fiscal rules in the euro area and lessons from other monetary unions](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2019.

⁶⁶ Viac v článku s názvom [Fiscal spillovers in a monetary union](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2019.

Štatistika

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=100000023
Informácie o výpočtoch sú v časti Technické poznámky Štatistického bulletinu ECB:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=100000022
Vysvetlenie jednotlivých pojmov a skratiek je v štatistickom glosári ECB:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Značky a skratky použité v tabuľkách

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

1 Vonkajšie prostredie

1.1 Hlavní obchodní partneri, HDP a CPI

	HDP ¹⁾ (percentuálna zmena medzi obdobiami)						CPI (ročná percentuálna zmena)						
	G20	Spojené štáty	Spojené kráľovstvo	Japonsko	Čína	Informatívna položka: eurozóna	Krajiny OECD		Spojené štáty	Spojené kráľovstvo (HICP)	Japonsko	Čína	Informatívna položka: eurozóna ²⁾ (HICP)
	1	2	3	4	5	6	Spolu	bez potravín a energií	9	10	11	12	13
2016	3,3	1,6	1,9	0,6	6,7	1,9	1,1	1,9	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,9	2,4	1,9	1,9	6,8	2,5	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,7	2,9	1,4	0,8	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2018 Q4	0,7	0,3	0,3	0,4	1,5	0,3	2,8	2,3	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
2019 Q1	0,8	0,8	0,6	0,5	1,4	0,4	2,2	2,2	1,6	1,9	0,3	1,8	1,4
Q2	0,7	0,5	-0,2	0,4	1,6	0,2	2,3	2,2	1,8	2,0	0,8	2,6	1,4
Q3	.	0,5	0,3	0,1	1,5	0,2	1,9	2,2	1,8	1,8	0,3	2,9	1,0
2019 Jún	-	-	-	-	-	-	2,1	2,2	1,6	2,0	0,7	2,7	1,3
Júl	-	-	-	-	-	-	2,1	2,3	1,8	2,1	0,5	2,8	1,0
Aug.	-	-	-	-	-	-	1,9	2,3	1,7	1,7	0,3	2,8	1,0
Sep.	-	-	-	-	-	-	1,6	2,1	1,7	1,7	0,2	3,0	0,8
Okt.	-	-	-	-	-	-	1,6	2,0	1,8	1,5	0,2	3,8	0,7
Nov. ³⁾	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	1,0

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
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,7	52,0	50,1	1,2	1,4	1,0
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,8	3,1	7,6
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,9	4,4	3,1	5,2
2018 Q4	53,1	54,7	51,4	52,3	51,5	52,3	52,0	53,5	49,9	-0,8	1,5	-2,2
2019 Q1	52,8	54,8	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	-0,7	0,0	-1,1
Q2	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,8	49,4	-0,6	-1,4	-0,2
Q3	51,4	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,7	48,5	0,8	1,3	0,5
2019 Jún	51,0	51,5	49,7	50,8	50,6	52,2	49,6	51,5	49,2	-0,6	-1,4	-0,2
Júl	51,7	52,6	50,7	50,6	50,9	51,5	49,9	52,4	49,0	-0,9	0,3	-1,6
Aug.	51,1	50,7	50,2	51,9	51,6	51,9	50,4	51,4	47,7	-0,5	0,1	-0,9
Sep.	51,2	51,0	49,3	51,5	51,9	50,1	50,9	51,4	48,6	0,8	1,3	0,5
Okt.	50,8	50,9	50,0	49,1	52,0	50,6	51,0	50,7	49,5	.	.	.
Nov.	51,6	52,0	49,3	49,8	53,2	50,6	51,6	51,6	49,4	.	.	.

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

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

2) Bez eurozóny.

2 Finančný vývoj

2.1 Úrokové miery peňažného trhu

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

	Krátkodobá eurová sadzba (€STR) ²⁾	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	8
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
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019 Máj	-0,45	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,53	-0,07
Jún	-0,45	-0,36	-0,38	-0,33	-0,28	-0,19	2,40	-0,07
Júl	-0,45	-0,37	-0,40	-0,36	-0,35	-0,28	2,29	-0,07
Aug.	-0,45	-0,36	-0,41	-0,41	-0,40	-0,36	2,16	-0,10
Sep.	-0,49	-0,40	-0,45	-0,42	-0,39	-0,34	2,13	-0,09
Okt.	-0,55	-0,46	-0,46	-0,41	-0,36	-0,30	1,98	-0,11
Nov.	-0,54	-0,45	-0,45	-0,40	-0,34	-0,27	1,90	-0,10

Zdroj: ECB.

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

2) ECB publikovala krátkodobú eurovú sadzbu (€STR) po prvýkrát 2. októbra 2019, ktorá odrážala obchodné aktivity z 1. októbra 2019. Údaje za predchádzajúce obdobia sa týkajú sadzby pre-€STR, ktorá sa zverejňovala len na informačné účely a nebola určená na použitie ako benchmark alebo referenčná sadzba v obchodných transakciách.

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
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
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019 Máj	-0,57	-0,64	-0,69	-0,56	-0,13	0,51	-0,08	0,24	-0,72	-0,72	-0,17	0,64
Jún	-0,60	-0,69	-0,75	-0,64	-0,26	0,43	0,07	0,14	-0,78	-0,79	-0,29	0,44
Júl	-0,67	-0,74	-0,79	-0,72	-0,39	0,35	0,02	0,09	-0,82	-0,84	-0,45	0,25
Aug.	-0,84	-0,88	-0,93	-0,92	-0,65	0,23	-0,27	0,03	-0,94	-1,00	-0,73	-0,12
Sep.	-0,70	-0,76	-0,81	-0,77	-0,52	0,24	-0,10	0,03	-0,83	-0,86	-0,58	-0,02
Okt.	-0,67	-0,69	-0,69	-0,62	-0,36	0,32	0,17	-0,01	-0,70	-0,69	-0,41	0,14
Nov.	-0,61	-0,63	-0,65	-0,57	-0,30	0,34	0,18	0,04	-0,66	-0,65	-0,33	0,23

Zdroj: ECB.

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

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

2.3 Indexy akciového trhu

(hodnota indexu v bodoch; priemer za obdobie)

	Dow Jones EURO STOXX indices												Spojené štáty	Japonsko
	Benchmark		Hlavné sektory ekonomiky										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Široký index	50	Základný materiál	Služby zákazníkom	Spotrebný tovar	Ropa a plyn	Finančný sektor	Priemysel	Techno- lógie	Sieťové odvetvia	Teleko- munikácie	Zdravot- níctvo		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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
2018	375,5	3 386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2 746,2	22 310,7
2019 Máj	369,4	3 385,4	710,2	267,4	721,6	324,7	157,0	643,9	519,6	312,0	290,9	732,7	2 854,7	21 218,4
Jún	369,7	3 406,0	722,6	264,9	728,5	323,2	152,0	652,3	517,5	323,9	296,6	734,0	2 890,2	21 060,2
Júl	380,0	3 507,8	739,6	271,8	752,7	329,3	155,8	666,2	548,2	326,4	292,2	769,2	2 996,1	21 593,7
Aug.	363,6	3 355,3	704,2	262,0	722,8	303,0	144,1	639,4	523,4	325,7	281,9	778,9	2 897,5	20 629,7
Sep.	379,7	3 514,5	738,2	271,3	751,1	319,7	151,8	669,4	545,0	338,5	294,7	804,3	2 982,2	21 585,5
Okt.	382,8	3 551,2	748,2	273,3	742,2	316,6	157,0	671,1	556,8	341,4	306,7	791,7	2 977,7	22 197,5
Nov.	398,4	3 693,1	794,5	283,0	761,3	328,8	163,6	711,6	585,2	339,4	304,8	837,7	3 104,9	23 278,1

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 požičiavanie	
	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
2018 Nov.	0,04	0,45	0,29	0,73	5,93	16,67	4,94	5,68	6,19	2,37	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81
Dec.	0,03	0,44	0,30	0,78	5,87	16,68	4,92	5,47	5,99	2,27	1,61	1,80	1,91	1,84	2,11	1,80
2019 Jan.	0,03	0,43	0,33	0,74	5,92	16,63	5,32	5,82	6,33	2,36	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82
Feb.	0,03	0,43	0,32	0,70	5,97	16,61	5,28	5,71	6,27	2,41	1,59	1,84	1,87	1,84	2,09	1,80
Mar.	0,03	0,41	0,30	0,76	5,90	16,65	5,41	5,61	6,18	2,36	1,60	1,80	1,83	1,81	2,06	1,78
Apr.	0,03	0,41	0,32	0,75	5,88	16,66	5,56	5,63	6,19	2,36	1,60	1,77	1,77	1,77	2,02	1,75
Máj	0,03	0,44	0,31	0,79	5,81	16,67	5,61	5,76	6,34	2,33	1,58	1,79	1,73	1,74	1,99	1,72
Jún	0,03	0,44	0,32	0,82	5,81	16,63	5,42	5,67	6,25	2,31	1,56	1,73	1,67	1,65	1,95	1,67
Júl	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,58	5,74	5,74	6,31	2,34	1,56	1,71	1,59	1,57	1,90	1,61
Aug.	0,03	0,43	0,28	0,78	5,75	16,60	6,15	5,76	6,35	2,25	1,52	1,68	1,53	1,50	1,84	1,56
Sep.	0,03	0,43	0,27	0,78	5,82	16,61	5,65	5,62	6,17	2,22	1,47	1,63	1,49	1,43	1,77	1,48
Okt. ^(p)	0,03	0,42	0,24	0,83	5,70	16,63	5,87	5,55	6,19	2,26	1,45	1,59	1,44	1,39	1,74	1,44

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 začiatku obdobia fixácie sadzby									Kompozitný indikátor nákladov na požičiavanie
	splatené na požiadanie	s dohodnutou splatnosťou:			do 0,25 mil. EUR			nad 0,25 mil. EUR a do 1 mil. EUR			nad 1 mil. EUR			
		do 2 rokov	nad 2 roky		pohyblivá sadzba do 3 mesiacov	nad 3 mesiace a do 1 roka	nad 1 rok	pohyblivá sadzba do 3 mesiacov	nad 3 mesiace a do 1 roka	nad 1 rok	pohyblivá sadzba do 3 mesiacov	nad 3 mesiace a do 1 roka	nad 1 rok	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018 Nov.	0,03	0,06	0,63	2,19	2,19	2,40	2,34	1,67	1,60	1,67	1,20	1,35	1,69	1,66
Dec.	0,03	0,07	0,53	2,18	2,20	2,29	2,25	1,60	1,59	1,67	1,21	1,39	1,59	1,63
2019 Jan.	0,03	0,05	0,54	2,22	2,15	2,40	2,32	1,67	1,62	1,72	1,13	1,30	1,61	1,63
Feb.	0,03	0,03	0,52	2,21	2,15	2,41	2,33	1,65	1,64	1,69	1,13	1,39	1,56	1,64
Mar.	0,03	0,07	0,62	2,17	2,17	2,38	2,30	1,66	1,58	1,68	1,19	1,36	1,57	1,65
Apr.	0,03	0,06	0,54	2,19	2,19	2,36	2,26	1,67	1,60	1,64	1,16	1,33	1,44	1,62
Máj	0,03	0,04	0,46	2,15	2,18	2,38	2,29	1,66	1,59	1,63	1,09	1,17	1,50	1,57
Jún	0,03	0,03	0,56	2,17	2,13	2,33	2,25	1,63	1,55	1,56	1,09	1,28	1,39	1,55
Júl	0,03	0,04	0,57	2,11	2,07	2,50	2,20	1,66	1,57	1,54	1,16	1,32	1,39	1,56
Aug.	0,03	-0,04	0,54	2,08	2,07	2,36	2,19	1,64	1,59	1,53	1,06	1,32	1,40	1,52
Sep.	0,03	-0,05	0,88	2,16	2,03	2,25	2,15	1,61	1,51	1,44	1,10	1,26	1,29	1,54
Okt. ^(p)	0,02	-0,03	0,44	2,08	2,01	2,41	2,10	1,61	1,54	1,40	1,14	1,40	1,27	1,56

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														
2016	1 241	518	135	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1 240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1 217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019 Máj	1 339	574	170	.	115	422	59	447	196	75	.	56	83	37
Jún	1 314	557	173	.	100	428	56	380	152	78	.	45	71	35
Júl	1 340	577	173	.	110	424	57	457	205	75	.	56	76	45
Aug.	1 368	588	180	.	113	424	63	405	181	76	.	39	71	38
Sep.	1 387	593	182	.	106	439	66	404	153	81	.	48	81	41
Okt.	1 349	576	173	.	106	424	69	422	197	53	.	52	75	45
Dlhodobé														
2016	15 373	3 695	3 173	.	1 176	6 686	642	219	62	53	.	19	78	8
2017	15 353	3 560	3 048	.	1 235	6 866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018	15 745	3 688	3 149	.	1 260	7 022	627	228	64	68	.	16	75	6
2019 Máj	16 052	3 767	3 199	.	1 297	7 153	636	246	62	79	.	13	86	7
Jún	16 113	3 768	3 217	.	1 305	7 190	633	245	61	76	.	23	80	5
Júl	16 182	3 789	3 257	.	1 315	7 184	636	253	70	72	.	25	78	8
Aug.	16 191	3 784	3 255	.	1 312	7 200	639	120	25	40	.	8	41	6
Sep.	16 264	3 805	3 285	.	1 339	7 200	634	277	82	83	.	34	74	4
Okt.	16 202	3 795	3 292	.	1 339	7 153	623	260	60	84	.	24	85	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										
2016	16 613,8	4 213,4	3 308,6	.	1 235,2	7 151,7	704,9	7 089,5	537,6	1 084,2	5 467,7
2017	16 593,1	4 079,4	3 203,3	.	1 304,8	7 304,7	700,8	7 954,7	612,5	1 249,6	6 092,6
2018	16 961,8	4 192,1	3 318,4	.	1 332,1	7 445,8	673,4	7 027,2	465,1	1 099,4	5 462,7
2019 Máj	17 390,8	4 341,0	3 369,2	.	1 412,0	7 574,3	694,5	7 586,6	470,9	1 208,1	5 907,6
Jún	17 426,9	4 324,6	3 390,4	.	1 405,1	7 617,7	689,1	7 940,6	493,3	1 246,0	6 201,3
Júl	17 522,2	4 366,2	3 429,6	.	1 425,5	7 607,8	693,1	7 980,2	484,0	1 252,8	6 243,4
Aug.	17 559,1	4 372,7	3 435,0	.	1 425,0	7 624,6	702,0	7 841,0	462,4	1 183,0	6 195,6
Sep.	17 650,6	4 398,7	3 467,3	.	1 445,4	7 639,6	699,8	8 182,3	496,1	1 335,6	6 350,6
Okt.	17 550,8	4 370,6	3 464,6	.	1 445,4	7 577,4	692,8	8 257,7	508,2	1 348,6	6 400,8
Miera rastu											
2016	0,3	-3,0	-1,2	.	6,2	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	0,1	.	6,0	2,2	0,4	1,0	6,1	2,8	0,2
2018	1,9	1,7	2,9	.	3,4	1,9	-4,3	0,7	-0,1	2,4	0,4
2019 Máj	2,6	3,9	2,2	.	3,7	2,1	0,6	0,0	-0,2	-0,2	0,0
Jún	2,9	4,5	2,3	.	4,5	2,3	1,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Júl	3,0	5,2	2,0	.	4,7	2,0	1,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Aug.	3,2	5,0	2,9	.	5,6	2,2	1,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Sep.	3,1	4,3	3,6	.	5,3	1,8	3,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1
Okt.	2,9	3,9	3,9	.	5,3	1,5	1,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2

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	Reálny ULCT	Nominálny	Reálny CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2016	94,4	89,5	90,9	85,2	80,0	90,2	109,7	88,9
2017	96,6	91,4	91,9	86,0	78,8	90,6	112,0	90,0
2018	98,9	93,4	93,4	87,4	79,2	91,5	117,9	93,8
2018 Q4	98,5	93,0	92,9	86,9	79,1	91,0	118,4	93,8
2019 Q1	97,4	91,7	92,1	85,7	78,3	89,6	116,7	92,1
Q2	97,3	91,4	91,7	85,5	78,6	89,3	116,8	91,8
Q3	97,7	91,4	91,8	-	-	-	116,9	91,5
2019 Jún	97,9	91,9	92,1	-	-	-	117,4	92,2
Júl	97,5	91,3	91,6	-	-	-	116,5	91,3
Aug.	98,1	91,9	92,1	-	-	-	117,6	92,0
Sep.	97,4	91,1	91,7	-	-	-	116,7	91,2
Okt.	97,4	90,8	91,6	-	-	-	116,6	90,9
Nov.	96,7	90,2	91,1	-	-	-	116,0	90,3
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu mesiacu</i>								
2019 Nov.	-0,6	-0,7	-0,6	-	-	-	-0,6	-0,7
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu roku</i>								
2019 Nov.	-1,6	-2,9	-1,8	-	-	-	-1,6	-3,4

Zdroj: ECB.

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

2.9 Bilaterálne výmenné kurzy

(priemer za obdobie; jednotka národnej meny voči euru)

	Čínske renminbi	Chorvátska kuna	Česká koruna	Dánska koruna	Maďarský forint	Japonský jen	Poľský zlotý	Libra šterlingov	Rumunský lei	Švédka koruna	Švajčiarsky frank	Americký dolár
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2018 Q4	7,895	7,420	25,864	7,462	322,995	128,816	4,299	0,887	4,6605	10,320	1,137	1,141
2019 Q1	7,663	7,422	25,683	7,464	317,907	125,083	4,302	0,873	4,7358	10,419	1,132	1,136
Q2	7,672	7,418	25,686	7,467	322,973	123,471	4,282	0,875	4,7480	10,619	1,126	1,124
Q3	7,800	7,394	25,734	7,463	328,099	119,323	4,318	0,902	4,7314	10,662	1,096	1,112
2019 Jún	7,794	7,408	25,605	7,467	322,559	122,081	4,264	0,891	4,7250	10,626	1,117	1,129
Júl	7,715	7,390	25,548	7,466	325,269	121,406	4,260	0,899	4,7286	10,560	1,108	1,122
Aug.	7,858	7,390	25,802	7,460	326,906	118,179	4,347	0,916	4,7280	10,736	1,089	1,113
Sep.	7,832	7,401	25,868	7,463	332,448	118,242	4,353	0,891	4,7381	10,697	1,090	1,100
Okt.	7,845	7,436	25,689	7,469	331,462	119,511	4,301	0,875	4,7538	10,802	1,098	1,105
Nov.	7,757	7,440	25,531	7,472	333,617	120,338	4,285	0,858	4,7698	10,650	1,098	1,105
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu mesiacu</i>												
2019 Nov.	-1,1	0,0	-0,6	0,0	0,7	0,7	-0,4	-2,0	0,3	-1,4	0,0	0,0
<i>Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu roku</i>												
2019 Nov.	-1,7	0,2	-1,6	0,1	3,5	-6,6	-0,4	-2,7	2,3	3,5	-3,5	-2,8

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)												
2018 Q3	26 129,9	26 707,7	-577,8	11 198,5	9 161,6	8 890,1	11 147,7	-72,5	5 439,9	6 398,4	673,9	14 502,9
Q4	25 399,7	25 891,3	-491,6	10 895,1	9 041,6	8 475,2	10 508,5	-87,9	5 398,2	6 341,2	719,1	14 197,4
2019 Q1	26 652,9	26 908,5	-255,6	11 179,5	9 124,4	9 114,2	11 251,0	-91,4	5 709,4	6 533,1	741,1	14 629,3
Q2	26 837,0	27 084,1	-247,1	11 064,3	9 096,4	9 232,2	11 424,4	-78,2	5 847,8	6 563,3	770,8	14 695,5
Stav v % HDP												
2019 Q2	229,0	231,1	-2,1	94,4	77,6	78,8	97,5	-0,7	49,9	56,0	6,6	125,4
Transakcie												
2018 Q4	-407,0	-470,9	63,8	-303,9	-195,0	-28,2	-158,2	29,6	-110,4	-117,6	5,8	-
2019 Q1	355,0	303,6	51,4	90,6	35,7	58,6	141,8	2,2	200,7	126,1	2,8	-
Q2	217,7	180,7	37,0	-47,3	12,0	49,5	91,3	30,2	182,6	77,4	2,6	-
Q3	251,7	174,4	77,2	-23,0	-8,1	154,4	170,6	5,3	113,4	11,9	1,7	-
2019 Apr.	157,3	173,7	-16,3	21,4	49,0	-7,6	-10,6	10,6	129,8	135,3	3,2	-
Máj	86,0	73,8	12,2	9,0	16,1	-0,5	60,3	12,6	63,2	-2,6	1,8	-
Jún	-25,6	-66,8	41,2	-77,7	-53,1	57,6	41,7	7,1	-10,3	-55,4	-2,3	-
Júl	184,1	172,3	11,8	-16,7	1,4	50,1	74,3	8,1	135,5	96,6	7,1	-
Aug.	43,8	13,8	30,0	-20,2	-24,9	28,8	12,9	3,4	31,1	25,7	0,7	-
Sep.	23,8	-11,6	35,4	14,0	15,4	75,5	83,4	-6,3	-53,3	-110,4	-6,2	-
12-mesačné kumulované transakcie												
2019 Sep.	417,4	187,8	229,6	-283,6	-155,4	234,4	245,5	67,3	386,3	97,8	13,0	-
12-mesačné kumulované transakcie v % HDP												
2019 Sep.	3,5	1,6	1,9	-2,4	-1,3	2,0	2,1	0,6	3,3	0,8	0,1	-

Zdroj: ECB.

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

3 Hospodárska aktivita

3.1 HDP z hľadiska použitia

(štvrtročné sezónne očistené údaje; neočistené ročné údaje)

	HDP											
	Spolu	Domáci dopyt								Zahraničná bilancia ¹⁾		
		Spolu	Súkromná spotreba	Spotreba verejnej správy	Tvorba hrubého fixného kapitálu			Zmeny zásob ²⁾	Spolu	Export ¹⁾	Import ¹⁾	
					Stavebníctvo spolu	Strojárstvo spolu	Produkty duševného vlastníctva					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bežné ceny (v mld. EUR)												
2016	10 817,0	10 339,5	5 858,7	2 235,3	2 193,0	1 038,2	675,1	473,5	52,5	477,5	4 928,9	4 451,4
2017	11 200,9	10 707,5	6 036,9	2 296,7	2 304,3	1 101,6	707,0	489,2	69,6	493,4	5 297,9	4 804,5
2018	11 561,2	11 060,8	6 207,5	2 363,9	2 405,9	1 175,2	742,2	481,7	83,5	500,4	5 547,4	5 047,0
2018 Q4	2 922,9	2 805,7	1 566,8	597,5	619,7	302,8	189,0	126,2	21,6	117,2	1 410,5	1 293,3
2019 Q1	2 945,1	2 814,9	1 575,3	602,3	626,0	310,8	190,2	123,3	11,3	130,2	1 422,3	1 292,2
Q2	2 967,3	2 868,9	1 588,8	608,6	661,4	311,4	192,2	155,9	10,1	98,4	1 426,5	1 328,1
Q3	2 981,9	2 878,3	1 599,6	613,0	666,4	314,1	192,0	158,5	-0,6	103,6	1 432,7	1 329,2
v % HDP												
2018	100,0	95,7	53,7	20,4	20,8	10,2	6,4	4,2	0,7	4,3	-	-
Reťazové indexy (ceny predchádzajúceho roka)												
medzištvrtročná percentuálna zmena												
2018 Q4	0,3	0,4	0,4	0,4	1,6	1,2	0,4	4,5	-	-	0,9	1,2
2019 Q1	0,4	0,2	0,4	0,4	0,4	1,6	0,5	-2,6	-	-	0,9	0,3
Q2	0,2	1,4	0,2	0,5	5,7	0,0	1,4	26,5	-	-	0,2	2,8
Q3	0,2	0,3	0,5	0,4	0,3	0,3	-0,5	1,2	-	-	0,4	0,6
ročná percentuálna zmena												
2016	1,9	2,4	2,0	1,9	4,0	2,7	5,8	4,5	-	-	2,9	4,1
2017	2,5	2,2	1,7	1,3	3,5	3,6	4,0	2,4	-	-	5,5	5,0
2018	1,9	1,6	1,4	1,1	2,3	3,4	4,3	-2,8	-	-	3,3	2,7
2018 Q4	1,2	1,8	1,1	1,1	4,1	3,3	2,3	8,8	-	-	1,7	3,1
2019 Q1	1,4	1,5	1,1	1,4	4,1	4,9	3,2	3,6	-	-	3,0	3,6
Q2	1,2	2,5	1,1	1,5	8,8	3,4	3,2	30,7	-	-	2,3	5,3
Q3	1,2	2,3	1,5	1,7	8,1	3,2	1,8	30,2	-	-	2,4	5,0
príspevky k medzištvrtročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch												
2018 Q4	0,3	0,4	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,1	-	-
2019 Q1	0,4	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,3	-	-
Q2	0,2	1,4	0,1	0,1	1,2	0,0	0,1	1,1	-0,1	-1,2	-	-
Q3	0,2	0,3	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,1	-	-
príspevky k ročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch												
2016	1,9	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,0	-0,4	-	-
2017	2,5	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,2	0,5	-	-
2018	1,9	1,5	0,7	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,4	-	-
2018 Q4	1,2	1,7	0,6	0,2	0,8	0,3	0,2	0,4	0,0	-0,5	-	-
2019 Q1	1,4	1,5	0,6	0,3	0,8	0,5	0,2	0,1	-0,3	-0,1	-	-
Q2	1,2	2,4	0,6	0,3	1,8	0,3	0,2	1,3	-0,3	-1,2	-	-
Q3	1,2	2,2	0,8	0,4	1,7	0,3	0,1	1,3	-0,6	-1,0	-	-

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

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

2) Vrátane akvizícií po odpočítaní poskytnutých ceností.

3 Hospodárska aktivita

3.2 Pridaná hodnota podľa odvetví ekonomickej činnosti

(štvrtročné sezónne očistené údaje; neočistené ročné údaje)

	Hrubá pridaná hodnota (základné ceny)											Dane mínus dotácie produktov
	Spolu	Poľnohos- podárstvo, lesníctvo a rybolov	Priemysel- ná výroba, energetika a sieťové odvetvia	Staveb- níctvo	Obchod, doprava, ubytovacie a stravova- cie služby	Informácie a komuni- kácia	Finančníctvo a poisťov- níctvo	Nehnuteľnosti	Odborné, obchodné a podpor- né služby	Verejná správa, vzdelávanie, zdravotníc- tvo a sociál- na práca	Umenie, zábava a ostatné služby	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bežné ceny (v mld. EUR)												
2016	9 703,7	161,1	1 931,6	479,2	1 834,9	444,3	473,7	1 106,3	1 084,7	1 847,2	340,6	1 113,3
2017	10 040,0	176,2	1 991,7	502,2	1 909,8	468,8	465,8	1 133,7	1 143,7	1 897,4	350,6	1 160,9
2018	10 356,2	177,7	2 041,5	537,2	1 968,4	488,5	469,8	1 168,0	1 195,2	1 954,7	355,3	1 205,0
2018 Q4	2 618,9	44,6	512,5	138,7	497,3	124,5	118,6	295,1	304,0	494,2	89,4	303,9
2019 Q1	2 638,7	44,9	514,6	142,6	502,3	125,5	117,7	297,9	305,6	497,4	90,2	306,4
Q2	2 658,5	45,2	513,4	144,1	506,0	127,9	118,9	300,2	309,0	502,6	91,2	308,8
Q3	2 669,0	44,9	512,0	146,2	509,1	128,4	119,5	302,0	310,7	504,9	91,2	312,8
v % pridanej hodnoty												
2018	100,0	1,7	19,7	5,2	19,0	4,7	4,5	11,3	11,5	18,9	3,4	-
Reťazové indexy (ceny predchádzajúceho roka)												
medzištvrtročná percentuálna zmena												
2018 Q4	0,3	0,7	-0,4	1,3	0,5	0,6	-0,3	0,3	1,0	0,4	0,3	0,4
2019 Q1	0,4	-0,1	0,0	1,6	1,0	1,5	0,7	0,5	-0,1	0,1	0,6	0,4
Q2	0,1	-0,9	-0,5	-0,2	0,1	1,3	0,9	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5
Q3	0,2	0,1	-0,4	0,6	0,3	1,1	0,4	0,4	0,2	0,2	0,0	0,7
ročná percentuálna zmena												
2016	1,8	-2,0	2,9	1,9	1,9	4,2	-1,0	0,6	2,6	1,6	0,0	2,7
2017	2,6	0,7	3,4	2,4	3,0	5,8	1,0	0,8	4,3	1,6	1,5	2,1
2018	2,0	1,2	1,8	3,4	2,1	4,4	1,1	1,6	3,3	1,0	0,4	1,5
2018 Q4	1,2	-0,4	-0,6	3,5	1,5	3,7	0,5	1,4	2,8	0,9	0,2	1,1
2019 Q1	1,4	-0,6	-0,4	4,9	2,0	4,8	1,2	1,4	1,7	1,0	1,0	1,1
Q2	1,2	-1,4	-1,1	3,4	1,6	5,1	1,8	1,5	1,6	1,1	1,4	1,3
Q3	1,1	-0,2	-1,3	3,2	1,9	4,4	1,6	1,5	1,4	1,1	1,2	2,0
príspevky k medzištvrtročným percentuálnym zmenám HDP; v percentuálnych bodoch												
2018 Q4	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2019 Q1	0,4	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
Q2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
Q3	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
contributions to annual percentage changes in value added; percentage points												
2016	1,8	0,0	0,6	0,1	0,4	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,6	0,3	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1	-
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2018 Q4	1,2	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,0	-
2019 Q1	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
Q2	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
Q3	1,1	0,0	-0,3	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

3 Hospodárska aktivita

3.3 Zamestnanosť¹⁾

(štvrtročné sezónne očistené údaje; neočistené ročné údaje)

	Podľa postavenia v zamestnaní			Podľa odvetvia ekonomickej činnosti									
	Spolu	Zamestnanci	Samostatne zárobkovo činné osoby	Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov	Priemyselná výroba, energetika a sieťové odvetvia	Stavebníctvo	Obchod, doprava, ubytovacie a stravovacie služby	Informácie a komunikácia	Finančníctvo a poisťovníctvo	Nehnutelnosti	Odborné, obchodné a podporné služby	Verejná správa, vzdelávanie, zdravotníctvo a sociálna práca	Umenie, zábava a ostatné služby
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Počet zamestnaných osôb													
<i>v % z celkového počtu zamestnaných osôb</i>													
2016	100,0	85,2	14,8	3,3	14,7	6,0	24,9	2,8	2,6	1,0	13,6	24,4	7,0
2017	100,0	85,6	14,4	3,2	14,6	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,8	24,3	6,9
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,9
<i>ročná percentuálna zmena</i>													
2016	1,3	1,6	-0,2	-0,2	0,8	0,3	1,4	3,0	-0,5	2,2	2,9	1,3	0,7
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,5	1,1	1,5	1,8	3,4	-1,5	1,8	3,7	1,1	1,0
2018	1,5	1,8	-0,2	-0,4	1,5	2,4	1,4	3,4	-0,7	1,7	2,8	1,3	0,6
2018 Q4	1,4	1,6	0,0	-0,4	1,3	3,0	1,3	3,8	-0,4	1,8	1,9	1,3	0,3
2019 Q1	1,4	1,6	0,1	0,1	1,3	2,5	1,2	4,1	-0,1	2,1	1,8	1,3	0,5
Q2	1,2	1,4	-0,4	-2,0	1,0	1,5	1,2	4,1	-0,4	1,0	1,3	1,4	1,0
Q3	1,0	1,3	-0,7	-1,1	0,8	0,9	0,9	3,3	-0,1	0,1	1,3	1,2	1,2
Počet odpracovaných hodín													
<i>v % z celkového počtu odpracovaných hodín</i>													
2016	100,0	80,3	19,7	4,4	15,1	6,7	25,8	2,9	2,6	1,0	13,3	21,9	6,3
2017	100,0	80,7	19,3	4,3	15,1	6,7	25,8	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,2
2018	100,0	81,1	18,9	4,2	15,0	6,8	25,7	3,0	2,5	1,0	13,8	21,8	6,1
<i>ročná percentuálna zmena</i>													
2016	1,4	1,9	-0,3	0,0	0,9	0,5	1,6	3,0	-0,1	2,9	3,0	1,3	0,7
2017	1,1	1,7	-1,2	-1,1	0,8	1,3	1,3	3,2	-2,0	1,5	3,4	0,5	0,4
2018	1,4	1,9	-0,4	0,4	1,2	2,7	1,1	3,2	-1,0	2,4	2,7	1,3	0,4
2018 Q4	1,5	1,9	-0,1	0,3	1,2	3,3	1,4	3,8	-0,1	1,9	2,2	1,4	0,4
2019 Q1	1,6	1,9	0,2	1,2	1,5	3,1	1,4	4,1	0,0	1,6	1,9	1,4	0,5
Q2	0,9	1,2	-0,6	-1,9	0,6	1,5	0,9	3,5	-0,4	1,1	1,3	1,0	0,1
Q3	0,7	1,1	-1,1	-1,3	0,5	0,8	0,5	3,1	-0,2	1,8	1,1	1,0	0,3
Počet odpracovaných hodín na zamestnanú osobu													
<i>ročná percentuálna zmena</i>													
2016	0,1	0,3	-0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	0,0	0,4	0,7	0,1	0,0	0,0
2017	-0,5	-0,3	-0,5	-0,6	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,5	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6
2018	-0,1	0,1	-0,2	0,8	-0,2	0,2	-0,3	-0,3	-0,3	0,6	-0,1	0,0	-0,2
2018 Q4	0,1	0,3	-0,1	0,7	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,3	0,1	0,3	0,1	0,2
2019 Q1	0,2	0,3	0,1	1,1	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	-0,5	0,1	0,1	-0,1
Q2	-0,3	-0,2	-0,3	0,0	-0,4	0,0	-0,3	-0,5	0,0	0,2	0,0	-0,3	-0,8
Q3	-0,3	-0,2	-0,4	-0,2	-0,3	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1	1,7	-0,1	-0,2	-0,8

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		
2016	162,028	4,3	16,259	10,0	5,0	13,294	9,0	2,964	20,9	8,484	9,7	7,775	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,761	9,1	4,4	12,093	8,1	2,668	18,8	7,637	8,7	7,124	9,5	1,9
2018	163,305	3,8	13,393	8,2	3,8	10,965	7,4	2,429	17,0	6,900	7,9	6,493	8,6	2,1
2018 Q4	163,707	3,7	12,956	7,9	3,6	10,590	7,1	2,366	16,4	6,642	7,6	6,314	8,3	2,3
2019 Q1	163,284	3,6	12,678	7,7	3,5	10,362	6,9	2,315	16,1	6,471	7,4	6,206	8,2	2,3
Q2	163,765	3,6	12,419	7,6	3,3	10,158	6,8	2,260	15,7	6,381	7,3	6,038	7,9	2,3
Q3	.	.	12,366	7,6	.	10,106	6,8	2,260	15,7	6,346	7,2	6,020	7,9	2,2
2019 Máj	-	-	12,412	7,6	-	10,143	6,8	2,269	15,7	6,388	7,3	6,025	7,9	-
Jún	-	-	12,361	7,5	-	10,117	6,8	2,243	15,6	6,350	7,2	6,011	7,9	-
Júl	-	-	12,404	7,6	-	10,134	6,8	2,270	15,8	6,357	7,2	6,047	8,0	-
Aug.	-	-	12,330	7,5	-	10,086	6,8	2,244	15,6	6,332	7,2	5,998	7,9	-
Sep.	-	-	12,365	7,6	-	10,098	6,8	2,267	15,7	6,350	7,2	6,016	7,9	-
Okt.	-	-	12,334	7,5	-	10,073	6,7	2,261	15,6	6,298	7,2	6,036	7,9	-

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. 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
ročná percentuálna zmena													
2016	1,6	1,8	1,8	2,0	1,8	0,5	3,0	0,7	1,7	1,0	2,3	1,1	7,1
2017	2,9	3,2	3,4	3,8	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	0,8	5,7
2018	0,9	1,2	0,6	1,8	1,3	-1,5	2,1	2,7	1,6	1,3	1,9	0,5	0,9
2018 Q4	-1,9	-1,7	-2,1	-2,0	-0,4	-3,7	1,9	-1,0	1,6	1,4	1,8	1,6	-9,0
2019 Q1	-0,5	-0,2	-0,6	-0,6	1,3	-2,7	4,7	-3,2	2,5	1,0	3,5	2,8	-3,1
Q2	-1,3	-1,4	-2,3	-2,7	2,1	-0,1	2,2	-3,5	2,1	1,1	3,0	0,5	-0,7
Q3	-2,1	-2,2	-3,4	-2,5	0,3	-2,4	0,9	-4,8	2,6	0,9	4,1	1,3	0,6
2019 Máj	-0,8	-0,8	-2,4	-1,8	3,0	0,4	1,5	-5,1	1,3	-0,3	2,5	-1,0	-2,1
Jún	-2,4	-2,5	-3,4	-4,0	1,4	-0,9	1,5	-3,6	2,8	1,2	4,5	0,9	1,1
Júl	-2,1	-2,2	-2,9	-3,2	0,7	-1,3	1,6	-4,5	2,4	1,0	3,6	1,2	-3,8
Aug.	-2,8	-2,7	-3,3	-3,2	-1,1	-3,3	0,8	-5,6	2,8	1,2	4,2	1,9	-6,1
Sep.	-1,7	-1,7	-3,9	-1,4	1,2	-2,6	-0,7	-4,4	2,7	0,6	4,7	0,7	14,8
Okt.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,4	0,3	2,3	1,4	9,8
medzimesačná percentuálna zmena (s. o.)													
2019 Máj	0,8	0,8	-0,3	0,9	2,0	0,4	-0,5	-2,0	-0,3	-0,7	0,0	-1,4	0,2
Jún	-1,4	-1,4	-1,2	-3,8	-1,3	-0,8	0,7	0,5	1,0	1,0	1,1	1,5	2,5
Júl	-0,5	-0,5	-0,3	2,3	-1,4	-0,2	-0,5	-1,7	-0,5	-0,5	-0,4	-0,1	-1,8
Aug.	0,4	0,4	0,1	1,1	0,4	-0,2	-0,8	0,7	0,6	0,6	0,7	0,2	13,3
Sep.	0,1	0,3	-0,9	0,6	0,6	-0,8	0,7	0,2	-0,2	-0,8	0,1	-0,3	-17,2
Okt.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,6	0,3	-1,1	0,6	3,8

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

3 Hospodárska aktivita

3.6 Prieskumy (sezónne očistené)

	Prieskum Európskej komisie medzi podnikateľmi a spotrebiteľmi (percentuálne saldo, ak nie je uvedené inak)								Prieskum nákupných manažérov (difúzne indexy)			
	Indikátor ekonomického sentimentu (dlhodobý priemer = 100)	Priemyselná výroba		Indikátor spotrebiteľskej dôvery	Indikátor dôvery v stavebníctve	Indikátor dôvery v maloobchode	Služby		Index nákupných manažérov (PMI) v priemyselnej výrobe	Output v priemysle	Obchodná aktivita v službách	Kompozitný output
		Indikátor dôvery v priemysle	Využitie kapacít (v %)				Indikátor dôvery v službách	Využitie kapacít (v %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-15	99,2	-5,3	80,7	-11,7	-15,0	-8,7	7,2	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2016	104,1	-1,8	81,7	-8,1	-16,4	0,6	11,3	88,9	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,1	5,5	83,2	-5,4	-4,2	2,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,2	6,6	83,8	-4,9	6,1	1,3	15,2	90,3	54,9	54,7	54,5	54,6
2018 Q4	108,8	3,6	83,6	-6,4	7,9	-0,3	13,4	90,4	51,7	51,0	52,8	52,3
2019 Q1	106,0	-0,5	83,2	-7,0	7,5	-1,0	11,6	90,7	49,1	49,0	52,4	51,5
Q2	104,1	-4,3	82,4	-7,0	6,1	-0,7	11,6	90,5	47,7	48,5	53,1	51,8
Q3	102,5	-7,4	81,6	-6,7	4,1	0,0	9,8	90,3	46,4	47,0	52,8	51,2
2019 Jún	103,3	-5,6	-	-7,2	7,6	0,1	11,0	-	47,6	48,5	53,6	52,2
Júl	102,7	-7,3	82,0	-6,6	5,0	-0,7	10,6	90,5	46,5	46,9	53,2	51,5
Aug.	103,1	-5,8	-	-7,1	3,9	0,6	9,2	-	47,0	47,9	53,5	51,9
Sep.	101,7	-8,9	-	-6,5	3,4	0,2	9,5	-	45,7	46,1	51,6	50,1
Okt.	100,8	-9,5	81,2	-7,6	4,4	-0,9	9,0	90,2	45,9	46,6	52,2	50,6
Nov.	101,3	-9,2	-	-7,2	3,1	-0,2	9,3	-	46,9	47,4	51,9	50,6

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)	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) ¹⁾		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
2016	12,3	94,0	2,0	2,0	5,4	3,4	2,8	35,0	7,4	79,7	4,2	5,6	2,5
2017	12,1	93,8	1,4	2,2	5,4	4,4	4,4	34,4	7,1	77,2	4,5	7,7	2,9
2018	12,3	93,6	1,8	2,0	6,9	2,6	4,6	33,8	5,9	76,6	2,3	5,5	1,6
2018 Q3	12,2	93,6	1,3	2,0	7,5	3,5	4,5	33,9	6,4	77,3	3,3	7,1	2,1
Q4	12,3	93,6	1,6	2,0	8,7	2,6	4,6	33,8	5,9	76,6	2,3	20,9	1,6
2019 Q1	12,6	93,3	2,0	2,2	7,7	3,9	4,4	33,7	6,1	76,7	2,2	7,4	1,7
Q2	12,9	93,5	2,1	2,4	4,4	4,3	4,2	33,4	5,9	77,1	1,6	16,1	1,4

Zdroj: ECB a Eurostat.

- 1) Založené na kumulovaných súčtoch za štyri štvrtroky v prípade úspor aj hrubého disponibilného príjmu (očistené od zmeny čistých majetkových účastí domácností v rezervách penzijných fondov).
- 2) Finančné aktíva (po odpočítaní finančných pasív) a nefinančné aktíva. Nefinančné aktíva tvorí hlavne bohatstvo domácností (rezidenčné stavby a pozemky). Patria tam aj nefinančné aktíva podnikov 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) Definovaný ako konsolidované úvery a záväzky z dlhových cenných papierov.

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 1	Platby 2	Saldo 3	Inkasá 4	Platby 5	Inkasá 6	Platby 7	Inkasá 8	Platby 9	Inkasá 10	Platby 11	Inkasá 12	Platby 13
2018 Q4	1 058,5	977,4	81,2	599,3	527,1	234,6	210,4	195,2	166,4	29,4	73,4	22,0	64,4
2019 Q1	1 065,8	974,4	91,4	604,7	520,5	235,6	210,0	196,7	175,5	28,8	68,3	10,7	14,9
Q2	1 061,1	990,5	70,7	600,2	519,3	241,1	233,2	193,2	175,0	26,6	63,0	8,7	24,0
Q3	1 057,6	979,9	77,7	603,0	519,7	240,7	221,8	188,6	172,7	25,3	65,7	9,1	6,9
2019 Apr.	352,9	330,8	22,1	199,3	173,5	80,1	77,8	64,6	58,9	8,9	20,6	2,4	7,8
Máj	355,2	329,1	26,1	200,6	172,8	80,1	76,9	65,4	59,5	9,1	20,0	3,0	8,0
Jún	353,0	330,6	22,5	200,3	173,1	80,8	78,5	63,2	56,6	8,7	22,4	3,4	8,2
Júl	353,2	332,2	21,0	200,3	172,2	79,7	77,7	64,1	59,5	9,0	22,7	3,5	2,4
Aug.	352,1	323,5	28,5	200,3	171,9	81,1	74,5	62,3	55,0	8,4	22,1	3,1	1,9
Sep.	352,3	324,2	28,2	202,4	175,6	80,0	69,5	62,1	58,2	7,8	20,9	2,5	2,6
	12-mesačné kumulované transakcie												
2019 Sep.	4 243,0	3 922,1	320,9	2 407,2	2 086,7	952,1	875,4	773,6	689,5	110,1	270,5	50,6	110,2
	12-mesačné kumulované transakcie v % HDP												
2019 Sep.	35,9	33,2	2,7	20,4	17,7	8,1	7,4	6,5	5,8	0,9	2,3	0,4	0,9

Zdroj: ECB a Eurostat.

1) Kapitálový účet nie je sezónne očistený

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

(sezónne očistené, ak nie je uvedené inak)

	Spolu (s. n.)		Vývoz (f. o. b.)					Dovoz (c. i. f.)					
	Vývoz	Dovoz	Spolu			Informatívna položka: Priemyselná výroba	Spolu				Informatívna položka:		
			Medzispotreba	Kapitál	Spotreba		Medzispotreba	Kapitál	Spotreba	Priemyselná výroba	Ropa		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Hodnota (mld. EUR; ročná percentuálna zmena pre stĺpce 1 a 2)													
2018 Q4	4,0	8,3	579,6	278,2	123,2	168,3	485,1	538,1	310,3	89,4	131,0	382,0	66,1
2019 Q1	3,6	5,4	586,1	283,3	121,0	172,3	492,8	533,1	307,1	86,1	133,2	382,6	64,2
Q2	2,2	2,4	582,4	276,0	119,8	175,8	486,4	530,5	302,6	84,9	134,3	380,6	65,6
Q3	3,0	0,2	583,6	.	.	.	486,9	528,4	.	.	.	384,2	.
2019 Apr.	5,4	6,7	193,1	92,3	39,4	58,1	160,0	177,5	101,4	28,3	45,0	127,1	21,8
Máj	7,0	5,2	195,4	91,7	40,7	59,0	163,3	176,8	101,9	28,6	44,2	125,3	22,5
Jún	-5,3	-4,2	193,8	92,0	39,6	58,6	163,1	176,2	99,3	28,1	45,1	128,2	21,3
Júl	6,0	2,6	193,7	92,8	38,8	58,3	162,0	176,6	100,8	28,8	44,5	128,6	20,3
Aug.	-2,7	-4,2	194,3	93,0	38,7	58,8	162,8	174,6	98,2	28,5	44,7	127,7	20,2
Sep.	5,2	2,1	195,6	.	.	.	162,0	177,2	.	.	.	128,0	.
Objemové indexy (2000 = 100; ročná percentuálna zmena pre stĺpce 1 a 2)													
2018 Q4	0,2	2,2	107,6	110,1	109,9	103,7	107,6	109,9	109,0	112,7	110,9	111,7	98,2
2019 Q1	-0,3	1,7	108,0	111,7	107,4	104,9	108,0	110,1	110,4	108,6	112,2	111,4	105,2
Q2	-1,4	-0,2	106,5	108,4	105,6	105,4	106,2	109,0	107,6	108,3	112,9	111,1	97,3
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 Mar.	-1,1	0,9	108,2	111,9	106,1	106,3	108,0	110,2	109,9	106,9	114,4	111,8	103,9
Apr.	0,9	2,3	105,9	108,5	103,6	105,3	104,7	109,2	108,1	106,7	113,6	111,3	96,6
Máj	3,2	1,6	107,0	107,8	108,3	105,8	106,9	108,8	107,9	110,1	111,9	110,0	97,1
Jún	-7,8	-4,6	106,7	109,1	105,1	105,1	107,0	109,1	106,8	108,1	113,2	112,1	98,1
Júl	3,7	3,0	106,4	109,4	102,8	104,9	106,1	109,8	109,5	110,5	111,4	112,4	94,9
Aug.	-4,7	-3,9	106,4	109,5	101,9	105,3	106,0	107,9	107,9	103,6	110,2	109,3	98,9

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: 2015 =100	Spolu		Tovary	Služby	Spolu	Spracované potraviny	Nespracované potraviny	Priemyselné tovary bez energií	Energie (s. n.)	Služby	HICP spolu bez regulovaných cien	Regulované ceny
	1	2	3 Spolu bez nesprac. potravín a energií	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
V % z úhrnu za r. 2019	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	86,7	13,3
2016	100,2	0,2	0,8	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,2
2018 Q4	104,3	1,9	1,0	2,3	1,5	0,3	0,3	0,3	0,1	1,6	0,2	1,8	2,8
2019 Q1	103,5	1,4	1,0	1,5	1,4	0,0	0,6	0,2	0,1	-2,4	0,3	1,3	2,4
Q2	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,5	0,6	-0,2	0,1	1,6	0,6	1,3	2,1
Q3	105,1	1,0	0,9	0,7	1,3	0,2	0,5	1,3	0,1	-1,5	0,4	0,9	1,4
2019 Jún	105,4	1,3	1,1	1,0	1,6	0,1	0,1	0,4	0,0	-1,2	0,4	1,1	2,2
Júl	104,9	1,0	0,9	0,9	1,2	0,0	0,2	0,5	0,1	-0,6	0,1	1,0	1,3
Aug.	105,1	1,0	0,9	0,8	1,3	0,1	0,1	0,8	0,0	-0,6	0,1	0,9	1,5
Sep.	105,3	0,8	1,0	0,3	1,5	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,1	0,7	1,4
Okt.	105,4	0,7	1,1	0,1	1,5	0,1	0,1	-0,3	0,0	0,4	0,1	0,7	1,0
Nov. ³⁾	105,1	1,0	1,3	.	1,9	0,2	0,4	0,6	0,2	0,0	0,1	.	.

	Tovary						Služby					
	Potraviny (vrát. alkoholických nápojov a tabaku)			Priemyselné tovary			Bývanie		Doprava	Pošta a telekomu- nikácie	Rekreácia a osobné služby	Rôzne
	Spolu	Spracované potraviny	Nespracované potraviny	Spolu	Priemyselné tovary bez energií	Energie						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
V % z úhrnu za r. 2019	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,3	1,2
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4
2018 Q4	2,0	1,9	2,0	2,4	0,2	8,4	1,2	1,1	1,5	-0,3	1,9	1,7
2019 Q1	2,0	1,9	1,9	1,3	0,3	3,9	1,2	1,2	1,3	-0,6	1,7	1,5
Q2	1,5	1,8	0,6	1,2	0,3	3,6	1,3	1,3	2,1	-1,2	2,0	1,5
Q3	1,8	1,9	1,6	0,0	0,3	-0,7	1,5	1,5	2,2	-0,8	1,1	1,5
2019 Jún	1,6	1,9	0,7	0,6	0,3	1,7	1,5	1,4	2,2	-0,9	2,1	1,4
Júl	1,9	2,0	1,7	0,4	0,4	0,5	1,5	1,5	2,1	-1,1	0,8	1,4
Aug.	2,1	1,9	2,5	0,1	0,3	-0,6	1,5	1,5	2,3	-0,8	0,9	1,7
Sep.	1,6	1,8	0,7	-0,3	0,2	-1,8	1,5	1,5	2,1	-0,6	1,5	1,6
Okt.	1,5	1,8	0,7	-0,7	0,3	-3,1	1,5	1,5	2,4	-0,4	1,5	1,6
Nov. ³⁾	2,0	2,1	1,8	.	0,4	-3,2	.	.	.	.	.	.

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

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

3) Čísla za eurozónu sú odhadnuté na základe predbežných národných údajov, ako aj na základe prvých informácií o cenách energií.

4 Ceny a náklady

4.2 Ceny v priemysle, stavebníctve a ceny nehnuteľností

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	Ceny priemyselných výrobcov okrem stavebníctva ¹⁾										Stavebníctvo ²⁾	Ceny nehnuteľností na bývanie ³⁾	Experimentálny indikátor cien komerčných nehnuteľnosť ³⁾
	Spolu (index: 2015 = 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	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,7	4,0	5,0
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,3	4,8
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,5	4,8	4,2
2018 Q4	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	2,4	4,7	3,0
2019 Q1	105,4	3,0	1,3	1,1	1,3	1,5	0,4	-0,1	1,0	7,7	2,5	4,1	4,4
Q2	104,8	1,6	1,0	0,9	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,0	2,2	4,1	6,5
Q3	104,2	-0,6	0,0	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,2	0,8	-4,3	.	.	.
2019 Máj	105,0	1,6	1,2	1,0	0,8	1,6	1,0	0,9	0,9	3,0	-	-	-
Jún	104,4	0,7	0,3	0,8	0,2	1,5	1,2	1,2	0,9	-0,2	-	-	-
Júl	104,5	0,1	0,4	0,6	-0,3	1,6	1,0	1,1	0,8	-2,0	-	-	-
Aug.	104,0	-0,8	-0,2	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,3	0,8	-4,9	-	-	-
Sep.	104,1	-1,2	-0,3	0,4	-0,7	1,5	1,2	1,4	0,8	-6,1	-	-	-
Okt.	104,2	-1,9	-0,7	0,3	-1,0	1,4	1,5	1,8	0,8	-7,9	-	-	-

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

1) Len domáci obrat.

2) Vstupné ceny obytných budov

3) 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).

4.3 Ceny komodít a deflátohy hrubého domáceho produktu

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	Deflátohy HDP								Ceny ropy (EUR za barel)	Ceny neenergetických komodít (EUR)					
	Spolu (s. o.; index: 2010 = 100)	Spolu	Domáci dopyt				Vývoz ¹⁾	Dovoz ¹⁾		Vážené podľa dovozu ²⁾			Vážené podľa použitia ²⁾		
			Spolu	Súkromná spotreba	Spotreba verejnej správy	Tvorba hrubého fixného kapitálu				Spolu	Potraviny	Iné ako potraviny	Spolu	Potraviny	Iné ako potraviny
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
podiel v %										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
2016	100,9	0,9	0,4	0,4	0,4	0,7	-1,3	-2,4	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	101,8	1,0	1,3	1,3	1,4	1,6	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	103,1	1,3	1,7	1,4	1,8	2,0	1,4	2,3	60,4	-0,7	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7
2018 Q4	103,8	1,5	2,0	1,7	1,9	2,3	1,8	2,9	59,5	2,1	0,4	3,6	2,3	0,4	4,4
2019 Q1	104,1	1,5	1,7	1,3	1,7	2,6	1,2	1,5	55,6	3,1	3,4	2,8	3,9	5,1	2,7
Q2	104,7	1,7	1,7	1,5	1,7	2,1	1,0	0,9	61,0	-1,8	-0,7	-2,8	-0,1	4,7	-4,9
Q3	105,0	1,7	1,2	1,3	1,7	1,5	0,1	-1,0	55,7	1,9	3,8	0,2	1,7	6,6	-3,1
2019 Jún	-	-	-	-	-	-	-	-	56,0	-3,1	0,1	-5,8	-2,1	4,2	-8,4
Júl	-	-	-	-	-	-	-	-	57,1	2,7	3,7	1,8	2,9	7,4	-1,6
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,3	-1,2	0,5	-2,7	-1,3	3,1	-5,7
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	4,3	7,4	1,7	3,6	9,3	-2,0
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,7	1,3	5,7	-2,4	2,1	9,7	-5,4
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,8	4,0	10,5	-1,6	6,6	17,4	-4,2

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
1999-15	4,2	-	-	-3,6	32,0	56,7	56,3	-	49,7
2016	-0,4	2,3	4,4	-7,1	0,6	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,2	5,1	6,9	2,5	12,7	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,5	7,4	9,4	12,1	20,3	65,4	57,9	56,1	52,7
2018 Q4	11,9	8,5	10,0	13,0	23,9	62,6	58,4	54,5	52,7
2019 Q1	8,9	8,2	10,4	11,4	20,4	53,9	57,7	53,0	53,1
Q2	4,6	7,2	9,1	6,1	19,7	50,6	57,1	51,2	52,3
Q3	1,7	6,6	8,3	4,5	17,9	46,4	56,5	48,9	52,0
2019 Jún	3,2	5,5	9,0	3,9	21,0	48,0	56,2	50,6	52,3
Júl	1,4	6,8	8,5	4,0	18,7	46,3	56,7	48,8	52,3
Aug.	2,3	6,1	8,8	4,4	18,1	46,7	56,8	49,4	52,1
Sep.	1,4	7,0	7,6	5,0	17,0	46,3	55,9	48,6	51,7
Okt.	1,1	6,5	7,9	4,8	16,0	43,7	57,3	48,7	52,1
Nov.	0,7	6,3	7,4	5,3	14,0	43,9	56,8	48,3	52,1

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

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

	Spolu (index: 2012 = 100)	Spolu	Podľa zložiek		Za vybrané ekonomické činnosti		Informatívna položka: indikátor dojednaných miezd ¹⁾
			Platy a mzdy	Sociálne príspevky zamestnávateľa	Výrobné odvetvia	Prevažne nevýrobné odvetvia	
	1	2	3	4	5	6	7
V % z úhrnu za r. 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2016	100,0	1,3	1,4	1,0	1,1	1,6	1,4
2017	101,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,5
2018	104,0	2,2	2,1	2,3	2,3	1,9	2,0
2018 Q4	110,5	2,2	2,2	2,0	2,1	2,3	2,1
2019 Q1	99,6	2,5	2,7	2,0	2,6	2,5	2,3
Q2	110,5	2,7	2,7	2,9	2,7	3,0	2,0
Q3	.	.	.	.	.	.	2,6

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												
2016	105,4	0,7	1,9	-0,8	0,1	1,1	-0,7	2,3	4,5	0,9	1,1	2,3
2017	106,2	0,7	-0,1	-0,6	1,0	0,3	0,0	-1,3	3,2	1,9	1,4	1,0
2018	108,2	1,8	0,7	1,7	1,0	1,7	1,6	-0,5	3,3	2,2	2,3	2,5
2018 Q4	109,0	2,5	1,8	3,8	1,2	2,3	2,2	0,4	5,0	2,2	2,5	3,0
2019 Q1	109,4	2,3	2,7	3,8	0,8	2,1	1,3	-0,4	5,1	2,0	2,4	1,9
Q2	110,1	2,2	1,3	3,4	1,2	2,0	0,5	-0,7	3,3	2,1	2,6	2,6
Q3	110,7	1,9	0,1	4,3	0,4	1,4	0,3	-0,4	1,7	1,8	2,4	1,6
Kompenzácie na zamestnanca												
2016	109,5	1,3	0,1	1,4	1,7	1,6	0,5	1,8	2,9	0,6	1,4	1,5
2017	111,3	1,7	1,1	1,6	2,0	1,4	2,3	1,2	2,2	2,5	1,8	1,6
2018	113,8	2,2	2,4	2,0	1,9	2,4	2,5	1,4	3,2	2,7	2,0	2,3
2018 Q4	114,9	2,3	1,9	1,8	1,7	2,4	2,1	1,4	4,6	3,0	2,1	2,9
2019 Q1	115,4	2,3	1,9	2,1	3,1	2,9	2,0	1,0	4,4	1,8	2,1	2,3
Q2	116,1	2,2	1,8	1,3	3,1	2,4	1,5	1,5	3,8	2,3	2,3	3,0
Q3	116,8	2,1	1,1	2,1	2,7	2,4	1,4	1,3	3,2	1,9	2,2	1,6
Produktivita práce na jednu zamestnanú osobu												
2016	103,9	0,6	-1,8	2,2	1,6	0,5	1,2	-0,5	-1,5	-0,2	0,3	-0,8
2017	104,8	0,9	1,2	2,2	0,9	1,1	2,3	2,6	-1,0	0,6	0,5	0,6
2018	105,2	0,4	1,6	0,3	0,9	0,7	0,9	1,9	-0,2	0,5	-0,3	-0,2
2018 Q4	105,3	-0,2	0,0	-1,9	0,5	0,2	-0,1	0,9	-0,4	0,9	-0,4	-0,1
2019 Q1	105,4	0,0	-0,7	-1,6	2,4	0,8	0,7	1,4	-0,6	-0,1	-0,3	0,4
Q2	105,4	0,0	0,6	-2,1	1,9	0,4	1,0	2,2	0,6	0,3	-0,2	0,4
Q3	105,5	0,2	0,9	-2,1	2,2	1,0	1,1	1,7	1,4	0,1	-0,2	0,0
Kompenzácie na odpracovanú hodinu												
2016	111,2	1,0	-0,6	1,2	1,8	0,9	0,5	1,4	2,5	0,2	1,4	1,5
2017	113,3	2,0	1,3	1,8	2,0	1,8	2,4	1,8	2,1	2,4	2,4	2,1
2018	115,8	2,1	1,9	2,1	1,4	2,5	2,6	1,7	2,4	2,7	1,9	2,2
2018 Q4	116,2	2,0	1,4	1,8	1,2	2,0	1,9	1,1	4,3	2,8	1,9	2,4
2019 Q1	116,8	2,0	0,1	1,9	2,4	2,3	1,8	0,9	4,5	1,8	1,9	2,4
Q2	117,6	2,4	2,9	1,6	3,1	2,4	2,0	1,5	3,6	2,3	2,6	3,9
Q3	118,3	2,3	1,7	2,4	2,9	2,5	1,4	1,5	1,6	1,9	2,4	2,5
Hodinová produktivita práce												
2016	105,7	0,5	-2,1	2,0	1,4	0,3	1,2	-0,9	-2,2	-0,4	0,3	-0,8
2017	107,2	1,4	1,8	2,5	1,1	1,7	2,5	3,1	-0,8	0,9	1,1	1,1
2018	107,7	0,5	0,8	0,5	0,7	1,0	1,1	2,1	-0,8	0,6	-0,3	0,0
2018 Q4	107,3	-0,4	-0,6	-1,8	0,3	0,1	-0,1	0,6	-0,5	0,6	-0,6	-0,2
2019 Q1	107,5	-0,2	-1,8	-1,8	1,8	0,6	0,7	1,2	-0,2	-0,2	-0,4	0,5
Q2	107,6	0,3	0,5	-1,7	1,9	0,7	1,5	2,2	0,4	0,2	0,1	1,3
Q3	107,7	0,5	1,1	-1,8	2,4	1,4	1,3	1,8	-0,3	0,2	0,0	0,8

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											
	M2						M3-M2					
	M1			M2-M1			Repo obchody	Akcie a podiely fondov peňažného trhu	Dlhové cenné papiere so splatnosťou do 2 rokov			
	Obeživo	Vklady splatné na požiadanie		Vklady s dohodnutou splatnosťou do 2 rokov	Vklady s výpovednou lehotou do 3 mesiacov							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Stav												
2016	1 076,0	6 082,7	7 158,7	1 329,1	2 221,6	3 550,7	10 709,5	69,3	522,6	87,9	679,9	11 389,4
2017	1 112,0	6 638,1	7 750,1	1 196,7	2 261,8	3 458,4	11 208,5	74,4	511,7	72,2	658,3	11 866,9
2018	1 163,3	7 119,0	8 282,3	1 125,2	2 299,0	3 424,1	11 706,5	74,3	523,2	71,5	669,0	12 375,4
2018 Q4	1 163,3	7 119,0	8 282,3	1 125,2	2 299,0	3 424,1	11 706,5	74,3	523,2	71,5	669,0	12 375,4
2019 Q1	1 179,2	7 277,1	8 456,3	1 114,8	2 318,1	3 432,8	11 889,1	74,2	509,3	39,5	623,1	12 512,2
Q2	1 189,0	7 415,3	8 604,3	1 111,2	2 338,5	3 449,7	12 054,1	74,5	513,5	35,3	623,2	12 677,3
Q3	1 204,0	7 605,1	8 809,2	1 110,1	2 354,7	3 464,8	12 274,0	74,5	534,8	19,7	629,1	12 903,0
2019 Máj	1 185,9	7 364,7	8 550,6	1 122,6	2 333,9	3 456,4	12 007,1	71,1	513,6	44,8	629,4	12 636,5
Jún	1 189,0	7 415,3	8 604,3	1 111,2	2 338,5	3 449,7	12 054,1	74,5	513,5	35,3	623,2	12 677,3
Júl	1 193,7	7 486,4	8 680,1	1 104,5	2 344,3	3 448,9	12 129,0	75,7	523,5	37,6	636,9	12 765,8
Aug.	1 198,7	7 572,2	8 770,9	1 114,0	2 347,1	3 461,1	12 232,1	72,3	534,9	25,6	632,7	12 864,8
Sep.	1 204,0	7 605,1	8 809,2	1 110,1	2 354,7	3 464,8	12 274,0	74,5	534,8	19,7	629,1	12 903,0
Okt. ^(p)	1 209,4	7 673,9	8 883,3	1 094,2	2 357,0	3 451,2	12 334,5	79,6	518,0	27,7	625,4	12 959,9
Transakcie												
2016	38,5	539,6	578,0	-105,9	16,0	-90,0	488,1	-4,3	34,1	18,9	48,7	536,8
2017	36,0	592,6	628,6	-109,5	34,5	-74,9	553,7	6,5	-10,8	-18,9	-23,1	530,5
2018	50,3	465,3	515,6	-74,2	45,1	-29,1	486,5	-0,9	11,6	-4,5	6,2	492,7
2018 Q4	13,1	112,4	125,5	-8,3	14,2	5,9	131,4	2,5	26,9	7,6	37,0	168,4
2019 Q1	15,9	156,3	172,2	-12,7	19,6	6,8	179,0	-0,3	-20,8	-28,5	-49,5	129,5
Q2	9,8	143,0	152,7	-4,4	20,3	15,8	168,6	0,4	4,5	-3,8	1,1	169,7
Q3	15,1	180,8	195,8	-4,6	16,4	11,8	207,6	-0,6	20,0	-15,2	4,2	211,8
2019 Máj	3,4	56,4	59,8	-3,7	7,9	4,1	63,9	-2,4	-0,2	2,8	0,2	64,1
Jún	3,1	54,9	57,9	-10,6	4,7	-5,9	52,0	3,6	0,0	-7,5	-3,8	48,1
Júl	4,7	68,0	72,7	-8,1	5,8	-2,3	70,4	1,1	8,8	1,2	11,1	81,5
Aug.	5,0	83,1	88,1	8,3	2,8	11,1	99,2	-3,7	11,3	-11,5	-3,8	95,4
Sep.	5,3	29,7	35,1	-4,8	7,8	3,1	38,1	2,0	-0,2	-5,0	-3,1	35,0
Okt. ^(p)	5,4	71,8	77,1	-14,1	3,0	-11,1	66,0	5,5	-16,8	9,3	-2,0	64,0
Miera rastu												
2016	3,7	9,7	8,7	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,9	7,0	26,5	7,7	5,0
2017	3,3	9,8	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,5	-3,4	4,7
2018	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,3	-6,3	0,9	4,2
2018 Q4	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,3	-6,3	0,9	4,2
2019 Q1	5,9	7,7	7,5	-5,3	2,6	-0,1	5,2	2,4	-1,7	-43,0	-5,8	4,6
Q2	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	-0,9	-43,9	-5,0	4,5
Q3	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,1	1,2	5,9	3,0	6,1	-65,2	-1,1	5,6
2019 Máj	4,9	7,5	7,2	-3,7	3,0	0,7	5,2	-2,4	-0,3	-31,0	-3,6	4,7
Jún	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	-0,9	-43,9	-5,0	4,5
Júl	4,9	8,3	7,8	-5,4	3,0	0,2	5,5	10,4	1,1	-38,1	-1,7	5,1
Aug.	4,8	9,0	8,4	-3,1	2,9	0,9	6,2	-1,1	4,9	-59,7	-2,4	5,7
Sep.	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,1	1,2	5,9	3,0	6,1	-65,2	-1,1	5,6
Okt. ^(p)	4,8	9,0	8,4	-4,3	3,0	0,6	6,1	10,1	1,4	-48,0	-2,4	5,6

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													
2016	2 093,8	1 632,5	293,3	159,9	8,0	6 057,4	3 403,3	645,6	2 006,2	2,3	964,3	200,8	386,6
2017	2 240,3	1 797,4	285,0	149,1	8,8	6 317,7	3 702,8	562,2	2 051,9	0,8	991,1	206,6	415,3
2018	2 335,5	1 902,9	277,2	147,8	7,6	6 645,0	4 035,9	517,6	2 090,1	1,4	998,5	203,1	435,4
2018 Q4	2 335,5	1 902,9	277,2	147,8	7,6	6 645,0	4 035,9	517,6	2 090,1	1,4	998,5	203,1	435,4
2019 Q1	2 380,3	1 956,0	270,1	148,1	6,1	6 752,9	4 126,3	514,9	2 110,4	1,4	978,0	213,0	460,0
Q2	2 406,1	1 983,7	265,3	150,0	7,1	6 847,0	4 207,8	509,9	2 127,6	1,7	1 009,5	216,6	460,4
Q3	2 450,3	2 030,7	262,2	151,4	5,9	6 965,1	4 318,3	504,6	2 141,3	1,0	1 042,3	221,3	465,4
2019 Máj	2 401,5	1 976,1	269,2	149,3	6,9	6 824,1	4 186,6	512,1	2 123,9	1,6	992,7	215,4	458,5
Jún	2 406,1	1 983,7	265,3	150,0	7,1	6 847,0	4 207,8	509,9	2 127,6	1,7	1 009,5	216,6	460,4
Júl	2 429,0	2 008,1	264,1	150,4	6,4	6 894,2	4 250,7	508,8	2 132,9	1,8	1 009,3	220,7	457,8
Aug.	2 462,0	2 040,0	264,4	151,0	6,6	6 927,8	4 283,4	507,4	2 135,4	1,7	1 022,9	231,5	461,3
Sep.	2 450,3	2 030,7	262,2	151,4	5,9	6 965,1	4 318,3	504,6	2 141,3	1,0	1 042,3	221,3	465,4
Okt. ^(p)	2 471,9	2 052,8	260,2	150,9	7,9	6 994,7	4 349,3	500,5	2 143,3	1,7	1 047,5	223,1	467,4
Transakcie													
2016	131,9	157,0	-25,5	0,3	0,1	301,1	334,8	-46,3	13,6	-0,9	21,0	-28,3	19,6
2017	180,7	182,4	-1,9	-0,8	0,9	254,7	304,7	-82,1	33,6	-1,5	54,9	7,2	26,7
2018	92,8	105,0	-9,8	-1,1	-1,4	326,5	324,8	-45,0	46,1	0,5	0,8	-4,2	19,3
2018 Q4	28,9	21,2	7,4	-0,2	0,4	95,1	87,2	-7,1	14,8	0,2	4,2	-8,2	0,8
2019 Q1	47,4	54,8	-7,2	0,7	-0,9	106,7	89,7	-3,2	20,3	0,0	-24,6	9,3	24,1
Q2	29,4	30,5	-4,4	2,2	1,1	94,1	82,1	-5,0	16,7	0,3	31,7	3,9	0,1
Q3	40,5	43,3	-2,8	1,4	-1,3	117,2	109,8	-6,0	13,9	-0,6	25,5	4,2	4,6
2019 Máj	15,2	16,3	-1,3	0,4	-0,1	36,3	30,8	-1,3	6,9	0,0	2,9	3,3	0,3
Jún	7,3	9,3	-3,3	1,0	0,3	23,7	21,9	-1,8	3,5	0,1	18,5	1,5	1,7
Júl	22,2	23,2	-0,4	0,2	-0,8	46,8	42,8	-1,4	5,3	0,1	-3,6	4,0	-2,7
Aug.	31,1	30,5	-0,1	0,6	0,1	33,4	32,6	-1,6	2,5	-0,1	11,8	10,6	3,6
Sep.	-12,8	-10,4	-2,3	0,5	-0,7	37,0	34,5	-2,9	6,1	-0,7	17,3	-10,4	3,7
Okt. ^(p)	24,6	24,5	-1,4	-0,5	2,1	29,7	30,1	-3,7	2,7	0,7	7,8	2,1	1,9
Miera rastu													
2016	6,8	10,4	-8,0	0,2	0,8	5,2	10,9	-6,7	0,6	-28,4	2,2	-12,4	5,3
2017	8,6	11,2	-0,7	-0,5	11,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,1	5,8	3,6	6,9
2018	4,1	5,8	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,1	-2,0	4,6
2018 Q4	4,1	5,8	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,1	-2,0	4,6
2019 Q1	5,9	7,6	-2,3	0,2	-17,1	5,7	8,9	-5,6	2,9	-17,2	-2,2	0,5	10,4
Q2	5,8	7,6	-4,6	2,3	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-0,9	-1,5	7,7
Q3	6,3	8,0	-2,6	2,8	-11,8	6,3	9,3	-4,0	3,2	-10,1	3,7	4,3	6,8
2019 Máj	5,5	6,7	-0,8	1,4	8,8	5,9	8,9	-4,7	3,2	20,5	-0,5	0,0	8,7
Jún	5,8	7,6	-4,6	2,3	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-0,9	-1,5	7,7
Júl	6,8	8,6	-2,5	2,4	-8,1	6,1	9,1	-4,5	3,1	13,9	0,0	1,8	6,9
Aug.	7,8	9,6	-2,0	2,4	3,2	6,2	9,2	-4,0	3,0	6,1	3,2	8,7	6,2
Sep.	6,3	8,0	-2,6	2,8	-11,8	6,3	9,3	-4,0	3,2	-10,1	3,7	4,3	6,8
Okt. ^(p)	7,2	9,1	-3,8	2,5	31,9	6,2	9,2	-4,1	3,1	30,9	4,3	6,8	6,3

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

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

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

3) Vrátane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

4) 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													
2016	4 382,4	1 083,1	3 286,0	12 879,6	10 708,6	10 980,9	4 310,3	5 449,8	835,8	112,8	1 385,8	785,2	
2017	4 617,2	1 032,3	3 571,0	13 114,1	10 870,5	11 165,0	4 323,5	5 600,2	838,0	108,7	1 440,4	803,2	
2018	4 675,5	1 006,3	3 657,8	13 415,1	11 122,7	11 478,4	4 405,9	5 742,1	847,9	126,8	1 517,4	774,9	
2018 Q4	4 675,5	1 006,3	3 657,8	13 415,1	11 122,7	11 478,4	4 405,9	5 742,1	847,9	126,8	1 517,4	774,9	
2019 Q1	4 661,4	1 001,5	3 648,5	13 526,5	11 201,0	11 553,1	4 426,5	5 787,7	856,1	130,7	1 526,8	798,7	
Q2	4 639,5	1 000,7	3 627,1	13 639,5	11 290,7	11 665,4	4 462,5	5 825,8	870,3	132,1	1 546,3	802,5	
Q3	4 696,4	999,8	3 685,0	13 774,2	11 394,4	11 762,8	4 488,5	5 876,3	883,5	146,2	1 569,5	810,2	
2019 Máj	4 634,5	1 004,1	3 618,7	13 595,3	11 261,6	11 625,4	4 462,2	5 806,8	867,7	124,9	1 533,6	800,1	
Jún	4 639,5	1 000,7	3 627,1	13 639,5	11 290,7	11 665,4	4 462,5	5 825,8	870,3	132,1	1 546,3	802,5	
Júl	4 672,9	1 000,5	3 660,7	13 682,2	11 335,0	11 706,1	4 483,6	5 843,4	873,6	134,4	1 541,0	806,2	
Aug.	4 707,4	1 003,8	3 691,9	13 735,7	11 388,3	11 748,2	4 505,0	5 864,6	878,3	140,4	1 544,6	802,8	
Sep.	4 696,4	999,8	3 685,0	13 774,2	11 394,4	11 762,8	4 488,5	5 876,3	883,5	146,2	1 569,5	810,2	
Okt. ^(p)	4 665,5	1 001,8	3 652,1	13 801,7	11 423,2	11 786,2	4 503,2	5 895,0	886,2	138,9	1 562,7	815,8	
Transakcie													
2016	484,2	-34,4	518,5	318,8	234,5	258,2	81,7	121,0	43,0	-11,1	79,9	4,4	
2017	287,5	-43,7	330,6	363,3	274,2	315,8	84,9	173,2	19,7	-3,5	63,7	25,4	
2018	89,5	-28,4	117,9	375,6	307,8	380,0	124,0	166,4	-0,3	17,8	88,6	-20,7	
2018 Q4	29,6	2,4	27,3	65,1	58,0	88,6	16,2	42,4	-4,1	3,5	11,2	-4,1	
2019 Q1	-30,7	-5,5	-25,2	110,1	92,1	91,0	32,3	49,1	8,4	2,3	0,5	17,5	
Q2	-49,2	-1,5	-48,0	123,6	105,7	126,0	50,7	38,8	17,8	-1,5	17,6	0,3	
Q3	-1,5	-0,9	-0,6	128,6	102,2	104,7	27,1	52,1	9,2	13,9	20,2	6,2	
2019 Máj	-7,5	5,4	-13,1	34,5	25,9	34,5	19,7	6,4	1,4	-1,6	11,6	-3,0	
Jún	-22,4	-3,9	-18,4	46,2	39,0	48,9	8,4	18,7	7,6	4,4	9,9	-2,7	
Júl	7,0	-0,3	7,2	39,7	44,3	41,9	22,3	17,8	2,0	2,2	-7,2	2,5	
Aug.	5,4	3,2	2,2	50,8	51,5	43,8	20,8	21,3	3,5	5,9	1,5	-2,3	
Sep.	-13,9	-3,8	-10,0	38,2	6,4	19,0	-16,0	13,0	3,6	5,7	25,8	6,0	
Okt. ^(p)	-17,1	2,2	-19,3	35,8	36,6	35,6	18,8	20,4	4,6	-7,2	-6,3	5,5	
Miera rastu													
2016	12,4	-3,1	18,6	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-9,0	6,1	0,6	
2017	6,6	-4,1	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,4	-3,2	4,6	3,2	
2018	2,0	-2,8	3,3	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,4	6,2	-2,6	
2018 Q4	2,0	-2,8	3,3	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,4	6,2	-2,6	
2019 Q1	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,3	2,5	3,1	-1,0	14,7	4,1	1,8	
Q2	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,9	3,2	1,3	
Q3	-1,1	-0,6	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,6	14,4	3,3	2,5	
2019 Máj	0,6	-2,2	1,5	2,6	2,7	3,3	2,7	3,1	-0,3	1,7	3,0	0,4	
Jún	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,9	3,2	1,3	
Júl	-0,5	-1,5	-0,3	2,9	3,2	3,6	3,3	3,2	2,6	7,2	1,4	1,8	
Aug.	-0,6	-0,4	-0,7	3,1	3,5	3,8	3,5	3,3	3,2	12,9	1,2	2,1	
Sep.	-1,1	-0,6	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,6	14,4	3,3	2,5	
Okt. ^(p)	-1,4	-0,1	-1,7	3,2	3,3	3,7	3,1	3,3	3,7	11,0	2,2	3,3	

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 poskytovaného 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) Vratane 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										
2016	4 310,3	4 308,4	1 012,2	796,5	2 501,6	5 449,8	5 729,0	616,5	4 083,7	749,6
2017	4 323,5	4 358,8	986,2	821,2	2 516,2	5 600,2	5 866,6	654,9	4 216,3	729,0
2018	4 405,9	4 489,0	993,2	845,4	2 567,3	5 742,1	6 023,0	684,6	4 353,0	704,5
2018 Q4	4 405,9	4 489,0	993,2	845,4	2 567,3	5 742,1	6 023,0	684,6	4 353,0	704,5
2019 Q1	4 426,5	4 511,6	980,7	853,1	2 592,7	5 787,7	6 065,6	694,5	4 391,1	702,2
Q2	4 462,5	4 554,2	977,6	867,2	2 617,7	5 825,8	6 113,9	705,4	4 422,2	698,1
Q3	4 488,5	4 581,9	982,0	873,5	2 633,0	5 876,3	6 164,6	713,1	4 468,9	694,3
2019 Máj	4 462,2	4 544,2	981,2	865,3	2 615,7	5 806,8	6 098,5	700,7	4 408,9	697,3
Jún	4 462,5	4 554,2	977,6	867,2	2 617,7	5 825,8	6 113,9	705,4	4 422,2	698,1
Júl	4 483,6	4 569,8	983,3	872,9	2 627,4	5 843,4	6 133,3	708,6	4 437,6	697,2
Aug.	4 505,0	4 591,9	995,8	876,3	2 632,9	5 864,6	6 150,7	711,7	4 456,5	696,5
Sep.	4 488,5	4 581,9	982,0	873,5	2 633,0	5 876,3	6 164,6	713,1	4 468,9	694,3
Okt. ^(p)	4 503,2	4 593,3	983,4	878,3	2 641,5	5 895,0	6 181,4	715,2	4 488,3	691,5
Transakcie										
2016	81,7	99,6	-14,3	43,4	52,6	121,0	113,8	24,2	105,2	-8,5
2017	84,9	134,8	0,6	39,1	45,2	173,2	164,9	45,1	134,0	-5,9
2018	124,0	174,7	18,7	33,9	71,5	166,4	187,6	40,2	136,1	-9,9
2018 Q4	16,2	38,1	-1,4	8,3	9,4	42,4	49,7	8,9	38,0	-4,5
2019 Q1	32,3	32,5	-10,9	10,3	32,9	49,1	49,2	10,8	39,1	-0,8
Q2	50,7	54,1	0,8	17,1	32,8	38,8	49,9	12,1	28,8	-2,1
Q3	27,1	33,5	3,7	6,2	17,2	52,1	55,6	8,5	46,3	-2,7
2019 Máj	19,7	17,1	-2,3	6,2	15,8	6,4	16,9	4,8	3,3	-1,7
Jún	8,4	16,6	-1,2	4,3	5,3	18,7	15,7	4,2	14,5	0,1
Júl	22,3	17,5	5,2	5,9	11,2	17,8	19,8	3,5	15,1	-0,9
Aug.	20,8	24,4	12,0	3,2	5,7	21,3	17,9	3,2	18,5	-0,4
Sep.	-16,0	-8,4	-13,5	-2,8	0,3	13,0	18,0	1,8	12,6	-1,4
Okt. ^(p)	18,8	17,6	3,4	5,7	9,8	20,4	20,6	2,4	20,4	-2,3
Miera rastu										
2016	1,9	2,3	-1,4	5,7	2,1	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017	2,0	3,2	0,1	5,0	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,0	1,9	4,2	2,9	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,4
2018 Q4	2,9	4,0	1,9	4,2	2,9	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,4
2019 Q1	2,5	3,7	-1,2	4,6	3,3	3,1	3,3	6,0	3,5	-1,5
Q2	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,3	3,4	-1,1
Q3	2,9	3,6	-0,8	5,0	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,4
2019 Máj	2,7	3,9	-1,6	5,5	3,5	3,1	3,3	6,1	3,4	-1,6
Jún	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,3	3,4	-1,1
Júl	3,3	4,0	-0,4	5,7	3,9	3,2	3,4	6,2	3,5	-1,2
Aug.	3,5	4,2	0,6	5,8	3,8	3,3	3,4	6,1	3,5	-1,2
Sep.	2,9	3,6	-0,8	5,0	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,4
Okt. ^(p)	3,1	3,8	0,6	4,8	3,5	3,3	3,5	5,8	3,7	-1,7

Zdroj: ECB.

1) Údaje sa týkajú meniaceho sa zloženia eurozóny.

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

3) 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										
2016	306,5	6 957,3	2 088,6	71,0	2 148,4	2 649,3	1 127,6	263,5	205,9	121,6
2017	342,7	6 771,0	1 967,4	59,8	2 017,5	2 726,2	938,5	310,8	143,5	92,5
2018	379,3	6 819,0	1 940,5	56,1	2 099,3	2 723,1	1 029,8	453,4	187,0	194,9
2018 Q4	379,3	6 819,0	1 940,5	56,1	2 099,3	2 723,1	1 029,8	453,4	187,0	194,9
2019 Q1	370,0	6 906,3	1 937,1	55,9	2 145,8	2 767,6	1 180,5	420,2	199,0	212,3
Q2	373,7	6 984,2	1 956,6	57,5	2 135,0	2 835,2	1 322,1	434,2	191,5	207,8
Q3	388,0	7 100,2	1 947,3	57,2	2 162,2	2 933,6	1 478,5	442,2	184,2	198,1
2019 Máj	368,1	6 913,4	1 932,6	56,5	2 138,0	2 786,3	1 277,9	410,3	212,8	229,2
Jún	373,7	6 984,2	1 956,6	57,5	2 135,0	2 835,2	1 322,1	434,2	191,5	207,8
Júl	374,5	7 018,2	1 931,1	57,7	2 150,5	2 878,9	1 404,1	399,4	206,5	224,1
Aug.	403,5	7 060,0	1 916,5	57,3	2 148,4	2 937,7	1 461,2	423,9	212,6	231,5
Sep.	388,0	7 100,2	1 947,3	57,2	2 162,2	2 933,6	1 478,5	442,2	184,2	198,1
Okt. ³⁾	380,6	7 057,4	1 947,8	55,0	2 131,1	2 923,5	1 490,2	440,4	221,4	236,2
Transakcie										
2016	21,6	-123,0	-71,3	-8,6	-118,5	75,4	-277,6	-90,0	12,8	-12,0
2017	39,0	-73,4	-83,5	-6,6	-71,1	87,8	-92,8	-61,9	-61,2	-28,5
2018	40,5	50,6	-37,9	-4,9	22,8	70,7	77,7	41,0	16,2	23,6
2018 Q4	-22,2	23,7	-1,7	-0,8	11,2	15,0	34,4	40,8	9,7	11,9
2019 Q1	-9,1	43,9	-10,4	-0,2	37,0	17,5	116,5	-31,5	2,7	5,5
Q2	3,8	46,0	21,9	1,6	-0,1	22,6	109,7	35,4	-7,1	-4,5
Q3	14,6	13,3	-15,2	-0,6	5,1	24,0	83,8	28,8	6,9	7,4
2019 Máj	1,0	6,3	-1,3	0,4	0,4	6,8	59,5	-15,1	-4,1	-2,9
Jún	5,7	42,7	25,3	1,0	8,0	8,4	23,7	49,0	-20,8	-21,4
Júl	0,7	-5,2	-26,8	0,2	9,3	12,1	56,3	-25,9	14,9	16,3
Aug.	29,1	-20,5	-17,2	-0,4	-7,8	4,8	8,4	39,4	6,1	7,4
Sep.	-15,2	39,0	28,7	-0,4	3,6	7,0	19,2	15,3	-14,1	-16,3
Okt. ³⁾	-7,2	-12,6	2,0	-1,5	-22,4	9,3	34,1	-8,6	37,3	38,1
Miera rastu										
2016	7,7	-1,7	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,8	0,8	-1,9	-8,1	1,1	2,7	-	-	8,1	7,7
2018 Q4	11,8	0,8	-1,9	-8,1	1,1	2,7	-	-	8,1	7,7
2019 Q1	8,9	1,3	-1,6	-6,4	2,8	2,6	-	-	17,8	21,2
Q2	12,6	2,2	-0,4	-1,3	3,5	3,1	-	-	5,1	6,7
Q3	-3,2	1,9	-0,3	0,1	2,5	2,9	-	-	6,9	11,0
2019 Máj	9,1	1,4	-1,6	-3,8	2,8	2,7	-	-	14,4	15,9
Jún	12,6	2,2	-0,4	-1,3	3,5	3,1	-	-	5,1	6,7
Júl	5,8	2,0	-1,8	0,4	4,1	3,2	-	-	7,1	9,9
Aug.	5,7	1,7	-2,2	0,4	3,7	3,0	-	-	11,9	15,6
Sep.	-3,2	1,9	-0,3	0,1	2,5	2,9	-	-	6,9	11,0
Okt. ³⁾	-2,9	1,5	-0,1	-2,0	1,2	2,9	-	-	36,4	38,9

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
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,2	-0,1	0,3
2016	-1,4	-1,7	0,0	0,2	0,1	0,7
2017	-0,9	-1,3	0,1	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,1	0,1	0,2	0,3	1,3
2018 Q3	-0,4	.	.	.	.	1,5
Q4	-0,5	.	.	.	.	1,3
2019 Q1	-0,6	.	.	.	.	1,2
Q2	-0,7	.	.	.	.	1,0

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
2015	46,4	45,8	12,5	13,0	15,2	0,6	48,4	44,5	10,1	5,3	2,3	22,7	3,9
2016	46,2	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,1	10,0	5,3	2,1	22,7	3,6
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,4	9,9	5,3	1,9	22,5	3,8
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2018 Q3	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,4	46,8	43,2	9,9	5,3	1,9	22,3	3,7
Q4	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019 Q1	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7
Q2	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,4	47,1	43,4	9,9	5,3	1,8	22,5	3,7

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

6.3 Pomer štátneho dlhu k HDP

(v % HDP; stav ku koncu obdobia)

	Spolu	Finančný nástroj			Držiteľ			Pôvodná splatnosť		Zostávajúca splatnosť			Mena	
		Obeživo a vklady	Úvery	Dlhové cenné papiere	Tuzemskí veritelia	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
2015	90,8	3,4	16,5	71,0	45,0	27,6	45,8	9,7	81,2	18,3	31,1	41,4	88,8	2,1
2016	90,0	3,3	15,7	71,0	47,5	30,8	42,5	9,4	80,6	17,9	29,8	42,3	87,9	2,1
2017	87,8	3,2	14,5	70,1	48,2	32,2	39,5	8,6	79,1	16,4	29,0	42,3	86,0	1,8
2018	85,9	3,1	13,8	69,0	48,0	32,4	37,8	8,0	77,8	16,1	28,3	41,4	84,5	1,4
2018 Q3	87,1	3,2	13,9	70,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	85,9	3,1	13,8	69,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 Q1	86,5	3,1	13,6	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	86,4	3,1	13,5	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,3	-0,8	1,2
2016	-0,8	-0,7	0,2	0,1	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,3	1,6
2017	-2,3	-1,0	-0,1	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-1,1	0,9
2018	-1,9	-1,3	0,4	0,3	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	-0,9	0,8
2018 Q3	-2,2	-1,5	0,5	0,7	0,6	-0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-1,2	0,9
Q4	-1,9	-1,3	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,9	0,8
2019 Q1	-1,3	-1,2	0,7	0,6	0,6	-0,2	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,8	1,2
Q2	-0,9	-1,0	0,8	0,7	0,7	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,6	1,4

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

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

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

6.5 Štátne dlhové cenné papiere¹⁾

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

	Dlhová služba splatná v rámci 1 roka ²⁾					Priemerná zostatková splatnosť v rokoch ³⁾	Priemerný nominálny výnos ⁴⁾						
	Spolu	Istina		Úrok			Stav				Transakcie		
		splatnosť do 3 mesiacov	4	splatnosť do 3 mesiacov	5		6	Spolu	Pohyblivá sadzba	Nulový kupón	Fixná sadzba	Emisia	Odkúpenie
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	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2018 Q3	12,7	11,1	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9
Q4	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019 Q1	12,7	11,2	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0
Q2	12,9	11,4	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9
2019 Máj	12,9	11,4	3,5	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0
Jún	12,9	11,4	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9
Júl	13,0	11,5	4,1	1,5	0,4	7,5	2,3	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,0
Aug.	12,9	11,4	4,2	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,1
Sep.	13,1	11,6	3,9	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,0
Okt.	12,8	11,3	3,4	1,5	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,2

Zdroj: ECB.

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

2) Nezahrňa 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									
2015	-2,4	0,9	0,1	-1,9	-5,6	-5,2	-3,6	-2,6	-1,0
2016	-2,4	1,2	-0,5	-0,7	0,5	-4,3	-3,5	-2,4	0,1
2017	-0,7	1,2	-0,8	-0,3	0,7	-3,0	-2,8	-2,4	1,7
2018	-0,7	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,5	-2,2	-4,4
2018 Q3	-0,2	2,1	0,2	-0,5	0,8	-2,7	-2,5	-2,0	-4,2
Q4	-0,8	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,5	-2,2	-4,4
2019 Q1	-1,1	1,8	-0,7	0,1	0,3	-2,6	-3,0	-2,2	-3,9
Q2	-1,6	1,7	-0,6	0,7	0,5	-2,8	-3,3	-2,1	-3,7
Dlh verejnej správy									
2015	105,2	72,1	10,0	76,7	175,9	99,3	95,6	135,3	107,5
2016	104,9	69,2	10,2	73,9	178,5	99,2	98,0	134,8	103,4
2017	101,8	65,3	9,3	67,8	176,2	98,6	98,4	134,1	93,9
2018	100,0	61,9	8,4	63,6	181,2	97,6	98,4	134,8	100,6
2018 Q3	105,4	62,7	8,5	67,2	182,3	98,9	99,4	136,1	107,9
Q4	102,1	61,9	8,4	63,6	181,2	97,6	98,4	134,8	100,6
2019 Q1	105,3	61,7	8,0	65,4	182,1	98,9	99,7	136,6	103,2
Q2	104,7	61,2	9,3	63,9	180,2	98,9	99,6	138,0	107,2

	Lotyšsko 10	Litva 11	Luxembursko 12	Malta 13	Holandsko 14	Rakúsko 15	Portugalsko 16	Slovinsko 17	Slovensko 18	Fínsko 19
Deficit (-)/prebytok (+) verejnej správy										
2015	-1,4	-0,3	1,4	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,7	-2,4
2016	0,1	0,2	1,8	0,9	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,5	-1,7
2017	-0,5	0,5	1,4	3,4	1,3	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,7
2018	-0,7	0,6	2,7	1,9	1,5	0,2	-0,4	0,8	-1,1	-0,8
2018 Q3	-0,4	0,5	2,2	3,4	2,0	0,1	-0,1	0,5	-0,7	-0,7
Q4	-0,7	0,6	2,7	1,9	1,5	0,2	-0,4	0,8	-1,1	-0,8
2019 Q1	-0,7	0,2	3,1	1,8	1,7	-0,1	-0,2	0,6	-1,0	-0,9
Q2	-0,9	0,0	3,2	1,0	1,8	0,0	0,2	0,6	-1,0	-1,0

2015	36,7	42,7	22,0	57,8	64,6	84,9	131,2	82,6	51,9	63,0
2016	40,2	39,9	20,1	55,5	61,9	82,9	131,5	78,7	52,0	62,6
2017	38,6	39,3	22,3	50,3	56,9	78,3	126,0	74,1	51,3	60,9
2018	36,4	34,1	21,0	45,8	52,4	74,0	122,2	70,4	49,4	59,0
2018 Q3	37,5	34,9	21,2	45,9	52,9	75,7	125,5	71,4	51,7	58,9
Q4	36,4	34,1	21,0	45,8	52,4	74,0	122,2	70,4	49,1	59,0
2019 Q1	37,7	34,0	20,8	46,4	50,9	72,7	123,7	68,1	49,0	58,7
Q2	36,7	36,1	20,3	45,7	50,9	71,8	121,2	67,7	48,4	60,5

Zdroj: Eurostat.

© Európska centrálna banka 2019

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 11. decembra 2019.

Bližšie vysvetlenie odborných termínov je v [glosári ECB](#) (len v anglickom jazyku).

ISSN 2363-3549 QB-BP-19-008-SK-N