



EURÓPSKA CENTRÁLNÁ BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 8/2021



Obsah

Hospodársky, finančný a menový vývoj	2
Prehľad	2
1 Vonkajšie prostredie	7
2 Finančný vývoj	16
3 Hospodárska aktivita	22
4 Ceny a náklady	30
5 Peňažná zásoba a úvery	38
6 Fiškálny vývoj	47
Boxy	51
1 Výpadky v dodávateľských reťazcoch a ich vplyv na svetové hospodárstvo	51
2 Trh práce v Spojených štátoch a v Spojenom kráľovstve v čase oživenia po pandémii COVID-19	58
3 Podmienky financovania z pohľadu spoločností v eurozóne	63
4 Dekompozícia trhových ukazovateľov kompenzácie za infláciu na inflačné očakávania a rizikové prémie	71
5 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 28. júla do 2. novembra 2021	76
6 Komunikácia ECB o hospodárskom výhľade: porovnávací analýza	82
7 Zdroje výpadkov v dodávateľskom reťazci a ich vplyv na výrobu v eurozóne	87
8 Fiškálna politika v roku 2022 – dôsledky návrhov rozpočtových plánov na rok 2022	92

Hospodársky, finančný a menový vývoj

Prehľad

Hospodárska aktivita

Svetové hospodárstvo zostáva na ceste oživenia, hoci na krátkodobé vyhliadky rastu aj naďalej nepriaznivo vplyvajú pretrvávajúce ponukové obmedzenia, rastúce ceny komodít a výskyt variantu koronavírusu (COVID-19) omikron. Nedávne prieskumy hospodárskej aktivity poukazujú na naďalej slabé tempo rastu na začiatku posledného štvrťroka, a to predovšetkým vo výrobnom sektore vzhľadom na vyššie spomínané ponukové obmedzenia, zatiaľ čo sektor služieb profitoval zo znovuotvárania veľkých ekonomík. V porovnaní s predchádzajúcimi projekciami bol v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu z decembra 2021 výhľad rastu svetového hospodárstva na rok 2021 upravený nadol, na rok 2022 zostal nezmenený a na rok 2023 bol upravený nahor. Predpokladá sa, že rast svetového reálneho HDP (bez eurozóny) sa v roku 2021 zrýchlil na 6,0 % a neskôr sa spomalil na 4,5 % v roku 2022, 3,9 % v roku 2023 a 3,7 % v roku 2024. Očakáva sa, že zahraničný dopyt po produkcii eurozóny sa zvýši o 8,9 % v roku 2021, o 4,0 % v roku 2022, o 4,3 % v roku 2023 a o 3,9 % v roku 2024. Oproti predchádzajúcim projekciám bol však zahraničný dopyt na roky 2021 a 2022 upravený nadol, čo je odrazom nepriaznivého vplyvu pretrvávajúcich ponukových obmedzení na svetový dovoz. Ponukové obmedzenia by sa mali od druhého štvrťroka 2022 začať uvoľňovať a do roku 2023 by mali v plnej miere odznieť. Vývozné ceny konkurentov eurozóny boli na roky 2021 a 2022 vzhľadom na súhrn vyšších cien komodít, ponukových obmedzení a vyššieho dopytu upravené nahor. Hlavným rizikom ohrozujúcim základný scenár projekcií vývoja svetového hospodárstva je aj naďalej budúci vývoj pandémie. Ďalšie riziká ohrozujúce výhľad rastu sú podľa projekcií naklonené na stranu pomalšieho rastu, zatiaľ čo bilancia rizík ohrozujúcich vývoj svetovej inflácie je viac neistá.

Oživenie hospodárstva eurozóny pokračuje. Tempo hospodárskeho rastu sa zmierňuje, v priebehu budúceho roka sa však opäť očakáva výrazný nárast aktivity. Pokračujúce hospodárske oživenie má podľa predpokladov poháňať výrazný domáci dopyt. Situácia na trhu práce sa zlepšuje, rastie počet zamestnaných a klesá počet osôb zapojených do programov na záchranu pracovných miest. To zároveň podporuje perspektívu rastu príjmov domácností a spotreby. Spotrebu podporia aj úspory nahromadené počas pandémie. V priebehu posledného štvrťroka minulého roka došlo k zmierneniu hospodárskej aktivity, pričom pomalšie tempo rastu bude pravdepodobne pokračovať i začiatkom tohto roka. V súčasnosti očakávame, že produkcia prekročí svoju úroveň pred pandémiou v prvom štvrťroku 2022. S nástupom terajšej vlny pandémie niektoré krajiny eurozóny znova prijali prísnejšie opatrenia proti šíreniu nákazy, ktoré môžu oživenie spomaliť, a to najmä v doprave, cestovnom ruchu, pohostinských službách

a zábavnom priemysle. Pandémia dolieha na spotrebiteľskú a podnikateľskú dôveru, pričom šírenie nových variantov vírusu vyvoláva ďalšiu neistotu. Na spotrebu nepriaznivo vplyvajú i rastúce ceny energií. Nedostatok zariadení, surovín a pracovných síl v niektorých sektoroch brzdí produkciu priemyselných tovarov, spôsobuje oneskorenia v stavebnom odvetví a spomaľuje oživenie v niektorých segmentoch sektora služieb. Tieto ponukové obmedzenia ešte určitý čas potrvajú, v priebehu roka 2022 by však mali čiastočne ustúpiť.

Hoci verejné financie boli v roku 2021 naďalej pod výrazne nepriaznivým vplyvom krízy COVID-19, z decembrových makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému vyplýva, že rozpočtové saldo sa už začína zlepšovať.

Pomer deficitu k HDP, ktorý v roku 2020 dosiahol vysokých 7,2 % HDP, v roku 2021 podľa odhadov klesol na 5,9 %. V roku 2022 má podľa projekcií klesnúť na 3,2 % a do konca horizontu projekcií v roku 2024 sa má stabilizovať tesne pod úrovňou 2 %. Toto zlepšenie je výsledkom kombinácie vyššieho cyklicky upraveného primárneho salda a, predovšetkým od roku 2022, výrazne väčšieho príspevku hospodárskeho cyklu. Pokiaľ ide o nastavenie rozpočtovej politiky eurozóny, po výraznej expanzii v roku 2020 nasledovalo v roku 2021 po očistení od vplyvu grantov z programu Next Generation EÚ (NGEU) len marginálne sprísnenie. V roku 2022 má podľa projekcií dôjsť k podstatnému sprísneniu nastavenia rozpočtovej politiky, hoci v oveľa menšej miere, než sa predpokladalo v minulosti, predovšetkým v dôsledku ukončenia významnej časti krízovej núdzovej podpory. K sprísňovaniu má dochádzať aj počas zvyšku sledovaného obdobia, no v oveľa menšom rozsahu, keďže významná podpora ekonomiky bude pokračovať aj v nasledujúcich rokoch. Opatrenia menovej politiky by mali i naďalej sprevádzať ciele rozpočtové opatrenia s pozitívnym účinkom na hospodársky rast, ktoré ekonomike zároveň pomôžu prispôbiť sa prebiehajúcim štrukturálnym zmenám. Účinná implementácia programu NGEU a balíka „Fit for 55“ podporí výraznejšie, ekologickejšie a rovnomernejšie oživenie v jednotlivých krajinách eurozóny.

V priebehu roka 2022 sa očakáva výrazné oživenie rastu. Podľa decembrových makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému by malo ročné tempo rastu reálneho HDP predstavovať 5,1 % v roku 2021, 4,2 % v roku 2022, 2,9 % v roku 2023 a 1,6 % v roku 2024. V porovnaní so septembrovými projekciami bol výhľad hospodárskeho vývoja na rok 2022 upravený nadol a na rok 2023 nahor.

Inflácia

V novembri inflácia pokračovala v raste až na 4,9 %. Po väčšinu roka 2022 zostane nad úrovňou 2 %. Očakáva sa, že v najbližšom období inflácia zostane zvýšená, no v priebehu budúceho roka klesne. Výrazný vzostup inflácie je v prvom rade odrazom prudkého nárastu cien pohonných hmôt, zemného plynu a elektriny. V novembri bol podiel inflácie energetickej zložky na celkovej inflácii viac než polovičný. V niektorých sektoroch tiež dopyt naďalej predstihuje obmedzenú ponuku. Následky tejto situácie sú zjavné predovšetkým v cenách tovarov dlhodobej spotreby a nedávno znovuotvorených spotrebiteľských služieb. K vyššej inflácii naďalej prispievajú bazické efekty súvisiace s ukončením zníženia DPH v Nemecku, ale len

do konca roka 2021. Dĺžka trvania týchto okolností je neistá. V priebehu roka 2022 sa však očakáva ustálenie cien energií, normalizácia spotrebných zvyklostí a ústup cenových tlakov prameniacich z globálnych ponukových obmedzení. Postupný návrat ekonomiky k plnej kapacite a ďalšie zlepšovanie podmienok na trhu práce by mali časom podporiť rýchlejší rast miezd. Trhové ukazovatele dlhodobějších inflačných očakávaní a ich ukazovatele odvodené z výsledkov prieskumov zostávajú od októbrového menovopolitického zasadania zhruba nezmenené. Celkovo sa však v posledných mesiacoch posunuli bližšie k dvom percentám. Tieto faktory budú podporovať zvyšovanie základnej inflácie a posun celkovej inflácie na cieľovú úroveň ECB v strednodobom horizonte.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z decembra 2021 má ročná miera inflácie dosiahnuť 2,6 % v roku 2021, 3,2 % v roku 2022, 1,8 % v roku 2023 a 1,8 % v roku 2024, čo v porovnaní so septembrovými projekciami znamená podstatné zvýšenie projektovaných hodnôt. Inflácia bez cien potravín a energií má podľa projekcií dosiahnuť v priemere 1,4 % v roku 2021, 1,9 % v roku 2022, 1,7 % v roku 2023 a 1,8 % v roku 2024, čo je tiež viac ako podľa septembrových projekcií.

Hodnotenie rizík

Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho vývoja Rada guvernérov považuje za celkovo vyvážené. Hospodárska aktivita by mohla očakávania ECB prekonať, ak by spotrebitelia vďaka zvýšeniu dôvery spojili menej, než sa očakáva. Nedávne zhoršenie pandémie vrátane šírenia nových variantov by mohlo hospodársky rast dlhodobejšie brzdiť. Budúci vývoj cien energií a rýchlosť odstraňovania ponukových obmedzení sú hlavnými rizikami, ktoré oživenie a inflačný výhľad ohrozujú. Ak by sa cenové tlaky premietli do rýchlejšieho než očakávaného rastu miezd alebo ak by ekonomika dosiahla plnú produkčnú kapacitu rýchlejšie, inflácia by mohla byť vyššia.

Finančné a menové podmienky

Trhové úrokové sadzby zostali od októbrového zasadania Rady guvernérov celkovo stabilné. Počas sledovaného obdobia (9. september až 15. december 2021) mali na finančné trhy v eurozóne vplyv hlavne zmeny výhľadu vývoja inflácie a obnovenie neistoty spojenej s ďalšími hospodárskymi dôsledkami krízy COVID-19. Správy o novom variante omikron viedli k volatilitě, hoci výrazný počiatočný nepriaznivý účinok tohto vývoja, najmä na rizikové aktíva, sa ku koncu sledovaného obdobia čiastočne obrátil.

Tvorba peňazí v eurozóne sa v októbri 2021 len mierne zvýšila, odrážajúc väčšiu neistotu v súvislosti s pandemiou COVID-19 a politickými podpornými opatreniami. Hlavným zdrojom tvorby peňazí boli aj naďalej nákupy aktív realizované Eurosystémom. Sadzby bankových úverov pre podniky i domácnosti zostali na historicky nízkej úrovni. Celkovo sú podmienky financovania v ekonomike aj naďalej priaznivé. Podnikové úvery čiastočne pramenia z krátkodobých potrieb

financovania spôsobených ponukovými obmedzeniami, ktoré zvyšujú náklady podnikov na zásoby a prevádzkový kapitál. Dopyt po podnikových úveroch zároveň zostáva mierny vzhľadom na nerozdelený zisk a dostatok hotovosti, ako aj vysokú zadlženosť. Rast úverov domácnostiam zostáva výrazný, podporovaný dopytom po hypotekárnych úveroch. Banky v eurozóne ďalej posilnili svoje súvahy vďaka vyšším koeficientom kapitálovej primeranosti a redukcii objemu problémových úverov. Banky sú v súčasnosti rovnako ziskové ako pred pandémiou. Podmienky financovania bánk zostávajú celkovo priaznivé.

V súlade s novou stratégiou menovej politiky Rada guvernérov dvakrát ročne vykonáva hĺbkovú analýzu vzájomného vzťahu medzi menovou politikou a finančnou stabilitou. Akomodačná menová politika podporuje rast, ktorý sa kladne prejavuje na stave súvah podnikov a finančných inštitúcií a predchádza riziku fragmentácie. Vzhľadom na zintenzívnenie viacerých strednodobých rizík je však zároveň potrebné pozorne sledovať vplyv akomodačnej menovej politiky na trhy nehnuteľností a finančné trhy. Makroprudenciálna politika stále zostáva prvou obrannou líniou pri zachovávaní finančnej stability a odstraňovaní strednodobej zraniteľnosti.

Rozhodnutia o menovej politike

Na svojom decembrovom menovopolitickom zasadnutí Rada guvernérov usúdila, že stav hospodárskeho oživenia a vývoja inflácie smerom k strednodobému inflačnému cieľu ECB umožňuje postupne redukovať tempo jej nákupu aktív v nadchádzajúcich štvrťrokoch. Ustálenie inflácie na cieľovej úrovni 2 % v strednodobom horizonte si však stále vyžaduje menovú akomodáciu. Vzhľadom na momentálne vládnu neistotu si Rada guvernérov pri výkone menovej politiky potrebuje zachovať pružnosť a manévrovací priestor. Na základe uvedených skutočností Rada guvernérov prijala nasledujúce rozhodnutia.

Po prvé, v prvom štvrťroku 2022 Rada guvernérov očakáva pomalšie tempo čistého nákupu aktív v rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) než v predchádzajúcom štvrťroku. Čistý nákup aktív v rámci programu PEPP bude ukončený na záver marca 2022.

Po druhé, Rada guvernérov sa rozhodla predĺžiť časový horizont reinvestovania v rámci programu PEPP a v súčasnosti plánuje istinu zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci programu PEPP reinvestovať minimálne do konca roka 2024. Redukcia portfólia PEPP v budúcnosti bude v každom prípade prebiehať riadeným spôsobom, aby nenarúšala primerané nastavenie menovej politiky.

Po tretie, ako sa ukazuje počas pandémie, za sťažených podmienok pružnosť v koncepcii a realizácii nákupu aktív pomáha neutralizovať pokles účinnosti transmisie menovej politiky ECB a zvyšuje úspešnosť snáh Rady guvernérov o dosiahnutie stanoveného cieľa. V rámci mandátu ECB za sťažených podmienok pružnosť zostane jedným z prvkov menovej politiky vždy, keď bude ohrozená transmisia menovej politiky a tým aj dosiahnutie cenovej stability. Najmä v prípade obnovení trhovej fragmentácie v dôsledku pandémie je možné reinvestície v rámci

programu PEPP kedykoľvek pružne upraviť z hľadiska času, jednotlivých tried aktív a jurisdikcií. Jednou z možností je i nákup dlhopisov vydaných Helénskou republikou nad rámec revolvingu splatených dlhopisov s cieľom predísť prerušeniu nákupov v tejto jurisdikcii, ktoré by mohlo narušiť transmisiu menovej politiky v gréckej ekonomike v čase, keď sa stále spamätáva z následkov pandémie. V prípade potreby je možné čistý nákup aktív v rámci programu PEPP obnoviť na neutralizovanie negatívnych následkov pandémie.

Po štvrté, v súlade s postupnou redukciou nákupu aktív a v záujme zabezpečenia nastavenia menovej politiky, ktoré naďalej zodpovedá stabilizácii inflácie na úrovni cieľa ECB v strednodobom horizonte, sa Rada guvernérov rozhodla stanoviť mesačný objem čistého nákupu aktív v rámci programu nákupu aktív (Asset Purchase Programme – APP) na úrovni 40 mld. € v druhom štvrťroku a 30 mld. € v treťom štvrťroku. Od októbra 2022 sa bude čistý nákup aktív v rámci programu APP udržiavať na úrovni 20 mld. € za mesiac až dovtedy, kým to bude potrebné na posilnenie akomodačného vplyvu našich menovopolitických sadzieb. Rada guvernérov očakáva, že čisté nákupy ukončí krátko predtým, ako začne zvyšovať kľúčové úrokové sadzby ECB.

Rada guvernérov zároveň potvrdila svoje ďalšie opatrenia na podporu mandátu ECB udržiavať cenovú stabilitu, a to úroveň kľúčových úrokových sadzieb ECB a signalizáciu budúceho nastavenia menovopolitických úrokových sadzieb. Má to zásadný význam pre zachovanie primeranej miery akomodácie na stabilizáciu inflácie na cieľovej úrovni ECB, t. j. 2 % v strednodobom horizonte.

Rada guvernérov bude aj naďalej pozorovať podmienky financovania bánk a zabezpečovať, aby splácanie operácií v rámci tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO III) nebránilo plynulej transmisii jej menovej politiky. Zároveň bude pravidelne posudzovať úlohu cielených úverových operácií v nastavení jej menovej politiky. Ako už Rada guvernérov oznámila, očakáva, že zvýhodnené podmienky operácií TLTRO III prestanú platiť v júni tohto roka. Posúdi tiež primeranú kalibráciu dvojstupňového systému úročenia rezerv, aby politika zápornej úrokovej sadzby neobmedzila sprostredkovateľskú kapacitu bánk v prostredí značného prebytku likvidity.

Rada guvernérov je pripravená všetky svoje nástroje podľa potreby jedným alebo druhým smerom upraviť, aby zabezpečila stabilizáciu inflácie na cieľovej úrovni ECB, t. j. 2 % v strednodobom horizonte.

Z makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z decembra 2021 vyplýva, že svetové hospodárstvo sa naďalej oživuje, hoci prekážky súvisiace s výpadkami v dodávkach a vysokými cenami komodít, ako aj objavenie sa nového variantu koronavírusu (COVID-19) omikron nepriaznivo ovplyvňujú krátkodobé vyhliadky rastu. Z aktuálnych prieskumov hospodárskej aktivity je zrejmé, že tempo rastu zostalo na začiatku posledného štvrťroka 2021 nevýrazné, najmä vo výrobnom sektore pre výpadky v dodávkach, zatiaľ čo sektor služieb profitoval z opätovného otvárania veľkých ekonomík. V porovnaní s predchádzajúcimi projekciami sa výhľad rastu svetového hospodárstva na rok 2021 revidoval nadol, na rok 2022 zostal nezmenený a na rok 2023 sa upravil nahor. Rast globálneho reálneho HDP (bez eurozóny) by mal v roku 2021 narásť na 6,0 % a následne sa spomaliť na 4,5 % v roku 2022, na 3,9 % v roku 2023 a na 3,7 % v roku 2024. Zahraničný dopyt eurozóny by sa mal v roku 2021 zvýšiť o 8,9 %, v roku 2022 o 4,0 %, v roku 2023 o 4,3 % a v roku 2024 o 3,9 %. Na roky 2021 a 2022 sa teda v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami upravil nadol. Tento predpokladaný vývoj odráža najmä nepriaznivý vplyv pretrvávajúcich výpadkov v dodávkach na celosvetový dovoz. Očakáva sa, že tieto výpadky sa začnú zmierňovať od druhého štvrťroka 2022 a do roka 2023 by mali byť úplne odstránené. Vývozné ceny konkurentov eurozóny boli na roky 2021 a 2022 upravené nahor v dôsledku spolupôsobenia vyšších cien komodít, výpadkov na strane ponuky a oživujúceho sa dopytu. Kľúčovým rizikom ovplyvňujúcim základné projekcie vývoja svetového hospodárstva zostáva budúci priebeh pandémie. Ostatné riziká poukazujú na zhoršenie výhľadu rastu, kým vplyv rizík na celosvetovú infláciu je neistý.

Globálna hospodárska aktivita a obchod

Oživenie globálnej hospodárskej aktivity a obchodu bolo v roku 2021 menej plynulé, ako sa pôvodne očakávalo. Vývoj pandémie napriek absencii prísnych opatrení proti šíreniu nákazy narušil spotrebiteľskú dôveru. Aktuálne objavenie sa variantu omikron predstavuje hrozbu zintenzívnenia pandémie v celosvetovom meradle a posilňuje neistotu súvisiacu s jej budúcim vývojom. Na aktivitu a obchod zároveň nepriaznivo vplývali iné faktory, čo vyvolalo tlak na rast cien. Napätie v globálnych produkčných sieťach sa v priebehu roka 2021 zintenzívnilo a prejavilo sa najmä vo veľkých vyspelých ekonomikách a vo výrobnom sektore (najmä v automobilovom priemysle). Tempo oživenia brzdili aj otrasy na čínskom trhu s rezidenčnými nehnuteľnosťami a sprísnenie menovej politiky v niektorých rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách. Rastúce ceny komodít navyše viedli k zväčšovaniu inflačných tlakov na celom svete. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2021 bol rast reálneho HDP v treťom štvrťroku sklamaním v mnohých krajinách vrátane Spojených štátov, Číny a Spojeného kráľovstva. Globálny obraz dokresľuje vývoj v Indii, kde prudký nárast prípadov nákazy koronavírusom v druhom štvrťroku minulého roka viedol k veľkej kontrakcii hospodárskej aktivity, no v treťom štvrťroku nastalo opätovné oživenie – na rozdiel od viacerých iných ekonomik, ktoré v tom čase čelili novému prudkému

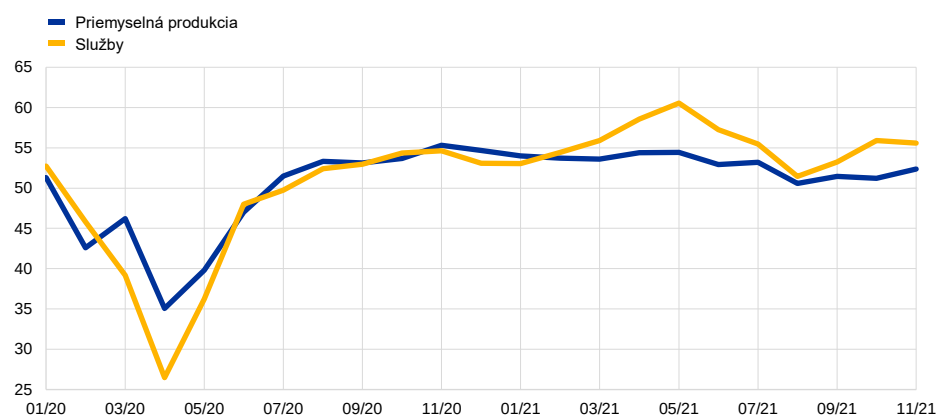
šíreniu nákazy. Samotný rozsah poklesu a následného oživenia aktivity v Indii mal za následok zrýchlenie rastu globálneho reálneho HDP (bez eurozóny) v treťom a štvrtom štvrťroku, ktoré však nebolo podporené vývojom v iných veľkých ekonomikách.

Ukazovatele z prieskumov potvrdzujú slabú hospodársku aktivitu aj v poslednom štvrťroku 2021 v dôsledku pretrvávajúcich výpadkov na strane ponuky. Celosvetová priemyselná produkcia sa v auguste v dôsledku nedostatku čipov spomalila, pričom ju výrazne brzdil automobilový priemysel. Globálny kompozitný index nákupných manažérov (PMI) pre výrobu za november potvrdzuje slabú dynamiku vo výrobnom sektore, zatiaľ čo sektor služieb zostal porovnateľne silnejší vďaka postupnému opätovnému otváraniu veľkých ekonomík. Podľa najnovších údajov indexu PMI došlo na začiatku posledného štvrťroka k dvojrychlostnému zotavovaniu v sektoroch (graf 1).

Graf 1

Globálny PMI pre výrobu (bez eurozóny) podľa sektorov

(difúzný index)



Zdroj: Markit a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z novembra 2021.

Globálne finančné podmienky boli stabilné, kým správy o variante omikron nevyvolali odpredaj rizikových aktív a zvýšenie volatility. Finančné podmienky, z ktorých vychádzali decembrové makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu, zostali v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami akomodatívne a vo všeobecnosti stabilné. Táto stabilita bola odrazom pokračujúceho rastu cien akcií podporeného vysokými výnosmi, ktoré boli vo všeobecnosti kompenzované silnejúcimi očakávaniami prísnejšej menovej politiky v kontexte stúpajúcej inflácie, ako aj opätovným nárastom prípadov infekcie koronavírusu v Európe. Po novembrovom oznámení Federálneho výboru pre operácie na voľnom trhu (FOMC) začali finančné trhy rátať s očakávaniami rýchlejšieho obmedzenia nákupu aktív a skoršieho a razantnejšieho sprísnenia menovej politiky, ktoré naznačovala krivka budúcich sadzieb federálnych fondov. Obavy súvisiace s firmou Evergrande, developerom v oblasti nehnuteľností v Číne, sa vo veľkej miere obmedzili na miestne finančné trhy. Spready štátnych a podnikových dlhopisov v iných rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách zostali vo všeobecnosti stabilné. Správy o variante omikron, ktoré sa objavili po uzávierke decembrových projekcií, vyvolali odpredaj rizikových

aktív s následným sprísnením finančných podmienok vo vyspelých aj rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách. Odvtedy svetové akciové trhy vykompenzovali časť svojich predchádzajúcich strát a vzostupný trend krivky futures federálnych fondov pokračoval.

Krátkodobý výhľad globálnej hospodárskej aktivity a obchodu bude ovplyvnený vývojom pandémie a tempom odstraňovania výpadkov v dodávkach.

Priebeh pandémie sa v niektorých regiónoch, najmä v Európe, zhoršil, v iných sa naopak zlepšuje. Opätovné zavádzanie opatrení proti šíreniu nákazy by mohlo zásadne zhoršiť krátkodobý globálny výhľad a zväčšiť rozdiely v raste v jednotlivých krajinách. Celosvetový obchod s tovarom naďalej brzdia výpadky v dodávkach, kým globálny dopyt po tovare zostáva silný.¹ Odráža sa to napríklad v objemoch výroby a dopravy polovodičov, ktoré výrazne prevyšujú predpandemický trend. Tlaky v globálnych produkčných sieťach by sa mohli ešte zväčšiť, ak v niektorých odvetviach dôjde k preventívnemu hromadeniu medziproduktov, keď si firmy budú vytvárať rezervy pre prípad možného nedostatku.

Rast globálneho reálneho HDP (okrem eurozóny) sa v roku 2021 odhaduje na 6,0 % a v horizonte projekcie sa predpokladá jeho postupné spomaľovanie.

Je to o 0,3 percentuálneho bodu menej, ako sa predpokladalo v septembrových makroekonomických projekciách odborníkov ECB. Horšia aktivita je dôsledkom opätovného šírenia infekcie koronavírusu, škodlivých výpadkov v dodávkach a slabšieho rastu v Číne. Predpokladá sa, že výpadky v dodávkach budú vo vyspelých ekonomikách spomaľovať aktivitu aj v roku 2022, hoci v menšej miere ako obchod, keďže spotrebitelia môžu nedostupné zahraničné produkty nahradiť domácimi. Okrem toho sa očakáva, že postupné preorientovanie spotrebiteľského dopytu z tovaru opäť na služby zmierni vplyv dodávateľských výpadkov na spotrebu tovaru. Rast globálneho reálneho HDP (bez eurozóny) by mal v roku 2022 dosiahnuť 4,5 % a následne sa v rokoch 2023 a 2024 spomaliť na 3,9 % a 3,7 %. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2021 zostáva rast na rok 2022 nezmenený a na rok 2023 bol upravený mierne nahor (o 0,2 percentuálneho bodu). Hoci globálny reálny HDP (bez eurozóny) koncom roka 2020 prekročil svoju predpandemickú úroveň, predpokladá sa, že v horizonte projekcií zostane mierne pod touto úrovňou. Kým vývoj vo vyspelých ekonomikách a Číne sa vrátil na predkrízové hodnoty, oživenie v ostatných rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách stále zaostáva a bude spomaľovať globálnu hospodársku aktivitu aj v budúcnosti.

V Spojených štátoch sa po nevýraznom raste v treťom štvrtroku, tlmenom opätovným šírením infekcie koronavírusu, hospodárska aktivita opäť obnovuje. Údaje o aktivite za október ukazujú na jej celkové oživenie, čo sa spája s očakávaním silného krátkodobého rastu. Od apríla sa spotrebiteľský dopyt preorientoval na služby, z tovarov dlhodobej spotreby, ktorých sa v dôsledku silného dopytu taktiež dotkli výpadky v dodávkach. V posledných týždňoch klesli čakacie lehoty a náklady na dopravu medzi Čínou a Spojenými štátmi. Objem zásob tovaru dlhodobej spotreby však zostáva pod predpandemickou úrovňou, čo by po úplnom

¹ Viac v boxe 1 s názvom Výpadky v dodávateľských reťazcoch a ich vplyv na svetové hospodárstvo (v tomto vydaní Ekonomického bulletinu).

odstránení súčasných výpadkov malo podporiť rast. Celková ročná inflácia indexu spotrebiteľských cien (CPI) sa v novembri zvýšila na 6,8 %. Rast cien energií sa zrýchľoval, medziročne o 33 %, zatiaľ čo ročná miera inflácie cien potravín sa zvýšila na 6,1 %. Ročná miera jadrovej inflácie (bez cien potravín a energií) v novembri stúpila na 4,9 % z októbrových 4,6 %. Tlaky na ceny boli viditeľnejšie v prípade tovarov, čo súviselo s pretrvávajúcimi výpadkami v dodávateľských reťazcoch, kým pri službách zostali vo všeobecnosti miernejšie. Celkovo sa očakáva, že inflačné tlaky budú v nadchádzajúcich mesiacoch stále vysoké, pričom ročná miera celkovej inflácie CPI by podľa prognózy mala od začiatku roka 2022 začať postupne klesať zo súčasnej zvýšenej úrovne. Tlaky na mzdy priebežne narastajú, ako to naznačuje index nákladov na zamestnanosť, ktorý sa v treťom štvrťroku medziročne zvýšil takmer o 4 %. Tento rast bol v porovnaní s výsledkami zo začiatku roka podstatne silnejší a plošnejší naprieč všetkými sektormi.

V Číne sa hospodárska aktivita prudko spomalila v dôsledku výpadkov energií, otrasov v sektore nehnuteľností na bývanie a nových vln pandémie

koronavírusu. Prieskumy spotrebiteľskej dôvery poukázali na zmiešané signály týkajúce sa súkromnej spotreby, kým výrobu a investície pravdepodobne brzdia výpadky v dodávkach. Dopyt po energiách je stále zvýšený, objavujú sa však náznaky zmiernenia tlaku, aj vďaka politike na podporu väčších dodávok uhlia a použitiu štátnych zásob v snahe znížiť domáce ceny ropy a zaistiť energetickú bezpečnosť. Turbulencie v sektore nehnuteľností na bývanie pokračovali, keď ratingová agentúra vyhlásila realitného developera Evergrande za firmu v „čiastočnom zlyhaní“. Toto zlyhanie sa vo všeobecnosti očakávalo a nasledovalo po zlyhaní menších firiem. Spoločnosť Evergrande už vstúpila do riadeného reštrukturalizačného procesu, pričom zástupcovia vlády sa stali členmi výboru pre riadenie rizík s cieľom získať dohľad nad firmou, usmerňovať jej operácie a reštrukturalizovať jej dlhy. Štátne orgány poskytli tiež politickú podporu, keď Čínska ľudová banka v decembri znížila sadzby povinných minimálnych rezerv pre banky a ústredná vláda signalizovala podporné kroky pre sektor nehnuteľností. Tieto politické opatrenia majú za cieľ riadiť spomalenie a predísť prudšej kontrakcii v rezidenčnom sektore aj v širšej ekonomike. Celková medziročná miera inflácie CPI sa v novembri zvýšila na 2,3 % z októbrových 1,5 %, najmä v dôsledku bazických efektov, vyšších cien palív či rastúcich cien potravín v dôsledku horšej úrody pre nepriaznivé počasie.

V Japonsku sa ekonomika v treťom štvrťroku spomalila, keď čelila výpadkom v dodávkach a opätovnému zvýšenému šíreniu infekcie koronavírusu.

Hospodárska aktivita by sa mala oživiť v poslednom štvrťroku 2021, v reakcii na postupné uvoľňovanie opatrení proti šíreniu nákazy, napredovanie vo vakcinácii a pokračujúcu politickú podporu. Tieto faktory by mali podporiť aj stabilnejšie oživenie začiatkom roka 2022. Predpokladá sa, že ročná miera inflácie CPI sa počas horizontu projekcií vráti do kladného pásma a bude ďalej rásť, zostane však pod cieľovou hodnotou centrálnej banky.

V Spojenom kráľovstve zostáva podľa údajov hospodárska aktivita po slabom výsledku v treťom štvrťroku 2021 aj naďalej tlmená. Vzájomné pôsobenie výpadkov v dodávateľských reťazcoch a nedostatku pracovnej sily v dôsledku

globálnej situácie a brexitu viedlo v treťom štvrťroku k spomaleniu rastu na 1,3 % (z 5,5 % zaznamenaných v druhom štvrťroku).² Reálnu aktivitu pri uvoľňovaní protipandemických opatrení podporovala súkromná spotreba, zatiaľ čo investície boli stále veľmi slabé. Očakáva sa, že faktory, ktoré brzdili aktivitu počas letných mesiacov, pretrvávajú aj v nadchádzajúcich mesiacoch. Hospodárska aktivita v Spojenom kráľovstve by preto mala svoju predpandemickú úroveň dosiahnuť až v prvom štvrťroku 2022, teda trochu neskôr, ako sa pôvodne očakávalo. Zamestnanosť a participácia pracovnej sily sa v posledných mesiacoch pomaly zvyšovali, výrazne však stúpala aj počet voľných pracovných miest, čo prispelo k silnému napätiu na trhu práce. Tento tlak je výsledkom nižšej ponuky pracovníkov z EÚ a stále nízkej participácie domácej pracovnej sily, ktorá nedosahuje úroveň pred pandémie. Tento nedostatok je obzvlášť výrazný v sektoroch ako ubytovanie a stravovanie, stavebníctvo a potravinárstvo. Celková inflácia CPI sa v októbri zvýšila na 4,2 % zo septembrových 3,1 %. Rast celkovej ročnej inflácie súvisel najmä s cenami energií a odrážal zvýšenie stropu cien energií pre domácnosti, t. j. regulovaných cien, ktoré sa stanovujú vždy v apríli a októbri. Zatiaľ čo základná inflácia zostáva tlmená, inflačné tlaky začali silnieť a v krátkodobom horizonte by mali pretrvať, najmä pre pokračujúce výpadky v dodávateľských reťazcoch a rastúce ceny energií. Očakáva sa, že inflácia dosiahne vrchol v apríli 2022, keď dôjde k plánovanej zmene stropu cien energií. Táto úprava bude pravdepodobne značná, keďže bude zahŕňať zvyšovanie cien energií od druhej polovice roka 2021.

V členských štátoch EÚ strednej a východnej Európy zostala aktivita v treťom štvrťroku silná, očakáva sa však jej spomalenie, v ktorom sa odrazí výrazné zhoršenie epidemiologickej situácie a pretrvávajúce výpadky v dodávkach. Narastajúce ceny energií by mali ďalej tlačiť na rast inflácie CPI, ktorá podľa projekcií dosiahne vrchol v roku 2022 a následne bude v horizonte projekcií postupne klesať.

Hospodárska aktivita veľkých vývozcov komodít závisí od schopnosti zvládať nové ohniská ochorenia COVID-19 a od dostupného politického priestoru.

V Rusku prudko rastúci počet ochorení COVID-19 viedol k prísnejším opatreniam proti šíreniu nákazy, zatiaľ čo zvyšujúci sa globálny dopyt po ropu a plyne a súvisiace priaznivé účinky obchodných podmienok by mali podporovať hospodársku aktivitu. Predpokladá sa, že ceny potravín a dopytové tlaky udržia infláciu v blízkej budúcnosti na vysokej úrovni, v strednodobom horizonte by sa však mala vrátiť na cieľové hodnoty centrálnej banky. V Brazílii je hospodárska aktivita obmedzená prísnejším nastavením menovej politiky a obmedzeným fiškálnym priestorom. Inflácia CPI, ktorá naďalej rastie a nedávno dosiahla dvojciferné hodnoty, by sa mala v horizonte projekcií znížiť.

Hospodárska aktivita v Turecku sa v dôsledku oslabenia domáceho dopytu spomalila. Hlavnou hnacou silou rastu v roku 2021 bolo priaznivé vonkajšie prostredie. Inflácia sa zvýšila a počas obdobia prognózy zostane pravdepodobne na dvojcifernej úrovni v dôsledku príliš expanzívnej menovej politiky. Viedlo to

² Viac v boxe 2 s názvom Trh práce v Spojených štátoch a v Spojenom kráľovstve v čase oživenia po pandémie COVID19 (v tomto vydaní Ekonomického bulletinu).

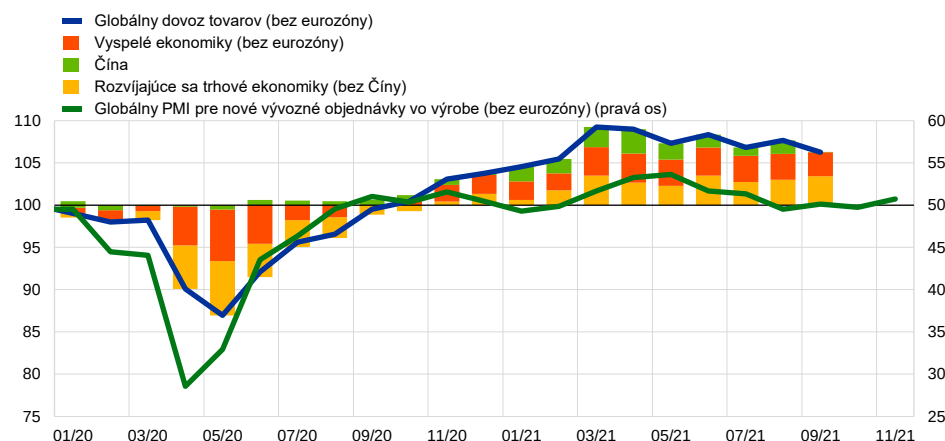
k oslabeniu výmenného kurzu líry, ktorý aj napriek intervenciám centrálnej banky klesol voči americkému doláru na rekordne nízku úroveň.

Rast globálneho obchodu (bez eurozóny) sa v roku 2021 spomalil v reakcii na zintenzívnenie výpadkov v dodávkach. Výrazné oživenie svetového obchodu, ku ktorému došlo po opätovnom otvorení ekonomiky v polovici roka 2020, sa v roku 2021 začalo spomaľovať. Svetový obchod s tovarom dosiahol vrchol v marci. Odvtedy sa postupne spomaľuje, zostal však výrazne nad predpandemickou úrovňou (graf 2). Prichádzajúce údaje o globálnom obchode s tovarom (bez eurozóny) v treťom štvrťroku poukazujú na riziká zhoršenia odhadov svetového obchodu, najmä v dôsledku pretrvávajúcich výpadkov v dodávkach, ktoré sa prejavujú predlžovaním dodacích lehôt dodávateľov. Navyše, nedostatky v sektore logistiky ovplyvňujú viac obchod ako priemyselnú produkciu, keďže orientácia na domáci tovar a dodávateľov pomáha zmierniť nepriaznivý vplyv na priemyselnú produkciu. Dôsledky znižujúceho sa objemu obchodu s tovarom na svetový obchod do určitej miery zmiernuje rast obchodu so službami, ktorý po uvoľnení medzinárodných cestovných obmedzení začal naberať na dynamike.

Graf 2

Globálny dovoz tovarov a nové vývozné objednávky (bez eurozóny)

(ľavá os: index, december 2019 = 100; 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 2021 a o globálnom dovoze tovarov zo septembra 2021.

Napätie v globálnych produkčných sieťach, ktoré sa tiež označuje ako výpadky v dodávkach, je mnohostranným javom.

Odráža kombináciu nerovnováh medzi dopytom a ponukou vedúcich k nedostatku medziproduktov, ktorý je obzvlášť citelný vo veľkých vyspelých ekonomikách a vo výrobnom sektore (najmä v automobilovom priemysle).³ V makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu z decembra 2021 sa očakáva, že výpadky v dodávkach ovplyvnia väčší počet krajín a sektorov, ako sa predpokladalo v predchádzajúcich projekciách. Podľa údajov z prieskumov sa tieto prekážky v posledných mesiacoch ešte viac

³ Viac v boxe 1 s názvom Výpadky v dodávateľských reťazcoch a ich vplyv na svetové hospodárstvo (v tomto vydaní Ekonomického bulletinu).

zintenzívni. Od druhého štvrťroka 2022 sa predpokladá ich zmierňovanie a do roku 2023 by sa mali úplne odstrániť.

Tieto faktory nepriaznivo ovplyvňujú zahraničný dopyt eurozóny, pričom jeho vývoj na roky 2021 a 2022 sa v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami upravil nadol. Očakáva sa, že odstránenie výpadkov v dodávkach povedie k mierne vyššiemu zahraničnému dopytu eurozóny v posledných rokoch obdobia projekcie. Zahraničný dopyt eurozóny by mal v roku 2021 narásť na 8,9 % a následne sa bude pohybovať na úrovni 4,0 % v roku 2022, 4,3 % v roku 2023 a 3,9 % v roku 2024. Očakáva sa, že zahraničný dopyt eurozóny zostane najprv pod úrovňou septembrových makroekonomických projekcií odborníkov ECB, následne sa do konca horizontu projekcií bude postupne približovať pôvodne prognózovanej úrovni. Predpokladaný vývoj globálneho dovozu (bez eurozóny) má podobný trend ako zahraničný dopyt eurozóny: odhaduje sa, že v roku 2021 sa zvýši o 11,1 %, v roku 2022 o 3,9 %, v roku 2023 o 4,4 % a v roku 2024 o 4,0 %.

Riziká základných projekcií sa spájajú hlavne s vývojom pandémie. Základné projekcie vývoja globálnej ekonomiky sú doplnené dvomi alternatívnymi scenármi priebehu pandémie – miernym a závažným. Kľúčovými parametrami v týchto scenároch sú vývoj pandémie, súvisiace opatrenia proti šíreniu nákazy a zavádzanie vakcín. V prípade závažného scenára sa predpokladá, že v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách sú prvé dva parametre nepriaznivejšie a zavádzanie vakcín pomalšie ako vo vyspelých ekonomikách.⁴ Výsledky globálnej aktivity a zahraničného dopytu eurozóny podľa týchto dvoch alternatívnych pandemických scenárov sú vo všeobecnosti porovnateľné s výsledkami makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2021. Objavenie sa variantu omikron pravdepodobne spôsobí väčšiu volatilitu globálneho rastu, v tejto fáze je však jeho presnejší dosah veľmi neistý.

Ostatné riziká súvisiace s globálnym výhľadom rastu (bez eurozóny) môžu viesť k jeho zhoršeniu. Skoršie a rýchlejšie sprísnenie menovej politiky vo veľkých vyspelých ekonomikách sa môže preniesť do finančných podmienok v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách, čo by mohlo predstavovať riziko spomalenia rastu. V Číne by sa väčšie ako očakávané spomalenie v sektore nehnuteľností mohlo spájať s rizikom zhoršenia výhľadu globálnej aktivity. Riziká zvyšujúce rast zahŕňajú možnosť, že americký fiškálny balík bude mať väčší multiplikačný fiškálny účinok, ako sa predpokladá, a že nadmerný objem nahromadených úspor vo vyspelých ekonomikách sa uvoľní rýchlejšie, než sa očakávalo.

Vývoj globálnych cien

Vysoké ceny energií zostávajú výzvou pre svetové hospodárstvo. Ceny energií sa od septembrových makroekonomických projekcií odborníkov ECB zvýšili, pričom v raste cien ropy sa odráža tak oživenie dopytu, ako aj vývoj na strane ponuky. Dopyt po ropy začal znova rásť, keď viaceré krajiny otvorili svoje ekonomiky

⁴ Ďalšie podrobnosti sú v boxe 5 [Makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, december 2021](#), zverejnených 16. decembra 2021 na internetovej stránke ECB.

a hranice pre medzinárodnú dopravu, čo viedlo k zvýšeniu úrovne mobility. Dopyt po ropy bol podporený aj prudkým zvýšením cien plynu, ktoré viedlo k využívaniu náhradných zdrojov energie vrátane ropy. K vyšším cenám ropy prispeli aj faktory na strane ponuky, keď združenie OPEC+ nesplnilo svoje produkčné ciele a hurikán Ida spôsobil rozsiahle výpadky v dodávkach v Spojených štátoch. Koncom novembra sa rast cien energií mierne spomalil vzhľadom na prudký pokles cien ropy vyvolaný šírením variantu omikron. Tento pokles odrážal obavy, že by opätovný nárast prípadov ochorenia COVID-19 mohol nepriaznivo ovplyvniť globálny dopyt po ropy. Ceny neenergetických komodít sa počas sledovaného obdobia znížili. Dôvodom bol pokles cien komodít z kovov spôsobený výrazným znížením cien železnej rudy, ktorý čiastočne odrážal klesajúci dopyt po oceli z Číny. Naopak, ceny potravinových komodít sa v dôsledku nedostatku na trhoch s kávou a pšenicom zvýšili.

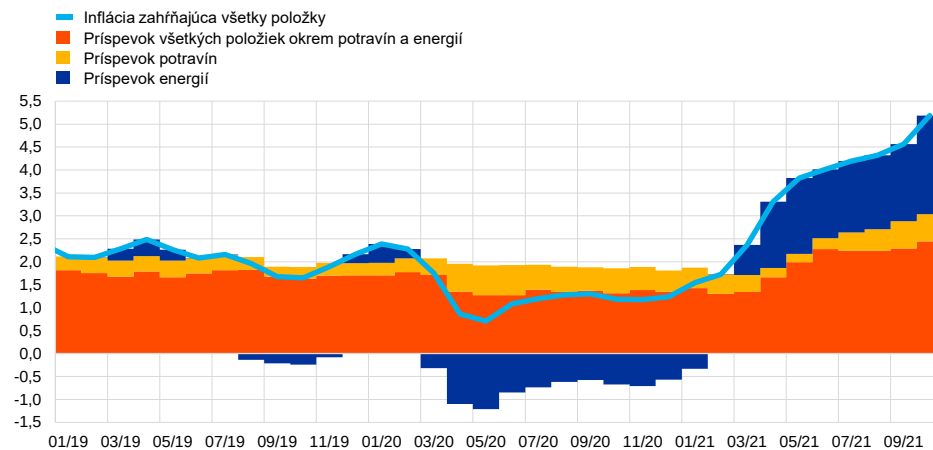
Prichádzajúce údaje poukazujú na pokračujúce inflačné tlaky. Tlaky v globálnych logistických a produkčných sieťach, ako aj napätie na trhu práce v kľúčových vyspelých ekonomikách poukazujú na pokračujúce šírenie cenových tlakov, čo signalizujú aj rastúce ceny svetových výrobcov.⁵ Inflácia indexu spotrebiteľských cien (CPI) vo vyspelých ekonomikách zostala v posledných dvoch dekádach zvýšená a výrazne prekročila historický priemer. Inflácia CPI sa zvýšila aj v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách, no jej vývoj je rôznorodejší a v priemere menej výrazný. Vplyv pozitívnych bazických efektov zo zníženia cien počas vrcholu lockdownu v roku 2020 bol významný vo vyspelých ekonomikách, čo dokazuje rozdiel v miere inflácie vypočítanej za 12 a 24 mesiacov. V prípade rozvíjajúcich sa trhov ekonomík sa tieto účinky zdajú byť menej výrazné. Očakáva sa, že rast globálnej inflácie CPI bude trvalejší, ako sa pôvodne predpokladalo, a bude sa zmierňovať postupne až v priebehu roka 2022. V členských štátoch Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) sa celková ročná inflácia CPI v októbri zvýšila na 5,2 % zo septembrových 4,6 % (graf 3). Tento prudký rast bol spôsobený výrazným nárastom inflácie cien energií na najvyššiu úroveň za posledné štyri dekády (24,2 %), pričom tu určitú úlohu stále zohráva efekt bazického roka. V októbri sa zvýšila aj jadrová inflácia CPI krajín OECD na 3,5 %, z 3,2 % zaznamenaných v predchádzajúcom mesiaci.

⁵ Viac v boxe 2 s názvom Trh práce v Spojených štátoch a v Spojenom kráľovstve v čase oživenia po pandémie COVID-19 (v tomto vydaní Ekonomického bulletinu).

Graf 3

Inflácia spotrebiteľských cien v OECD

(medziročná percentuálna zmena; príspevky v p. b.)



Zdroj: OECD a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z októbra 2021.

Očakáva sa, že inflačné tlaky zostanú zvýšené až do polovice roka 2022

a potom sa s odzníevaním podkladových faktorov budú uvoľňovať. Hoci faktory podporujúce inflačné tlaky ako výpadky v dodávkach a nedostatok pracovnej sily sa ukazujú byť menej prechodnými, než sa predpokladalo v makroekonomických projekciách odborníkov ECB zo septembra 2021, predpokladá sa, že od polovice roka 2022 začnú slabnúť. V horizonte projekcií sa očakávaný globálny rast celkovej inflácie odrazí vo vyšších vývozných cenách konkurentov eurozóny. Toto zvýšenie možno do veľkej miery vysvetliť rastúcimi svetovými cenami komodít, ktoré čiastočne odzrkadľujú bázické efekty pandemického šoku z jari 2020.

Počas sledovaného obdobia (od 9. septembra do 15. decembra 2021) boli finančné trhy v eurozóne ovplyvnené najmä zmenami vo výhľade inflácie a obnovenou neistotou spojenou s ďalšími hospodárskymi dôsledkami súvisiacimi s koronavírusom (COVID-19). Konkrétne informácie o novom variante omikron vyvolali značnú volatilitu v rámci tohto obdobia, ale ich silný počiatočný vplyv, najmä na rizikové aktíva, zaznamenal ku koncu sledovaného obdobia čiastočný obrát. Krátky koniec forwardovej krivky referenčnej krátkodobej eurovej sadzby (€STR) sa do konca októbra posunul výrazne nahor a potom mierne klesol, čo celkovo signalizuje výrazné preceňovanie účastníkmi trhu v očakávaní skoršieho zvýšenia sadzieb v porovnaní so začiatkom sledovaného obdobia. V súlade s krátkodobými sadzbami sa aj dlhodobé bezrizikové sadzby jednoduchých indexových swapov (OIS) vyvíjali cikcakovito, pričom celkovo mierne rástli. Spready štátnych dlhopisov sa voči sadzbe jednoduchých indexových swapov v niektorých jurisdikciách mierne rozšírili, kým v iných sa zas mierne zúžili, v súvislosti s volatilitou v rámci tohto obdobia. Akciové trhy na celom svete až do konca novembra rástli vďaka obdobiu vysokých ziskov, ale potom zaznamenali najhorší pokles za viac ako rok v dôsledku prudkého zhoršenia vo vnímaní rizika. Spready podnikových dlhopisov sa v eurozóne v sledovanom období mierne rozšírili, ale celkovo zostali v podstate nezmenené. Euro sa oslabilo voči väčšine hlavných mien.

Referenčná sadzba €STR dosahovala počas sledovaného obdobia v priemere –57 bazických bodov. Nadbytočná likvidita sa zvýšila o približne 26 mld. € na približne 4 430 mld. €, odrážajúc najmä nákupy aktív v rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív (PEPP) a programu nákupu aktív (APP), ako aj využitie deviatej operácie tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III) vo výške 97,57 mld. €. Rast nadbytočnej likvidity bol zároveň výrazne obmedzený predčasným splatením finančných prostriedkov požičaných v rámci predchádzajúcich operácií TLTRO III vo výške 79,24 mld. € a čistým poklesom ostatných aktív v sledovanom období o približne 246 mld. €. Tento čistý pokles ostatných aktív bol spôsobený najmä nárastom záväzkov Eurosystemu voči nerezidentom eurozóny denominovaných v eurách o približne 201 mld. € počas sledovaného obdobia.

Krátky koniec forwardovej krivky €STR sa posunul výrazne nahor v porovnaní so septembrovým zasadnutím Rady guvernérov, čo naznačuje výrazné precenenie očakávaní zvyšovania sadzieb účastníkmi trhu (graf 4).⁶ Krátky koniec forwardovej krivky €STR sa počas prvej polovice sledovaného obdobia posunul nahor v prostredí rastúcich trhových ukazovateľov kompenzácie za infláciu a výraznejších očakávaní sprísnenia menovej politiky na globálnej úrovni. V druhej polovici sledovaného obdobia sa krivka posunula smerom nadol v dôsledku menovopolitického oznámenia po októbrovom zasadnutí Rady guvernérov

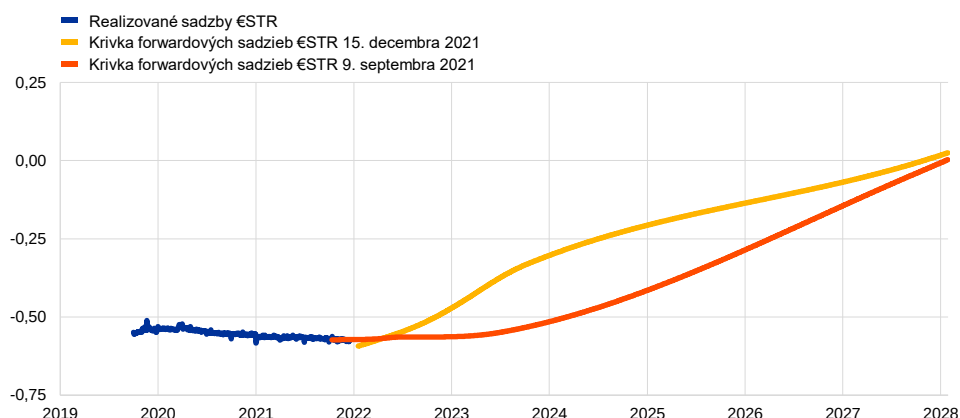
⁶ Odtiaľ sa namiesto forwardovej krivky jednoduchých indexových swapov EONIA bude vykazovať forwardová krivka jednoduchých indexových swapov €STR. K zmene dochádza preto, lebo EONIA sa 3. januára 2022 prestala používať, keďže už nebola v súlade s nariadeniami o referenčných sadzbách. Obe forwardové krivky jednoduchých indexových swapov sú mechanicky prepojené, keďže od 2. októbra 2019 sa EONIA vypočítava ako €STR plus fixné rozpätie 8,5 bazického bodu. Viac v boxe s názvom [Goodbye EONIA, welcome €STR!](#), *Economic Bulletin* Issue 7, ECB, 2019.

a v súvislosti so stupňujúcimi sa obavami súvisiacimi s koronavírusom. Celkovo sa trhom predpokladaný dátum zvýšenia úrokových sadzieb – definovaný ako čas, keď forwardová krivka €STR prekročí súčasnú úroveň €STR plus 10 bázických bodov – posunul približne o rok dopredu, na koniec decembra 2022. Očakávaný vývoj sadzieb a načasovanie ich zvýšenia však sprevádzala vysoká úroveň neistoty, čo sa prejavilo vo zvýšenej volatilitě na peňažných trhoch.

Graf 4

Forwardové sadzby €STR

(v % za rok)



Zdroj: Bloomberg a výpočty ECB.

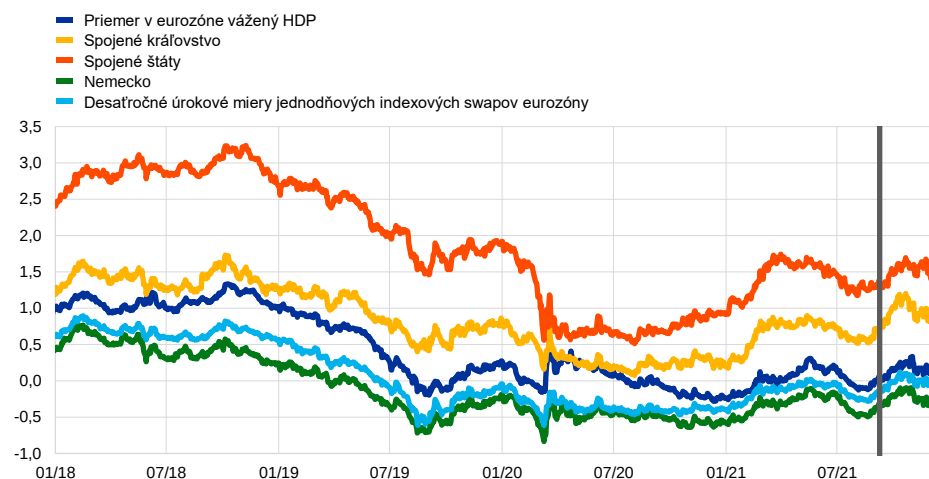
Dlhodobé priemerné výnosy štátnych dlhopisov eurozóny naďalej tesne kopírovali bezrizikové sadzby a na konci sledovaného obdobia boli o niečo vyššie v prostredí určitej volatility v rámci tohto obdobia (graf 5).

V súvislosti so zlepšujúcimi sa strednodobými ekonomickými vyhlídkami na globálnej úrovni sa výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov v eurozóne od začiatku septembra do konca októbra zvýšili. Následne však klesli v nadväznosti na oznámenie centrálnej banky, pričom odrážali vnímané riziká zhoršenia hospodárskeho výhľadu v dôsledku obáv z vplyvu nových obmedzení súvisiacich s koronavírusom, ktoré podporili najmä správy o variante omikron. Celkovo sa tak výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP, ako aj desaťročná bezriziková sadzba jednoduchých indexových swapov založená na €STR zvýšili o takmer 10 bázických bodov na 0,06 % a -0,07 %. K dosť podobnému vývoju došlo v Spojených štátoch, kde výnosy desaťročných štátnych dlhopisov spočiatku rástli, no potom sa tento trend čiastočne obrátil a na konci sledovaného obdobia boli vyššie o 16 bázických bodov a dosiahli úroveň 1,46 %.

Graf 5

Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov a sadzba jednoduchých indexových swapov založená na €STR

(v % za rok)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

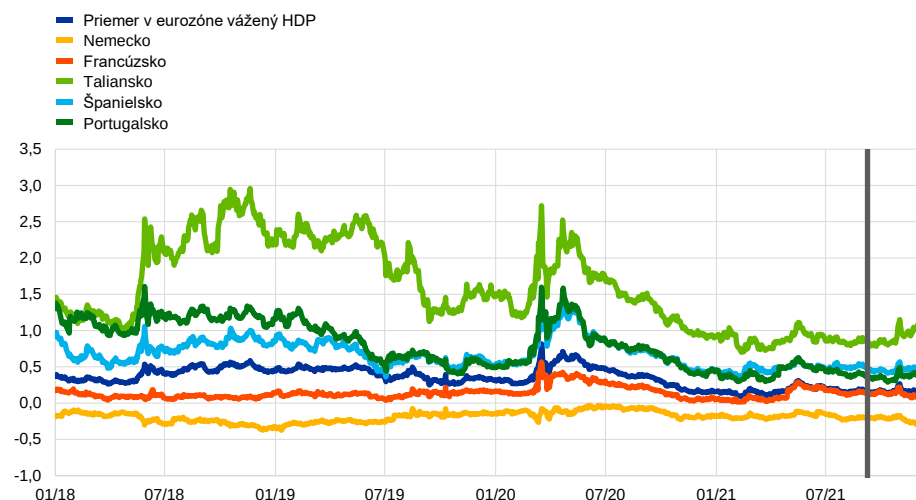
Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 9. septembra 2021. Posledné údaje sú z 15. decembra 2021.

Dlhodobé spready štátnych dlhopisov eurozóny sa v porovnaní so sadzbami jednoduchých indexových swapov v niektorých jurisdikciách rozšírili a v iných mierne zúžili v dôsledku zvýšenej neistoty (graf 6). Trhy so štátnymi dlhopismi zaznamenali v poslednom októbrovom týždni výrazné, ale dočasné zvýšenie spreadov (napr. 32 bázických bodov v Taliansku, 18 bázických bodov v Portugalsku a 14 bázických bodov v Španielsku). Od novembra sa spready dlhodobých štátnych dlhopisov v Nemecku a Francúzsku mierne zúžili, ale celkovo boli nižšie o približne 10 bázických bodov, čo bolo spôsobené vysokým dopytom po bezpečných dlhopisoch v podmienkach nízkej likvidity na trhu so štátnymi dlhopismi, pričom sa do určitej miery prejavil typický koncoročný vývoj. Spready v Portugalsku a Španielsku celkovo zostali relatívne stabilné, ale v Taliansku sa počas sledovaného obdobia zvýšili o približne 15 bázických bodov.

Graf 6

Spready medzi výnosmi desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny a sadzbou jednoduchových indexových swapov €STR

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

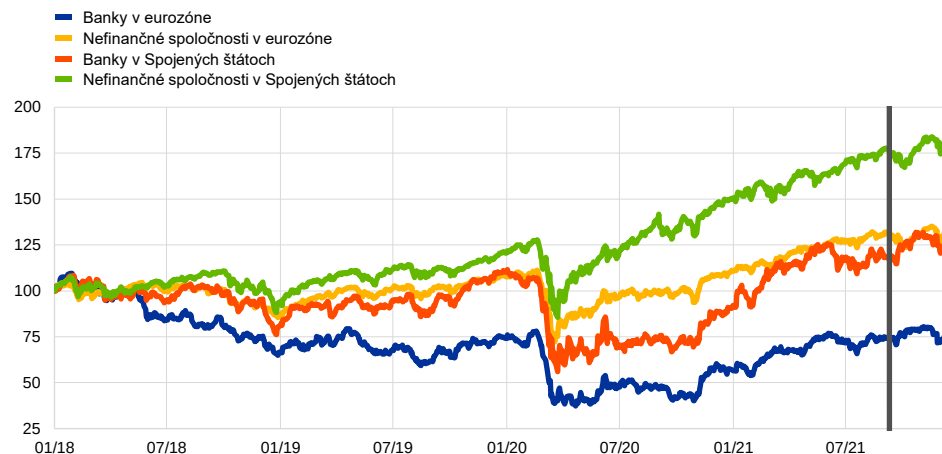
Poznámka: Tento spread sa počíta odrátaním desaťročnej sadzby jednoduchových indexových swapov €STR od výnosov desaťročných štátnych dlhopisov. Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 9. septembra 2021. Posledné údaje sú z 15. decembra 2021.

Globálne akciové trhy, podporované obdobím vysokých ziskov spoločností, pokračovali v prvej časti sledovaného obdobia v raste, no potom nasledoval prudký pokles ako reakcia na správy o nedávno objavenom variante omikron (graf 7). Očakávanie výrazného rastu ziskov počas takmer celého sledovaného obdobia podporovali celkovo pozitívny vývoj cien akcií v eurozóne, ktoré do 25. novembra vzrástli celkovo o 2 %. Neistota v súvislosti s rýchlym šírením variantu omikron a jeho vplyvom na svetovú ekonomiku však od konca novembra zastavila pokračujúci silný rast cien akcií na oboch stranách Atlantického oceánu a ceny prudko klesli, čo do veľkej miery odrážalo nárast rizikovej prémie akcií. Vplyv tohto nového, potenciálne rýchlejšie sa šíriaceho variantu koronavírusu na trh bol väčší v eurozóne ako v Spojených štátoch. Ceny akcií nefinančných spoločností v eurozóne klesli o 1,1 %, zatiaľ čo v Spojených štátoch vzrástli o 3,0 %. Ceny akcií bánk v USA zaznamenali nárast o 3 %, zatiaľ čo v eurozóne sa zvýšili len o 0,2 %.

Graf 7

Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(index: 1. január 2018 = 100)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 9. septembra 2021. Posledné údaje sú z 15. decembra 2021.

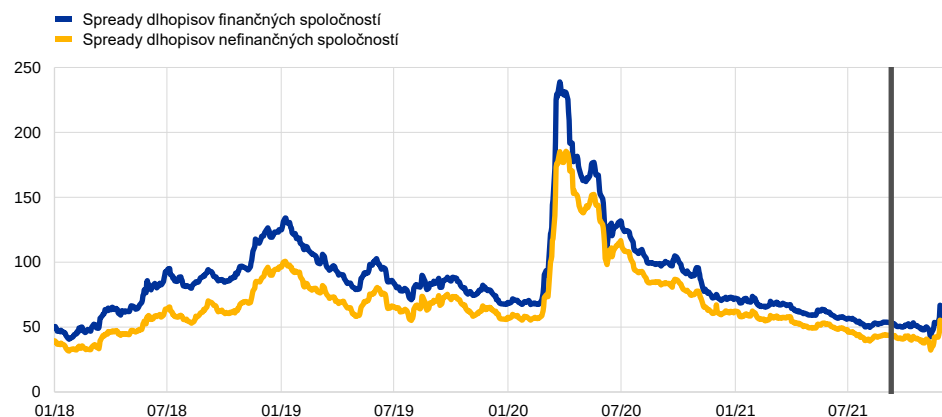
Odzrkadľujúci vývoj cien akcií, aj spready podnikových dlhopisov v eurozóne sa v reakcii na správy o variante omikron mierne rozšírili a následne vykazovali určitú volatilitu (graf 8). Spready dlhopisov nefinančných spoločností s ratingom investičného stupňa a spready dlhopisov finančného sektora (voči

bezrizikovým úrokovým sadzbám) zostali počas celého sledovaného obdobia v podstate nezmenené. Z dlhodobejšieho hľadiska možno pokračujúci klesajúci trend v uplynulých mesiacoch do značnej miery pripísať nadmerným prémieam za dlhopisy, t. j. zložke spreadov podnikových dlhopisov eurozóny, ktorá nie je vysvetlená ekonomickými a úverovými faktormi ani faktormi súvisiacimi s neistotou.

Graf 8

Spready podnikových dlhopisov eurozóny

(v bázičných bodoch)



Zdroj: Indexy Markit iBoxx a výpočty ECB.

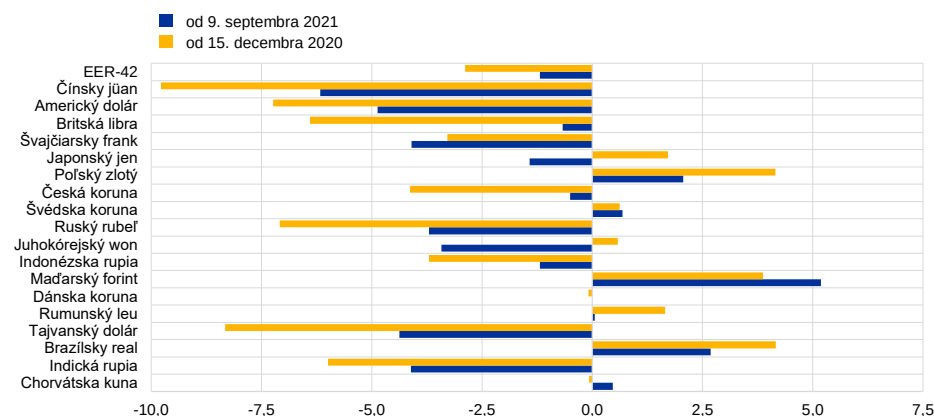
Poznámka: Spready predstavujú rozdiel medzi úrokovými mierami swapov na aktíva a bezrizikovými úrokovými mierami. Indexy zahŕňajú dlhopisy s rôznymi splatnosťami (najmenej však jeden rok do splatnosti) s ratingom investičného stupňa. Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 9. septembra 2021. Posledné údaje sú z 15. decembra 2021.

Na devízových trhoch sa euro vážené zahraničným obchodom oslabilo (graf 9), odzrkadľujúc rozsiahle oslabenie, najmä voči americkému doláru i voči väčšine ostatných hlavných mien. Nominálny efektívny výmenný kurz eura meraný voči menám 42 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny sa v sledovanom období oslabil o 1,2 %. Euro sa výrazne oslabilo voči americkému doláru (o 4,9 %), odrážajúc zväčšovanie rozdielu v očakávaniach vývoja krátkodobých úrokových sadzieb v eurozóne a Spojených štátoch, čo bolo dôsledkom rýchlejšieho oživenia hospodárskej aktivity a vyššej inflácie v Spojených štátoch a tiež vývojom americkej menovej politiky. Euro sa oslabilo aj voči ostatným významným menám vrátane čínskeho jüanu (o 6,2 %), švajčiarskeho franku (o 4,1 %), japonského jenu (o 1,4 %) a britskej libry (o 0,7 %). Počas rovnakého obdobia sa euro posilnilo voči menám niektorých členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny vrátane maďarského forintu (o 5,2 %) a poľského zlotého (o 2,1 %).

Graf 9

Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám

(percentuálne zmeny)



Zdroj: ECB.

Poznámka: EER-42 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 42 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny. Kladná (záporná) zmena znamená zhodnotenie (oslabenie) eura. Všetky zmeny sú vypočítané použitím výmenných kurzov z 15. decembra 2021.

Oživenie v eurozóne pokračovalo aj v treťom štvrťroku 2021, pričom aktivita ďalej rástla a priblížila sa k úrovni produkcie pred pandémiou. Hlavnou hybnou silou rastu v treťom štvrťroku bola súkromná spotreba, zatiaľ čo príspevok čistého obchodu bol opäť mierny. Na tomto vývoji sa najväčšou mierou podieľal ďalší výrazný nárast aktivity v sektore služieb, najmä v sektore pohostinnosti a voľnočasových aktivít, k čomu prispelo postupné uvoľňovanie obmedzení počas leta. V dôsledku prehlbujúcich sa nedostatkov na strane dodávok v letných mesiacoch mal príspevok priemyslu a stavebníctva k celkovému rastu znižujúci charakter.

Výpadky dodávok, rast cien energií a ďalšie obmedzenia súvisiace s obnovením pandémie v niektorých krajinách eurozóny tlmili podľa odhadov v poslednom štvrťroku hospodársku aktivitu. Nárast počtu prípadov nákazy koronavírusom (COVID-19) od konca novembra, opätovné zavedenie opatrení proti šíreniu nákazy vo viacerých krajinách eurozóny a rastúce obavy z variantu omikron budú pravdepodobne ďalej tmiť krátkodobú dôveru a hospodársku aktivitu.

Napriek krátkodobým zhoršeniam a dočasnej neistote zostáva základ pokračujúceho oživenia v eurozóne nezmenený. Strednodobý výhľad naďalej predpokladá ďalší rast domáceho dopytu spolu so zlepšením situácie na trhu práce, posilňovaním globálneho rastu a pokračovaním podpory zo strany menovej a fiškálnej politiky pri prechode na samopodporujúci rast. Toto hodnotenie sa v zásade odráža aj v základnom scenári makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2021, v ktorých sa predpokladá ročný rast reálneho HDP na úrovni 5,1 % v roku 2021, 4,2 % v roku 2022, 2,9 % v roku 2023 a 1,6 % v roku 2024, pričom aktivita by sa mala vrátiť na svoju predpandemickú štvrťročnú úroveň v prvom štvrťroku 2022. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2021 bola prognóza vývoja hospodárskej aktivity revidovaná smerom nadol na rok 2022, a to predovšetkým z dôvodu nedávneho zintenzívnenia globálnych obmedzení na strane dodávok a prísnejších obmedzení súvisiacich s pandémiou v niektorých krajinách eurozóny. V strednodobom horizonte sa však očakáva, že odznievanie týchto nepriaznivých vplyvov povedie k výraznej revízii rastu smerom nahor v roku 2023 a k väčšej samoudržateľnosti rastu v ďalšom období.

Celkovo sa riziká ohrozujúce výhľad rastu HDP eurozóny považujú za viac-menej vyvážené. Na jednej strane by rast mohol byť slabší, ak by nedávne zhoršenie pandémie a šírenie nových variantov mali na rast trvalejšie následky. Na druhej strane oživenie by mohlo byť ešte výraznejšie, ak domácnosti budú zvýšený objem pandemických úspor znižovať rýchlejšie alebo v prípade nad očakávania rýchleho zmierňovania súčasných obmedzení na strane ponuky.

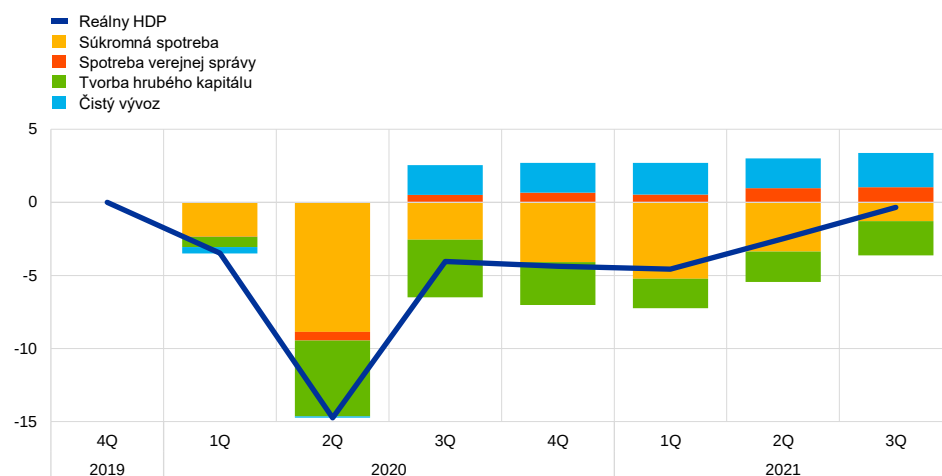
Hospodárska aktivita v eurozóne sa v treťom štvrťroku 2021 zvýšila o ďalšie 2,2 %, čo potvrdzuje pokračujúce výrazné oživenie v polovici roka napriek narastajúcim výpadkom v dodávateľskom reťazci. Po technickej recesii na začiatku roka 2021 bol rast reálneho HDP v druhom a treťom štvrťroku výrazný – v oboch štvrťrokoch sa zvýšil medzištvrťročne o 2,2 % – v dôsledku postupného uvoľňovania opatrení proti šíreniu nákazy. Tento výsledok je viac-menej v súlade

s profilom predpokladaným v makroekonomických projekciách odborníkov ECB zo septembra 2021, pričom štvrťročná úroveň aktivity je len o 0,3 % nižšia ako pred pandémiou na konci roka 2019 (graf 10). Pod rast v treťom štvrťroku sa opäť do veľkej miery podpísalo výrazné oživenie súkromnej spotreby, zatiaľ čo príspevok čistého obchodu bol naďalej mierny. Po výraznom posilnení v druhom štvrťroku sa investície v treťom štvrťroku znížili, a to najmä v sektore strojov a zariadení. Celkový rast mierne znížili aj zásoby.

Graf 10

Reálny HDP eurozóny a jeho zložky

(percentuálna zmena od posledného štvrťroka 2019; príspevky v p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Produkcii vo výrobnom sektore v poslednom štvrťroku naďalej brzdili obmedzenia v dodávateľskom reťazci (graf 11).

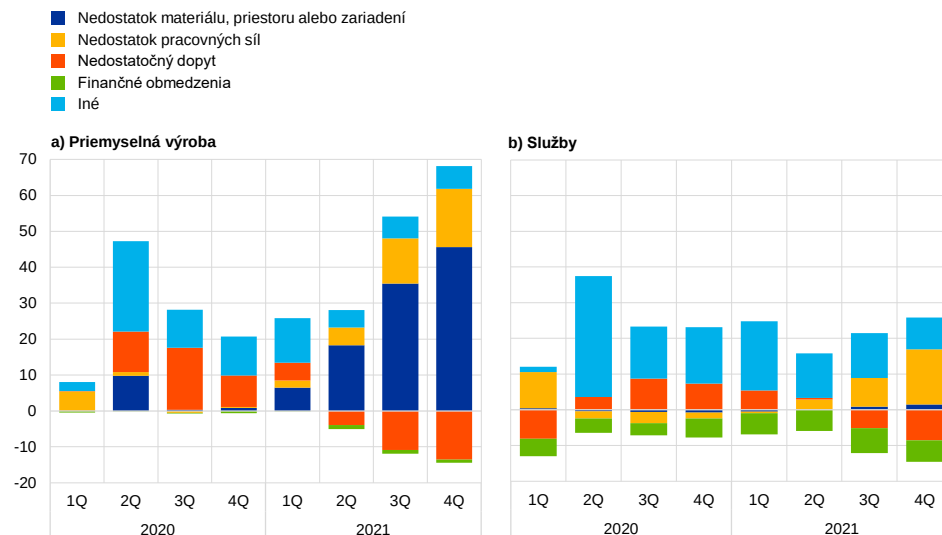
Nedostatok materiálov, zariadení a priestoru sa od druhého štvrťroka prehĺbil na rekordnú úroveň; dodávky boli obmedzené, najmä pokiaľ ide o polovodiče, kovy a plasty, pričom pokračovali aj výpadky v oblasti dopravy. Problém nedostatočných dodávok bol obzvlášť vypuklý v priemyselnom sektore, kde sa podpísal pod spomalenie medzištvrťročného rastu priemyslu bez stavebníctva len na 0,1 % a významne prispel k poklesu v stavebníctve v treťom štvrťroku o 0,6 %.⁷ Spotrebiteľské služby s väčšou mierou osobných kontaktov naopak výrazne rástli, podporované pokračujúcim uvoľňovaním opatrení proti šíreniu nákazy a vysokou úrovňou spotrebiteľskej dôvery.⁸

⁷ Viac v boxe s názvom Zdroje výpadkov v dodávateľskom reťazci a ich vplyv na výrobu v eurozóne (v tomto vydaní Ekonomického bulletinu).

⁸ Sektor obchodu, dopravy a pohostinnosti zaznamenal v treťom štvrťroku medzištvrťročný nárast o takmer 7 %, zatiaľ čo sektor umenia a rekreácie vzrástol o 12 %. Oba sektory však ešte stále zaostávali za predpandemickou úrovňou aktivity.

Graf 11**Faktory obmedzujúce aktivitu v eurozóne**

(v % respondentov; rozdiel v porovnaní s dlhodobým priemerom)



Zdroj: Európska komisia.

Poznámka: Dlhodobý priemer sa vypočítava za obdobie rokov 2003 až 2019. Štvrťročné prieskumy sa uskutočňujú v prvom mesiaci štvrťroka. Posledné údaje sú z posledného štvrťroka 2021 (október).

Odhaduje sa, že v poslednom štvrťroku sa rast HDP eurozóny výrazne spomalil v dôsledku vysokej miery krátkodobej neistoty.

Hoci sa po výraznom oživení zaznamenanom v lete očakávala normalizácia tempa rastu, súčasné spomalenie zrejme zvýraznila kombinácia vplyvov zintenzívnenia výpadkov v dodávateľských reťazcoch, prudkého rastu cien energií, obnoveného rastu počtu prípadov COVID-19 a ďalších obáv spojených s variantom omikron. Priemerná hodnota kompozitného indexu nákupných manažérov (Purchasing Managers' Index – PMI) pre produkciu za október a november bola v porovnaní s priemerom za tretí štvrťrok nižšia (pokles z 58,4 na 54,8), index však aj naďalej poukazoval na rast. Hoci bol pokles zaznamenaný vo všetkých sektoroch, vo výrobnom sektore bol o niečo výraznejší ako v službách. Ukazovateľ ekonomického sentimentu Európskej komisie (Economic Sentiment Indicator – ESI) sa v novembri mierne zhoršil, jeho priemer za prvé dva mesiace posledného štvrťroka však zostal na úrovni priemeru za tretí štvrťrok. Je však dôležité poznamenať, že najnovšie prieskumy indexu PMI a ukazovateľa ESI boli do veľkej miery ukončené ešte pred nedávnym prudkým rastom počtu prípadov COVID-19 a následným opätovným zavedením obmedzení aktivity v niektorých krajinách eurozóny, a tiež že sa uskutočnili pred zachytením prvých prípadov variantu omikron v Európe. Po obnovení pandémie a po výraznom raste cien energií, ktoré tlmili kúpnu silu domácností, sa spotrebiteľská dôvera znížila už v prvých dvoch mesiacoch posledného štvrťroka. Štvrťročný podnikateľský prieskum Európskej komisie za štvrtý štvrťrok poukazuje na prehľbovanie nedostatku materiálov a čoraz viac aj pracovnej sily v porovnaní s tretím štvrťrokom (graf 11). Uvedený nedostatok môže v krátkodobom horizonte obmedzovať hospodársku aktivitu prostredníctvom obchodu a investícií v oveľa väčšej miere, než sa pôvodne predpokladalo. Napriek tomu, že krátkodobá neistota, pokiaľ ide o rozsah a dĺžku trvania týchto problémov zostáva vysoká, očakáva sa, že opätovný pokrok v očkovacích kampaniach, využívanie skúseností z predchádzajúcich vln pandémie,

pretrvávajúci priaznivý dopyt a podmienky financovania podnikov,⁹ ako aj priama podpora domácnostiam na kompenzáciu nedávneho prudkého rastu cien energií budú tlmieť vplyv nepriaznivého vývoja na hospodársku aktivitu.

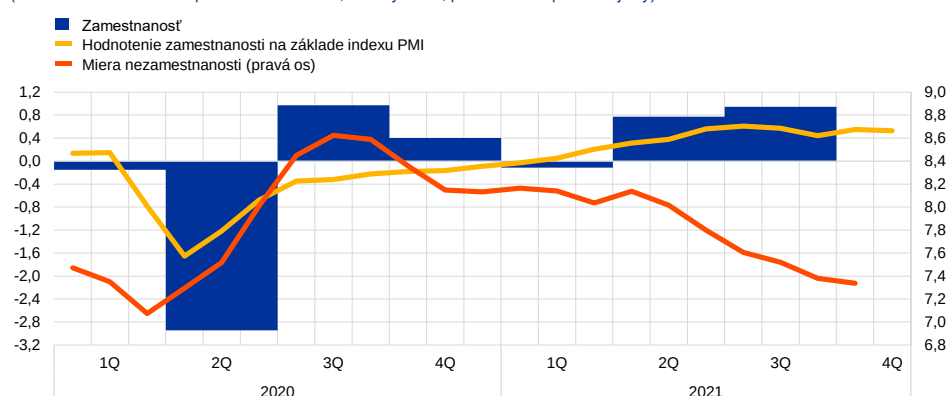
Situácia na trhu práce eurozóny sa zlepšovala aj v treťom štvrtroku 2021.

Dopyt po pracovnej sile v treťom štvrtroku ďalej rástol, čo potvrdzuje vyššia miera voľných pracovných miest. Zamestnanosť v treťom štvrtroku 2021 vzrástla medzištvrtročne o 0,9 % (graf 12). Hoci išlo o druhý najvyšší štvrtročný nárast od roku 1999, zamestnanosť zaostala za úrovňou pred pandémie o 0,2 %. Miera nezamestnanosti sa v novembri ďalej znížila na úroveň 7,3 %, aj keď ju i naďalej čiastočne podporovali pracovníci zapojení do schém na udržanie pracovných miest. Ich počet sa ku koncu tretieho štvrtroka 2021 odhadoval na 2,0 % pracovnej sily, pričom v októbri ich podiel klesol na 1,8 %. V porovnaní s priemerom za prvých päť mesiacov tohto roka na úrovni 6,3 % ide o výrazný pokles, ktorý odráža uvoľňovanie obmedzení súvisiacich s pandemiou. Pracovná sila navyše ďalej rástla a v treťom štvrtroku 2021 sa postupne dostala na úroveň len 0,5 % pod úrovňou pred pandémie.

Graf 12

Zamestnanosť v eurozóne, hodnotenie zamestnanosti na základe indexu PMI a miera nezamestnanosti

(ľavá os: medzištvrtročná percentuálna zmena, difúzný index; pravá os: v % pracovnej sily)



Zdroj: Eurostat, Markit a výpočty ECB.

Poznámka: Ukazovateľ zamestnanosti PMI a miera nezamestnanosti sa uvádzajú s mesačnou periodicitou; údaje o zamestnanosti sa uvádzajú so štvrtročnou periodicitou. Index PMI je vyjadrený ako odchýlka od 50 vydelená 10. Posledné údaje sú za tretí štvrtrok 2021 v prípade zamestnanosti, z novembra 2021 v prípade indexu PMI a z októbra 2021 v prípade miery nezamestnanosti.

Krátkodobé ukazovatele poukazujú na ďalšie zlepšovanie situácie na trhu práce.

Hodnota mesačného zloženého ukazovateľa zamestnanosti PMI, ktorý zahŕňa priemysel aj služby, sa v novembri mierne znížila na úroveň 55,3 z októbrových 55,5. Naďalej však zostáva výrazne nad prahovou hodnotou 50, ktorá predstavuje rast zamestnanosti. Ukazovateľ zamestnanosti PMI sa od svojho historicky najnižšieho stavu v apríli 2020 úplne zotavil a stále sa pohybuje v blízkosti úrovne z júla 2021, najvyššej úrovne od marca 2000.

⁹ Viac v boxe s názvom Podmienky financovania z pohľadu podnikov eurozóny (v tomto vydaní Ekonomického bulletinu).

Súkromná spotreba pokračovala aj v treťom štvrtroku v raste, podporovaná spotrebou v službách.

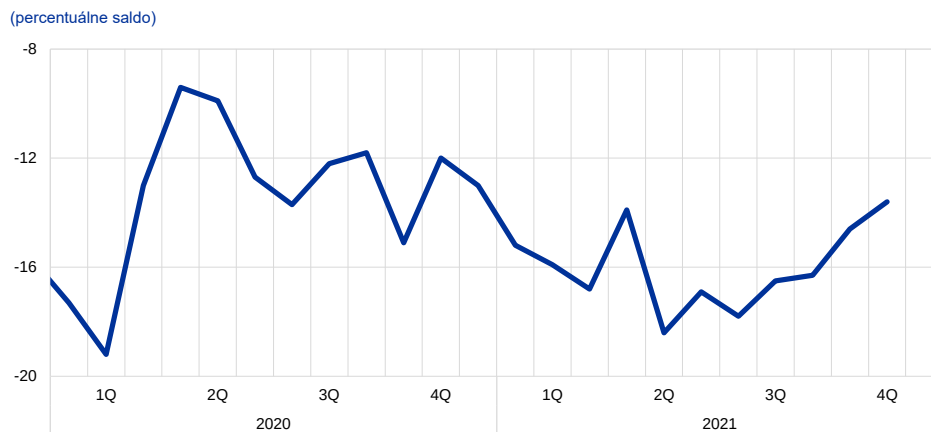
Súkromná spotreba sa v treťom štvrtroku 2021 zvýšila medzištvrtročne o 4,1 %. Maloobchodný predaj sa však v rovnakom období zvýšil len o 0,8 %. Výrazná agregátna spotreba a tlmená spotreba tovarov naznačujú, že oživenie bolo spôsobené najmä službami s väčšou mierou osobných kontaktov, čo zodpovedá výraznému oživeniu aktivity v cestovnom ruchu počas letných mesiacov. Na rozdiel od toho tlmenejšia dynamika spotreby tovarov pokračovala aj na začiatku posledného štvrtroka, o čom svedčia októbrové údaje o maloobchode (0,2 % medzimesačne) a počte registrácií nových automobilov (–3,1 % medzimesačne).

Nové riziká spojené s pandemiou opäť vyvolávajú obavy pre domácnosti.

Spotrebiteľská dôvera klesla v novembri na –6,8, čo je najnižšia úroveň od apríla 2021. Zdá sa, že tento pokles je odrazom rastúcich obáv z najnovšieho vývoja pandémie. Neistota respondentov mesačného spotrebiteľského prieskumu Európskej komisie o ich budúcej finančnej situácii sa od leta zvyšuje (graf 13). Keďže správy týkajúce sa pandémie sa v novembri a decembri ďalej zhoršovali, je možné, že mesačné údaje o spotrebiteľskej dôvere súčasnú situáciu ešte stále podhodnocujú. Očakáva sa, že nepriaznivý pandemický vývoj počas zimy bude mať v nasledujúcich štvrtrokoch záporný vplyv na spotrebu v službách s väčšou mierou osobných kontaktov.

Graf 13

Neistota domácností eurozóny o ich budúcej finančnej situácii



Zdroj: Európska komisia.

Poznámka: Od jari 2019 je súčasťou mesačného spotrebiteľského prieskumu Európskej komisie ďalšia otázka, v ktorej sa explicitne skúma, ako dokážu domácnosti predpovedať svoju budúcu finančnú situáciu. Posledné údaje sú z novembra 2021.

Podnikové (nestavebné) investície sa v treťom štvrtroku 2021 znížili, a to aj napriek silnému dopytu po investičnom tovare.

Nestavebné investície v eurozóne (bez Írska¹⁰) sa v treťom štvrtroku 2021 znížili medzištvrtročne o 0,6 % a vymazali nárast v predchádzajúcom štvrtroku. Naďalej tak zostávajú mierne pod úrovňou zaznamenanou pred pandemiou v poslednom štvrtroku 2019. Pokiaľ ide o najväčšie krajiny eurozóny, v Taliansku a Španielsku sa objem nestavebných investícií zvýšil, v Nemecku a Holandsku klesol a vo Francúzsku zostal viac-menej

¹⁰ Írsko je vyňaté z dôvodu vysokej volatility údajov o investíciách v Írsku, ktoré by inak zakrývali základný vývoj v eurozóne.

nezmenený. Spomedzi jednotlivých zložiek nestavebných investícií investície do dopravných zariadení v eurozóne zaznamenali už tretí štvrťrok po sebe výrazný pokles, čo súvisí najmä s nedostatkom vstupov spôsobeným pretrvávajúcimi výpadkami v dodávateľskom reťazci.¹¹ Investície do nedopravných zariadení a produktov duševného vlastníctva naopak naďalej rástli. Napriek vykazovanému nedostatku zariadení a nedostatku pracovnej sily, ktoré sa považujú za hlavné faktory obmedzujúce produkciu v eurozóne, krátkodobé ukazovatele za posledný štvrťrok 2021 naznačujú pokračujúci silný dopyt po investičnom tovare. Nové objednávky investičného tovaru sú naďalej na vzostupe a index PMI v októbri jednoznačne poukazoval na rast. Priaznivé očakávania podnikov, pokiaľ ide o investičnú aktivitu, potvrdzujú aj informácie z prieskumu úverovej aktivity bánk (Bank Lending Survey)¹² v eurozóne: banky očakávajú zvýšenie dopytu po dlhodobých úveroch (zvyčajne používaných na financovanie investícií) v poslednom štvrťroku 2021.¹³

Investície do nehnuteľností na bývanie v treťom štvrťroku klesli a pravdepodobne zostanú tlmené v dôsledku pokračujúcich obmedzení na strane ponuky a pretrvávajúcej neistoty spojenej s pandémiou. Investície do nehnuteľností na bývanie sa v porovnaní s druhým štvrťrokom znížili v treťom štvrťroku o 1,2 %. Hoci ukazovateľ najnovších trendov stavebnej aktivity Európskej komisie v prvých dvoch mesiacoch posledného štvrťroka mierne klesol, zostal výrazne nad svojím dlhodobým priemerom. Index PMI pre aktivitu v oblasti nehnuteľností na bývanie sa mierne zvýšil a ešte pevnejšie sa usadil v rastovom pásme. Pokiaľ ide o domácnosti, údaje z prieskumu Európskej komisie poukazujú na silný dopyt: krátkodobé zámery spotrebiteľov kúpiť alebo postaviť dom dosiahli najvyššiu úroveň od začiatku roku 2002, zatiaľ čo ich zámery renovovať svoje obydlie dosiahli v poslednom štvrťroku 2021 vôbec najvyššiu zaznamenanú úroveň. Priaznivý dopyt sa odrazil aj v údajoch o podnikoch, kde sa dôvera opäť zvýšila v dôsledku ďalšieho nárastu hodnotení úrovne objednávok podnikmi. Zároveň sa však zintenzívnili obavy týkajúce sa ponuky, keď spoločnosti vykázali ďalšie zvýšenie nedostatku materiálov a pracovných síl, ktorý dosiahol svoje historické maximum už v treťom štvrťroku. Tieto obmedzenia na strane ponuky sa odrazili aj v najnovších prieskumoch indexu PMI, ktoré vykazujú veľmi dlhé dodacie lehoty dodávateľov, a pravdepodobne prispeli k menej optimistickému hodnoteniu podnikateľskej aktivity stavebných firiem v nasledujúcich dvanástich mesiacoch.

Hoci príspevok čistého obchodu k rastu HDP v treťom štvrťroku bol kladný, vývoz tovarov brzdil pokračujúce výpadky v dodávkach. Vývoz z eurozóny sa v treťom štvrťroku 2021 zvýšil medzištvrťročne o 1,2 %, zatiaľ čo dovoz vzrástol o 0,7 %, čo vyústilo do príspevku k rastu HDP na úrovni 0,3 percentuálneho bodu. Obchod s tovarmi a službami zaznamenal rozdielne výsledky. V dôsledku oslabenia

¹¹ Hodnotenie hlavných faktorov spôsobujúcich výpadky v dodávateľskom reťazci a ich vplyvu na priemyselnú výrobu v eurozóne sa nachádza v boxe s názvom Zdroje výpadkov v dodávateľskom reťazci a ich vplyv na výrobu v eurozóne (v tomto vydaní Ekonomického bulletinu).

¹² Viac v [The euro area bank lending survey – Third quarter of 2021](#) (Prieskum úverovej aktivity bánk v eurozóne za tretí štvrťrok 2021).

¹³ Analýza vnímaných podmienok financovania v eurozóne na základe prieskumu o prístupe podnikov v eurozóne k financovaniu (Survey on the access to finance of enterprises in the euro area – SAFE) sa nachádza v boxe s názvom Podmienky financovania z pohľadu podnikov eurozóny (v tomto vydaní Ekonomického bulletinu).

globálneho dopytu a pokračujúcich výpadkov na strane ponuky došlo k medzištvrtročnému zníženiu vývozu tovarov o 1,0 % a dovozu tovarov o 0,9 %. Naopak, vývoz a dovoz služieb prudko rástol (o 7,3 % a 5,9 % v medzištvrtročnom vyjadrení), pričom vývoz čerpal najmä z dvojciferného tempa rastu v krajinách, ktoré sú letnými turistickými destináciami. Čo sa týka budúceho vývoja, ukazovatele vývozu tovarov založené na objednávkach signalizujú oslabenie dopytu. Opätovné zintenzívnenie pandémie navyše ohrozuje oživenie vývozu služieb, a to najmä služieb v oblasti cestovného ruchu. Údaje o počte cestujúcich a letov naznačujú spomalenie oživenia od septembra 2021, pričom výhľadové ukazovatele založené na objednávkach a očakávaniach signalizujú spomalenie rastu v nasledujúcich mesiacoch.

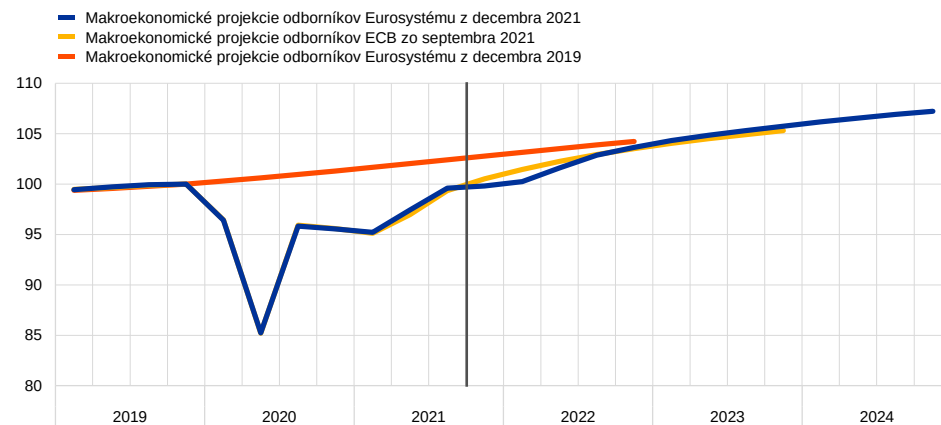
Napriek krátkodobej neistote sa očakáva, že aktivita v eurozóne prekoná počas roka 2022 úroveň pred krízou. Strednodobý výhľad predpokladá ďalší rast domáceho dopytu spolu so zlepšovaním situácie na trhu práce a posilňovaním globálneho rastu v dôsledku odznievania krátkodobých výpadkov, ako aj pokračovanie podpory zo strany menovej a fiškálnej politiky pri prechode na samopodporujúci rast. Ďalším faktorom, ktorý podporuje oživenie, je pokrok vo využívaní programu Next Generation EU. Takýto vývoj je v súlade s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2021, podľa ktorých má rast ročného reálneho HDP dosiahnuť 5,1 % v roku 2021, 4,2 % v roku 2022, 2,9 % v roku 2023 a 1,6 % v roku 2024 (graf 14). V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2021 bola prognóza rastu nadol smerom nadol na rok 2022, ale smerom nahor na rok 2023. Revízia smerom nadol na najbližšie obdobie odráža nedávne zintenzívnenie globálnych obmedzení na strane ponuky a prísnejšie obmedzenia súvisiace s pandemiou vzhľadom na opätovný nárast počtu prípadov COVID-19 v niektorých krajinách eurozóny, ktoré majú podľa súčasných odhadov pretrvať až do roku 2022. V dôsledku toho sa očakáva, že štvrtročná hospodárska aktivita v eurozóne sa vráti na predkrízové úrovne v prvom štvrťroku 2022, čo je o jeden štvrťrok neskôr, ako sa predpokladalo v projekciách zo septembra 2021. Vzhľadom na postupné odznievanie týchto nepriaznivých vplyvov sa však koncom roka 2022 očakáva výrazné oživenie rastu. V dôsledku toho by sa mal HDP eurozóny do konca roka 2022 zvýšiť nad úroveň predpokladanú v projekciách zo septembra 2021, čo povedie k podstatným efektom prenosu do roku 2023 a k úprave ročného rastu smerom nahor v tom istom roku.¹⁴

¹⁴ Viac v článku s názvom [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, december 2021](#) uverejnenom na internetovej stránke ECB dňa 16. decembra 2021.

Graf 14

Reálny HDP eurozóny (vrátane projekcií)

(index; posledný štvrťrok 2019 = 100, štvrťročné údaje očistené od sezónnych vplyvov a rozdielného počtu pracovných dní)



Zdroj: Eurostat a článok s názvom [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, december 2021](#), ktorý bol uverejnený na internetovej stránke ECB dňa 16. decembra 2021.

Poznámka: Vertikálna čiara predstavuje začiatok horizontu projekcií z decembra 2021, pričom posledné údaje o reálnom HDP eurozóny sú za tretí štvrťrok 2021.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná inflácia eurozóny v novembri 2021 vzrástla na rekordne vysokých 4,9 %. Nárast inflácie je predovšetkým odrazom prudkého rastu cien energií. Inflácia energetickej zložky mala v novembri na celkovej inflácii viac ako polovičný podiel. V niektorých sektoroch tiež dopyt naďalej predstihoval obmedzenú ponuku. Následky tejto situácie sú zjavné predovšetkým v cenách tovarov dlhodobej spotreby a nedávno znovuotvorených spotrebiteľských služieb. K vyššej inflácii naďalej prispievajú bázické efekty súvisiace s ukončením zníženia DPH v Nemecku, ale len do konca roka 2021. Očakáva sa, že v najbližšom období inflácia zostane zvýšená, no v priebehu roka 2022 klesne. V priebehu času by postupný návrat ekonomiky k plnej produkčnej kapacite a ďalšie zlepšovanie podmienok na trhu práce mali podporovať rýchlejší rast miezd, k čomu by malo prispievať aj približovanie inflačných očakávaní k cieľovej úrovni. Tieto faktory by mali podporovať rast základnej inflácie a návrat celkovej inflácie v strednodobom horizonte na cieľovú úroveň. Toto hodnotenie sa odráža v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2021, podľa ktorých má ročná inflácia dosiahnuť 2,6 % v roku 2021, 3,2 % v roku 2022, 1,8 % v roku 2023 a 1,8 % v roku 2024, čo v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2021 predstavuje zvýšenie projektovaných hodnôt. Inflácia bez cien potravín a energií má podľa projekcií dosiahnuť v priemere 1,4 % v roku 2021, 1,9 % v roku 2022, 1,7 % v roku 2023 a 1,8 % v roku 2024, čo je tiež viac ako podľa projekcií zo septembra 2021.

Inflácia HICP dosiahla v novembri 2021 rekordne vysokú úroveň (graf 15).

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu za november inflácia HICP znova prudko vzrástla a zo septembrových 3,4 % sa zvýšila na 4,1 % v októbri a 4,9 % v novembri. Ide o najvyššiu úroveň inflácie HICP od začiatku hospodárskej a menovej únie v roku 1999. Nárast inflácie bol spôsobený ďalším rastom inflácie energetickej zložky, ktorá mala v novembri na celkovej inflácii viac ako polovičný podiel a po septembrových 17,6 % dosiahla historické maximum 27,4 %. Výrazne sa však zvýšila aj inflácia HICP bez potravín a energií (HICPX), ktorá zo septembrových 1,9 % vzrástla na 2,0 % v októbri a 2,6 % v novembri, čo je najvyššia zaznamenaná hodnota od roku 1999. Tento prudký nárast je odrazom prudkého zvýšenia inflácie cien služieb (z 1,7 % v septembri na 2,7 % v novembri), ako aj inflácie cien neenergetických priemyselných tovarov (z 2,1 % v septembri na 2,4 % v novembri).¹⁵ Mieru inflácie v eurozóne naďalej ovplyvňovali aj zmeny sadzby DPH v Nemecku z roku 2020 (s vplyvom na infláciu až do konca roka 2021), ako aj zmeny váh HICP¹⁶. Po vylúčení rastového účinku ukončenia dočasného zníženia sadzby DPH v Nemecku v januári 2021 na ročné miery zmeny by bola celková inflácia v období od júla nižšia o 0,35 percentuálneho bodu. Zmena váh HICP mala síce v októbri tlmiaci účinok, v novembri sa však neprejavila. Bez účinku zmien týkajúcich sa zníženia DPH a váh

¹⁵ Bez účinku zmeny váh HICP bol nárast inflácie cien služieb o niečo miernejší – z 2,2 % v septembri na 2,5 % v novembri.

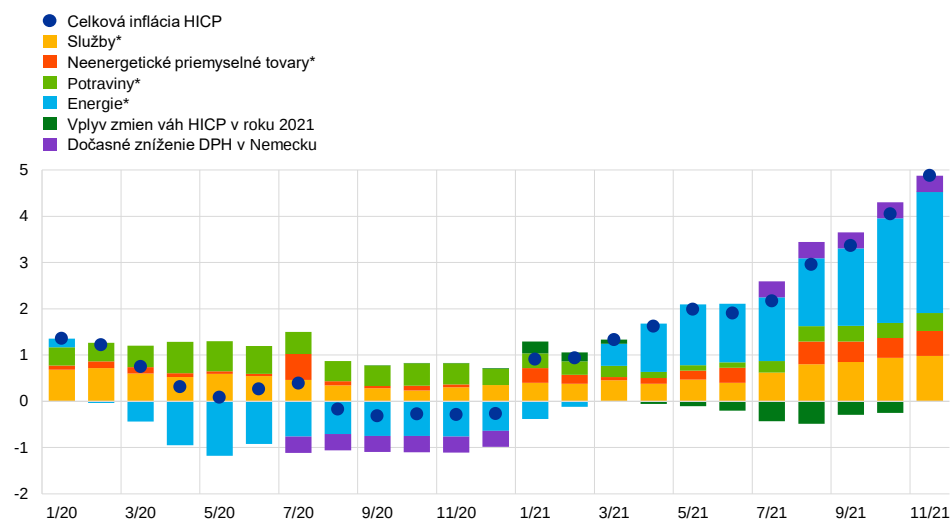
¹⁶ Podrobný prehľad vplyvu zmien váh HICP na meranie inflácie v roku 2021 sa nachádza v boxe [Váhy HICP na rok 2021 a ich vplyv na meranie inflácie](#), *Ekonomický bulletin*, č. 2, ECB, 2021.

HICP by bola úroveň inflácie o niečo nižšia a pohyb nahor medzi októbrom a novembrom o niečo menej výrazný.

Graf 15

Celková inflácia a jej zložky

(ročná percentuálna zmena; príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat, výpočty odborníkov ECB a Narrow Inflation Projection Exercise.

Poznámka: Zložky označené hviezdíčkou sú bez vplyvu zmien váh HICP z roku 2021 a dočasného zníženia sadzby DPH v Nemecku z roku 2020. Odhad vplyvu zmien váh HICP poskytla ECB; v novembri sa vplyv môže zmeniť v závislosti od kompletných údajov za daný mesiac zverejnených Eurostatom. Posledné údaje sú z novembra 2021 (rýchly odhad).

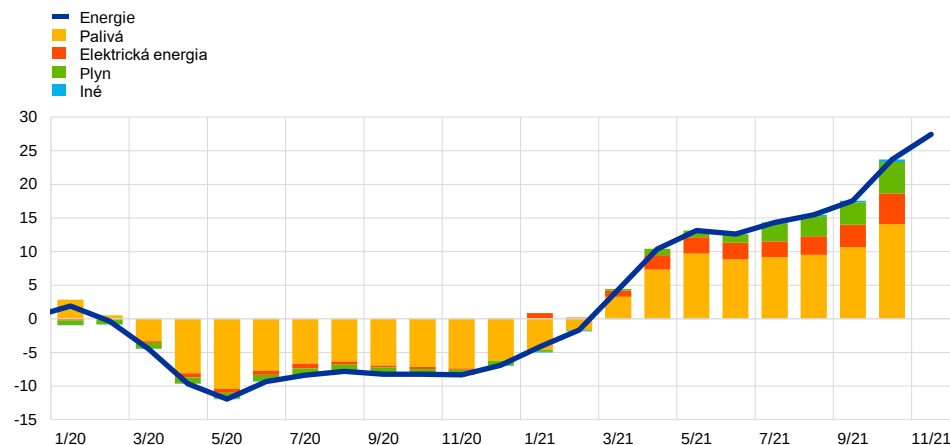
Nárast inflácie energetickej zložky na historické maximum bol do značnej miery odrazom prudkého zvýšenia svetových cien komodít.

Vývoj cien ropy viedol k vysokému podielu zložky palív v rámci HICP. I nedávny nárast spotrebiteľských cien plynu a elektriny však mal za následok vyšší príspevok týchto zložiek v novembri, pričom ich podiel na celkovej inflácii bol po prvýkrát od roku 1999 vyšší ako 0,8 percentuálneho bodu (graf 16). Vyšší príspevok plynovej zložky bol spôsobený rastom svetových a európskych veľkoobchodných cien plynu, ktorý bol zároveň faktorom rastu veľkoobchodných cien elektriny v EÚ, keďže ceny elektriny vychádzajú z krátkodobých marginálnych nákladov elektrární. Na rast pôsobili aj vyššie ceny kvót v rámci systému EÚ na obchodovanie s emisiami (Emissions Trading Scheme – ETS), hoci v oveľa menšom rozsahu. Bližšie informácie o výhľade vývoja inflácie energetickej zložky vo vzťahu k týmto faktorom sú v boxe [Vývoj cien energetických komodít a ich vplyv na projekcie cien energií HICP](#) v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému pre eurozónu z decembra 2021.

Graf 16

Zložky inflácie cien energií

(ročná percentuálna zmena; príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Položka „palivá“ predstavuje zložku HICP „tekuté palivá, palivá a mazadlá pre osobné dopravné prostriedky“. Položka „Iné“ zahŕňa položky „tuhé palivá“ a „tepelná energia“ na päťmiestnej úrovni agregácie COICOP. COICOP predstavuje klasifikáciu individuálnej spotreby podľa účelu. V prípade zložiek COICOP sú posledné údaje z októbra 2021 a v prípade všetkých inflácie energetickej zložky z novembra 2021.

Ukazovatele základnej inflácie pokračovali v raste (graf 17). HICPX sa

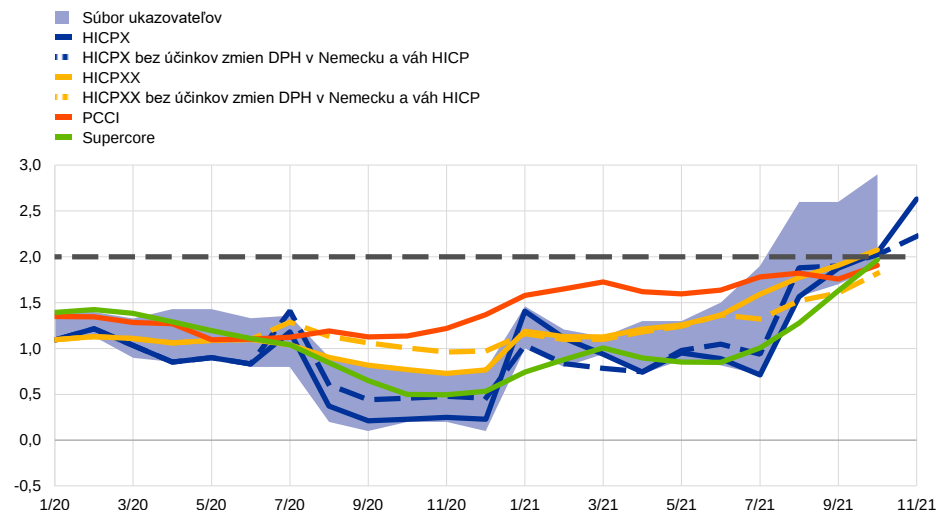
v novembri zvýšil na 2,6 % (podľa odhadov na 2,5 % v prípade vylúčenia účinkov zmien váh HICP, a na 2,2 % v prípade zahrnutia účinkov zníženia DPH v Nemecku z roku 2020). Údaje o ďalších ukazovateľoch základnej inflácie sú k dispozícii len do októbra. Inflácia HICP bez energií, potravín, položiek súvisiacich s cestovným ruchom, odevov a obuvi (HICPXX) vzrástla z 1,9 % v septembri na 2,1 % v októbri, zatiaľ čo ukazovateľ Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) vychádzajúci z modelov sa za rovnaké obdobie zvýšil z 1,8 % na 1,9 %. Ukazovateľ Supercore, ktorý zahŕňa cyklicky citlivé položky, sa zvýšil štvrtý mesiac za sebou – z 1,6 % v septembri na 2,0 % v októbri. Distribúcia mier inflácie medzi položkami HICP je v súčasnosti veľmi široká, pričom 46 % položiek zahrnutých do HICPX zaznamenalo miery inflácie prekračujúce 2 %. Z toho vyplýva, že ukazovatele základnej inflácie založené na štatistickom vylúčení, predovšetkým tzv. orezané priemery, odvodené od položiek v koši HICP, naďalej zahŕňajú viacero položiek s pomerne vysokými a volatílnymi mierami rastu, ktoré v posledných mesiacoch tlačia príslušné ukazovatele k hornej hranici súboru ukazovateľov základnej inflácie.¹⁷

¹⁷ Orezané priemery (ktoré odstraňujú približne 5 % alebo 15 % z koncov distribúcie ročných zmien cien) výrazne prekračujú cieľ 2 %, keďže obsahujú niektoré energetické položky s momentálne veľmi vysokými mierami inflácie. Ďalšie informácie o týchto a ďalších ukazovateľoch základnej inflácie sú v boxe 2 a boxe 3 v článku [Measures of underlying inflation for the euro area](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2018.

Graf 17

Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Súbor ukazovateľov základnej inflácie zahŕňa: HICP bez energií, HICP bez energií a nespracovaných potravín, HICPX (HICP bez energií a potravín), HICPXX (HICP bez energií, potravín, položiek súvisiacich s cestovným ruchom, odevov a obuvi), orezaný priemer 10 % a 30 % a vážený medián. V prípade HICPX sú posledné údaje z novembra 2021 a v prípade všetkých ostatných ukazovateľov z októbra 2021.

Tlaky v ponukovom reťazci na ceny neenergetických priemyselných tovarov v októbri naďalej rástli (graf 18).

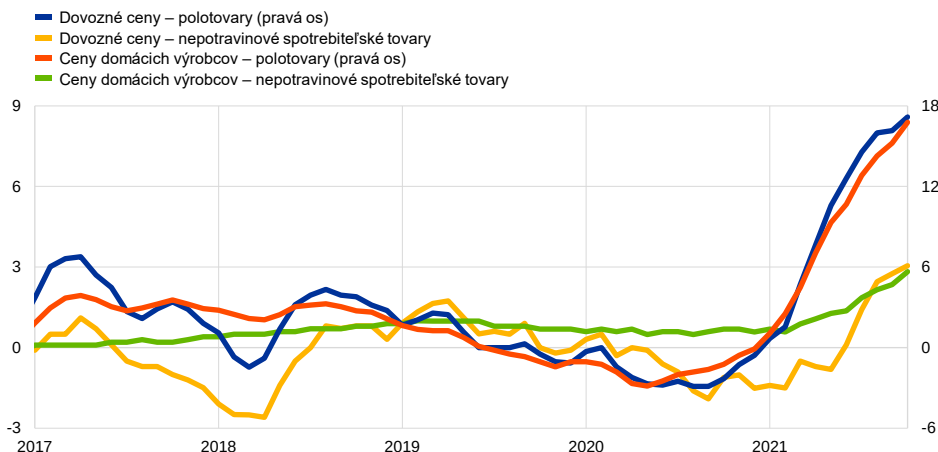
V skorších fázach ponukového reťazca sa ročná miera zmeny cien výrobcov pri domácom predaji polotovarov prudko zvýšila z augustových 14,3 % na 15,2 % v septembri a 16,8 % v októbri, zatiaľ čo ročná miera zmeny dovozných cien polotovarov vzrástla zo 16,0 % v auguste na 16,2 % v septembri a 17,2 % v októbri. Tlaky v ponukovom reťazci prenikajú do neskorších fáz cenového reťazca: inflácia cien výrobcov pri domácom predaji nepotravinových spotrebiteľských tovarov pokračovala v raste – z 2,2 % v auguste na 2,3 % v septembri a 2,8 % v októbri, čo je nové historické maximum – zatiaľ čo inflácia dovozných cien nepotravinových spotrebiteľských tovarov vzrástla z 2,4 % v auguste na 2,8 % v septembri a 3,1 % v októbri, čo je okrem iného možné pripísať nedávnomu oslabeniu nominálneho efektívneho výmenného kurzu eura. K zvyšovaniu cenových tlakov v ponukovom reťazci dochádza v prostredí, v ktorom rast svetových cien komodít (znásobený oslabovaním eura) a ponukové obmedzenia vyvíjajú tlak na výrobné náklady podnikov, čo vedie k otázke, v akom rozsahu sa tieto tlaky nakoniec premetnú do cien spotrebiteľských tovarov. Zo zistení nedávneho podnikového telefonického prieskumu vyplýva, že podniky očakávali vyššiu mieru prenosu vstupných nákladov nielen na iné podniky, ale aj na spotrebiteľov.¹⁸ Vzhľadom na súčasnú pandemickú situáciu je však miera prenosu týchto tlakov v ponukovom reťazci na ceny spotrebiteľských tovarov značne neistá.

¹⁸ Viac informácií v boxe [Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#), *Ekonomický bulletin*, č. 7, ECB, 2021.

Graf 18

Ukazovatele tlakov v ponukovom reťazci

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z októbra 2021.

Mzdové tlaky zatiaľ zostávajú mierne, no ukazovatele rastu miezd sú aj naďalej zaťažené vplyvom pandemického vývoja.

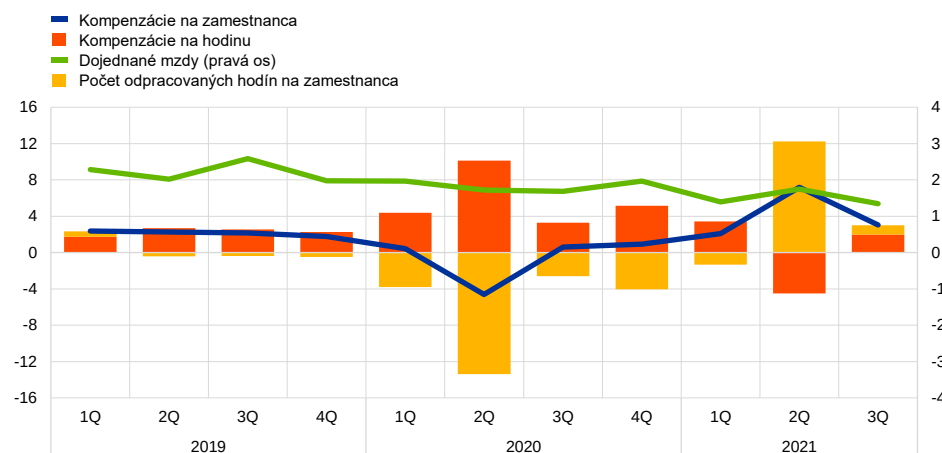
Rast kompenzácií na zamestnanca a rast kompenzácií na hodinu, medzi ktorými bol v druhom štvrtroku značný rozdiel, sa k sebe v treťom štvrtroku 2021 priblížili: ročný rast kompenzácií na zamestnanca sa v treťom štvrtroku zmiernil na 3,0 % (zo 7,2 % v druhom štvrtroku) a rast kompenzácií na hodinu v treťom štvrtroku vzrástol na 2,0 % (z -4,5 % v druhom štvrtroku) (graf 19). Tieto veľké zmeny medziročných mier rastu odrážajú predovšetkým bázické efekty spojené s vývojom v roku 2020, keď si vzhľadom na režimy skráteného pracovného času a dočasného prepúšťania pracovníci udržali zamestnanie, no odpracovali menej hodín. Politické opatrenia sú však ešte v platnosti a naďalej do určitej miery skresľujú ukazovatele mzdového rastu. Dojednané mzdy, na ktoré vývoj počtu odpracovaných hodín alebo evidencia výhod vyplývajúcich z programov na záchranu pracovných miest nemajú priamy vplyv, v treťom štvrtroku 2021 klesli na 1,3 % (z 1,8 % v druhom štvrtroku)¹⁹. Tento ukazovateľ je síce stabilnejší ako skutočný rast miezd, no i ten je spojený s určitou volatilitou, keďže zahŕňa určité špeciálne jednorazové platby súvisiace s pandemiou. Hoci z dojednaných miezd vyplýva len mierny mzdový rast, údaje sa pravdepodobne vzťahujú na dojednania, ktoré boli uzavreté pred nedávnym nárastom inflácie.

¹⁹ Ďalšie informácie sú v boxe [Hodnotenie dynamiky miezd počas pandémie COVID-19: pomôžu údaje o dojednaných mzdách?](#), *Ekonomický bulletin*, č. 8, ECB, 2020.

Graf 19

Rozdelenie kompenzácií na zamestnanca na kompenzácie na hodinu a počet odpracovaných hodín

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za tretí štvrťrok 2021.

Trhové ukazovatele kompenzácie za infláciu vykazovali v rámci sledovaného obdobia značnú volatilitu – v prvej polovici tohto obdobia výrazne vzrástli, pričom v druhej polovici tento rast vymazali len čiastočne, zatiaľ čo ukazovatele inflačných očakávaní odvodené z výsledkov prieskumov v druhom polroku 2021 vzrástli.

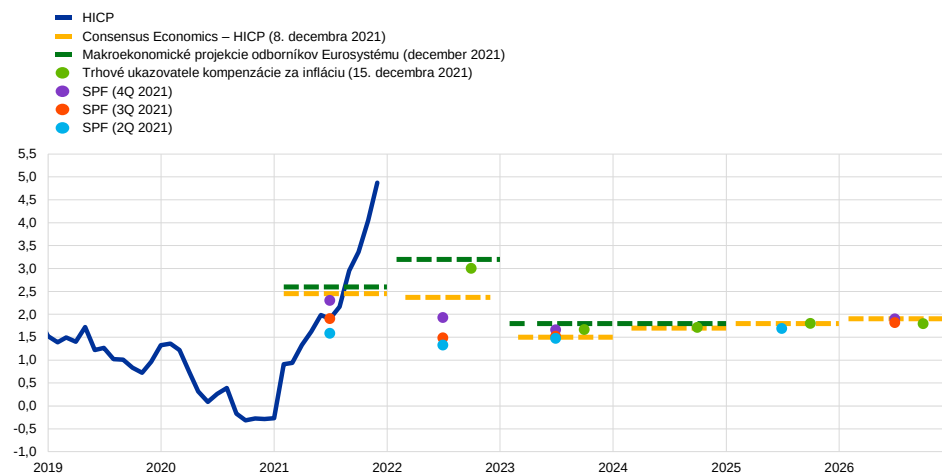
Pretrvávajúce tlaky v ponukovom reťazci, rastúce ceny energií a nečakane kladné hodnoty inflácie v eurozóne naďalej vyvíjali tlak na rast mier inflačných swapov (inflation-linked swap – ILS) v eurozóne počas prvej časti sledovaného obdobia. Forwardové miery ILS na obdobia prekračujúce päť rokov zaznamenali ku koncu októbra úrovne vyššie ako 2 %. Päťročná forwardová miera ILS o päť rokov napríklad dosiahla 2,1 %, úroveň naposledy zaznamenanú počas leta 2014. Tento nárast do určitej miery tlmia trhové ukazovatele kompenzácie za infláciu, ktoré od konca októbra na oboch stranách Atlantiku klesajú vzhľadom na klesajúce ceny energií, predovšetkým ropy. Trhy celkovo pri oceňovaní počítajú s nárastom inflácie v eurozóne v krátkodobom horizonte, ktorý je prudší a trvalejší, než sa očakávalo v minulosti. Zároveň však naďalej počítajú s tým, že nárast inflácie bude len dočasný: jednoročná forwardová miera ILS o jeden rok dosahuje približne 1,7 % a päťročná forwardová miera ILS o päť rokov je mierne vyššia na úrovni 1,8 %. Inflačné opcie však poukazujú na rastúce riziko, že priemerná inflácia bude počas nasledujúcich piatich rokov výrazne vyššia ako 2 %, zatiaľ čo riziko, že inflácia prekročí hranicu 3 %, zostáva nízke. Pokiaľ ide o dlhodobejšie hľadisko, z odhadov založených na modeloch vyplýva, že výrazný nárast trhových ukazovateľov kompenzácie za infláciu od polovice roka 2020 možno pripísať najmä inflačným rizikovým premiám (podrobnejšie informácie sú v boxe Dekompozícia trhových ukazovateľov kompenzácie za infláciu na inflačné očakávania a rizikové premie v tomto vydaní Ekonomického bulletinu). V priebehu leta došlo k miernemu nárastu ukazovateľov inflačných očakávaní odvodených z výsledkov prieskumov, čo – podobne ako v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2021 – potvrdzuje predpoklad dočasne zvýšeného profilu

inflácie. Podľa výsledkov prieskumu ECB Survey of Professional Forecasters za posledný štvrtrok 2021 uskutočneného v prvom októbrovom týždni, ako aj na základe prognóz Consensus Economics z októbra, sa dlhodobejšie inflačné očakávania zvýšili na 1,9 % (graf 20).

Graf 20

Ukazovatele inflačných očakávaní odvodené z výsledkov prieskumov a trhové ukazovatele kompenzácie za infláciu

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, ECB Survey of Professional Forecasters, Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, december 2021 a výpočty ECB.

Poznámka: Trhové ukazovatele kompenzácie za infláciu vychádzajú z jednoročnej spotovej miery inflácie a jednoročnej forwardovej miery o jeden rok, jednoročnej forwardovej miery o dva roky, jednoročnej forwardovej miery o tri roky a jednoročnej forwardovej miery o štyri roky. Posledné údaje v prípade trhových ukazovateľov kompenzácie za infláciu sú z 15. decembra 2021. Prieskum ECB Survey of Professional Forecasters za posledný štvrtrok 2021 prebiehal od 1. do 11. októbra 2021. Deň uzávierky prieskumu Consensus Economics je 8. december za roky 2021 a 2022; a 14. október 2021 za roky 2023, 2024, 2025 a 2026. Redakčná uzávierka údajov uvedených v projekciách bola 1. decembra 2021.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu z decembra 2021 má byť inflácia na vyššej úrovni dlhšie, no v rokoch 2023 a 2024 má klesnúť pod cieľovú úroveň 2 %.

Inflácia HICP, ktorá v novembri 2021 dosiahla 4,9 %, má v priebehu roka 2022 podľa očakávaní prudko klesnúť a v roku 2023 sa má stabilizovať pod cieľovou úrovňou. Podľa základného scenára projekcií má celková inflácia HICP dosiahnuť v priemere 2,6 % v roku 2021, 3,2 % v roku 2022, 1,8 % v roku 2023 a 1,8 % v roku 2024 (graf 21). V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2021 bola projekcia inflácie HICP na celé sledované obdobie upravená nahor: o 0,4 percentuálneho bodu na rok 2021, o 1,5 percentuálneho bodu na rok 2022 a o 0,3 percentuálneho bodu na rok 2023. Vysoké ceny energií (pohonných hmôt, elektrickej energie a plynu), vyšší dopyt v kontexte opätovného otvárania ekonomiky a zvyšovanie cien výrobcov v dôsledku globálnych ponukových obmedzení a vyšších dopravných nákladov viedli k výraznému nárastu inflačných tlakov, ktoré by mali podporovať infláciu aj v roku 2022. Očakáva sa však, že v roku 2022 sa inflácia HICP zníži, a to najmä v dôsledku bazických efektov v energetických aj neenergetických zložkách, čo čiastočne súvisí s ukončením dočasného zníženia sadzby DPH v Nemecku v januári 2021. HICPX má celkovo imitovať krátkodobý vývoj celkovej inflácie, kým ku koncu sledovaného obdobia nezaznamená nárast: podľa očakávaní má dosiahnuť 1,4 % v roku 2021, 1,9 % v roku 2022, 1,7 % v roku

2023 a 1,8 % v roku 2024. Aj revízia hodnôt HICPX nahor odráža vplyv obmedzení na strane ponuky. K zvyšovaniu základnej inflácie ku koncu sledovaného obdobia prispieva hospodárske oživenie, rýchlejší rast miezd a vyššie inflačné očakávania.

Graf 21

Inflácia HICP eurozóny (vrátane projekcií)

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, december 2021](#).

Poznámka: Zvislá čiara označuje začiatok projektovaného obdobia. Posledné údaje sú za tretí štvrťrok 2021 (údaje) a štvrtý štvrťrok 2024 (projekcie). Redakčná uzávierka údajov uvedených v projekciách bola 1. decembra 2021.

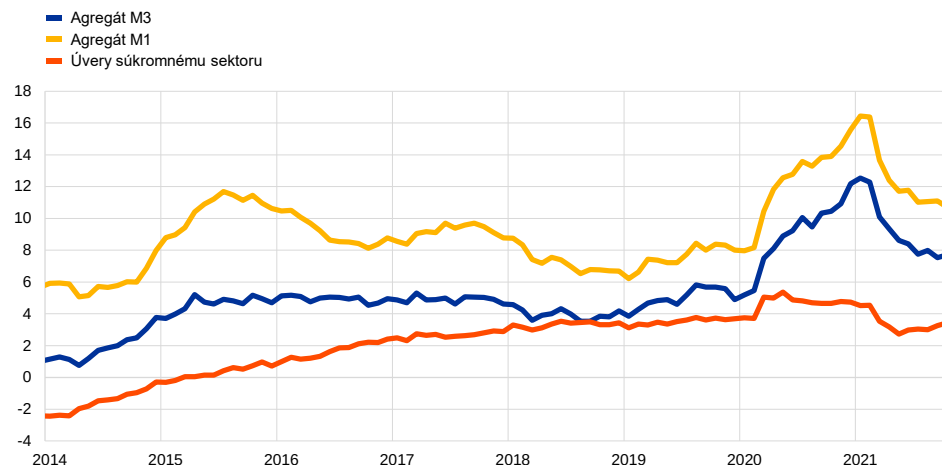
Tvorba peňažnej zásoby v eurozóne sa v októbri 2021 zvýšila, čo bolo odrazom väčšej neistoty súvisiacej s pandémiou koronavírusu (COVID-19) a podpornými opatreniami menovej politiky. Dominantným zdrojom tvorby peňažnej zásoby sú naďalej nákupy aktív Eurosystémom. Rast úverov súkromnému sektoru sa mierne zvýšil, pričom naďalej ťažil z priaznivých podmienok financovania, zatiaľ čo potreba prevádzkového kapitálu v podnikoch podporovala dopyt po krátkodobých úveroch. V treťom štvrťroku sa celkový objem financovania podnikov z vonkajších zdrojov zvýšil vďaka vydávaniu dlhových cenných papierov a poskytovaniu bankových úverov podnikom. Celkové náklady podnikov na financovanie z vonkajších zdrojov sa v období od júla do októbra 2021 mierne zvýšili – v dôsledku nákladov na zvyšovanie vlastného kapitálu – ale zostali výrazne pod maximom zaznamenaným na začiatku pandémie.

V októbri 2021 sa rast širokej peňažnej zásoby zvýšil. Ročná miera rastu agregátu M3 sa v októbri zvýšila na 7,7 % zo septembrových 7,5 % (graf 22), a to v dôsledku veľkého prílevu, ktorý súvisel s väčšou neistotou spojenou s vplyvom štvrtej vlny pandémie COVID-19 na európsku ekonomiku. Štvrťročné tempo rastu peňažnej zásoby sa naďalej približovalo k svojmu dlhodobějšíemu priemeru. Na strane zložiek k rastu agregátu M3 prispieval úzky agregát M1, ktorý obsahuje najlikvidnejšie zložky agregátu M3. Držitelia peňazí počas pandémie vo všeobecnosti výrazne preferovali likvidné aktíva, čo odráža motiváciu správať sa obozretne. Na jar a v lete 2021 došlo k uvoľneniu opatrení na obmedzenie šírenia nákazy, nastalo oživenie hospodárskej aktivity a rast agregátu M1 sa v druhom a treťom štvrťroku 2021 zmiernil po vysokých mierach rastu, ktoré sa zaznamenali počas prvého roka pandémie. V októbri ročná miera rastu agregátu M1 ďalej poklesla z 11,1 % na 10,7 %, čo je najmä odrazom vývoja jednoduchových vkladov. Ročná miera rastu peňazí v obehu, ktorá od prvého štvrťroka 2021 poklesla, sa v októbri stabilizovala na úrovni 8,5 %. Príspevok ostatných krátkodobých vkladov zostal v tomto mesiaci záporný, čo bolo odrazom poklesu dopytu po termínovaných vkladoch. Okrem toho sa zvýšil príspevok obchodovateľných nástrojov z veľmi nízkej úrovne v dôsledku honby za vyššími výnosmi v prostredí nízkych úrokových sadzieb.

Graf 22

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 z októbra 2021.

Rast jednoduchých vkladov sa ďalej zmiernil. Ročná miera rastu jednoduchých vkladov v októbri klesla na 11,1 % zo septembrových 11,5 %. Na tomto poklese sa podieľali najmä domácnosti, ktoré zo sektorového hľadiska predstavujú najväčší príspevok. Na začiatku pandémie bol prílev vkladov značný, pretože úspory domácností sa v dôsledku opatrení na obmedzenie šírenia koronavírusu zvýšili a podniky si vytvorili dodatočné zásoby likvidity. V prostredí zvýšenej neistoty tieto prílevy potom pokračovali aj po skončení počiatočnej fázy pandémie.²⁰ V poslednom čase začali domácnosti znížovať mieru úspor, pretože sa zvýšila dôvera spotrebiteľov a objavili sa lepšie možnosti na spotrebu. S pokrokom v očkovaní a oživením ekonomickej aktivity sa štvrťročné tempo, ktorým domácnosti a podniky akumulujú bankové vklady, spomalilo a vrátilo sa na priemer pred pandémie. Rast držby vkladov podnikov a domácností sa v jednotlivých krajinách líšil, čo odráža rozdiely v potrebách likvidity a vo vnútroštátnych opatreniach (fiškálnej) podpory.

K tvorbe peňažnej zásoby v októbri 2021 naďalej prispievali najmä nákupy aktív Eurosystémom. Rovnako ako v predchádzajúcich štvrťrokoch sa na raste agregátu M3 najväčšou mierou podieľali čisté nákupy štátnych cenných papierov Eurosystémom v rámci programu nákupu aktív (APP) a núdzového pandemického programu nákupu aktív (PEPP) (červené časti grafu 23). Podobne ako v predchádzajúcich štvrťrokoch k tvorbe peňažnej zásoby významne prispelo poskytovanie úverov súkromnému sektoru (modrá časť stĺpcov). Ostatné protipoložky tiež prispievali k rastu peňažnej zásoby (tmavozelené časti grafu), pričom priaznivé podmienky pre ciele dlhodobějšíe refinančné operácie (TLTRO) motivovali k obmedzovaniu bankového financovania prostredníctvom dlhodobějších záväzkov. Tvorbu peňažnej zásoby však tlmili dva hlavné faktory: po prvé, predaj štátnych dlhopisov alebo obmedzené vydávanie štátnych cenných papierov

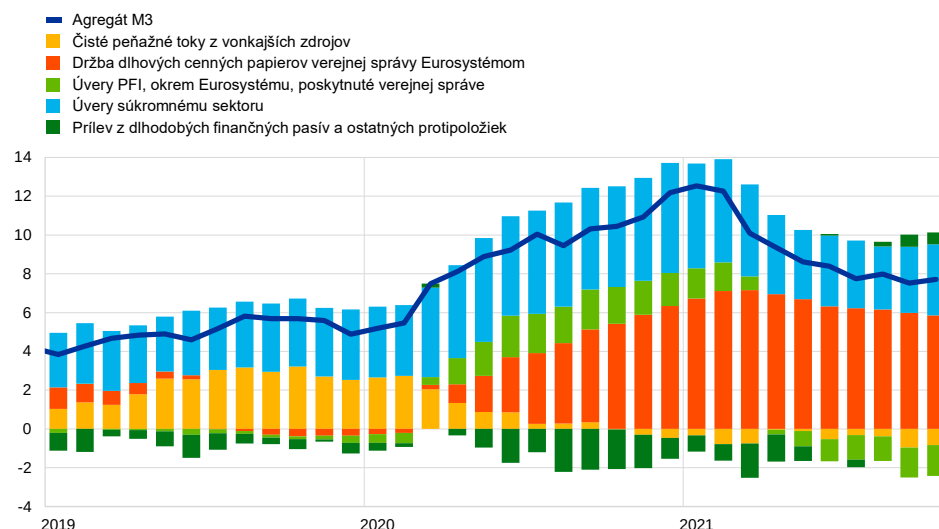
²⁰ Viac v boxe [COVID-19 and the increase in household savings: an update](#), Economic Bulletin, Issue 5, ECB, 2021.

(svetlozelené časti grafu), čo malo za následok zníženie bankových úverov verejnej správy, a po druhé, čisté peňažné toky z vonkajších zdrojov (žlté časti grafu), spôsobené častejšou substitúciou portfólií a súčasným oslabovaním efektívneho výmenného kurzu eura.

Graf 23

Agregát M3 a jeho protipoložky

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



Zdroj: ECB.

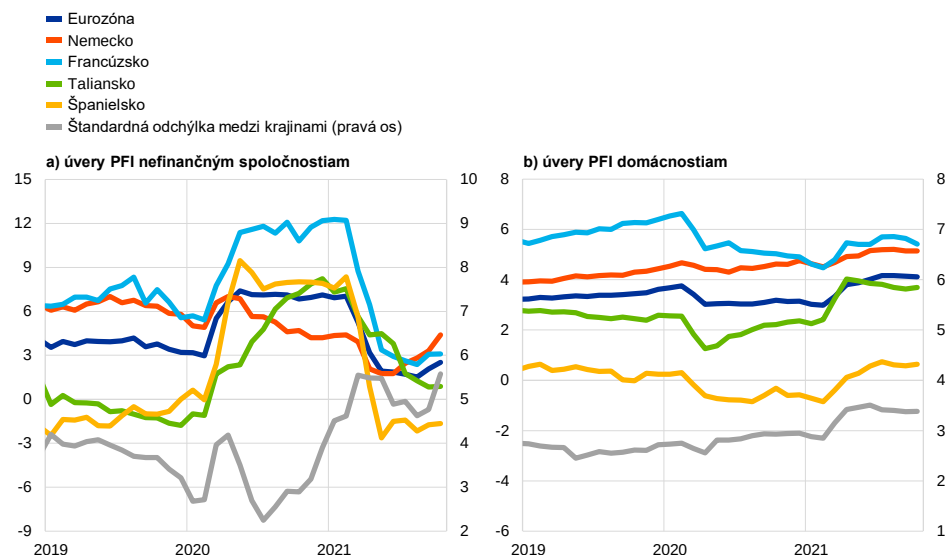
Poznámka: Úvery súkromnému sektoru zahŕňajú úvery peňažných finančných inštitúcií (PFI) súkromnému sektoru a dlhové cenné papiere vydané súkromným sektorom nepeňažných finančných inštitúcií eurozóny v držbe PFI. Ako také zahŕňa aj nákupy dlhových cenných papierov nepeňažných finančných inštitúcií Eurosystemom v rámci programu nákupu cenných papierov podnikového sektora a núdzového pandemického programu nákupu aktív (PEPP). Posledné údaje sú z októbra 2021.

Rast úverov súkromnému sektoru sa v októbri 2021 mierne zvýšil (graf 22).

Poskytovanie úverov podnikom a domácnostiam naďalej ťažilo z priaznivých podmienok financovania a zlepšených vyhládok hospodárskeho rastu. Po spomalení v prvej polovici roka sa rast úverov súkromnému sektoru v októbri zvýšil na 3,4 % zo septembrových 3,2 %, a to vďaka poskytovaniu úverov podnikom. Ročná miera rastu úverov podnikom sa v októbri zvýšila na 2,5 % zo septembrových 2,1 %, a to v dôsledku nárastu krátkodobých úverov, ktoré pravdepodobne súviseli s potrebou prevádzkového kapitálu v podnikoch. Rast úverov zároveň zostal mierny z dôvodu vysokých hotovostných zostatkov, posilnenia interne vytvorených zdrojov a dostupnosti iných nebankových zdrojov financovania, ktoré naďalej tlmili dopyt podnikov po bankových úveroch. Miera rastu úverov domácnostiam zostala v októbri nezmenená na úrovni 4,1 % (graf 24). K poskytovaniu úverov domácnostiam naďalej hlavnou mierou prispievalo poskytovanie hypotekárnych úverov, pričom rast spotrebiteľských úverov zostal tlmený. Tento vývoj úverov maskuje aj značné rozdiely medzi krajinami eurozóny, čo okrem iného odráža nerovnomerný vplyv pandémie a priebeh ekonomického zotavovania.

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

(ročné percentuálne zmeny; štandardná odchýlka)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Údaje upravené o predaj a sekuritizáciu úverov. V prípade nefinančných spoločností sú úvery upravené aj o účelové vytváranie spoločných peňažných fondov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú z októbra 2021.

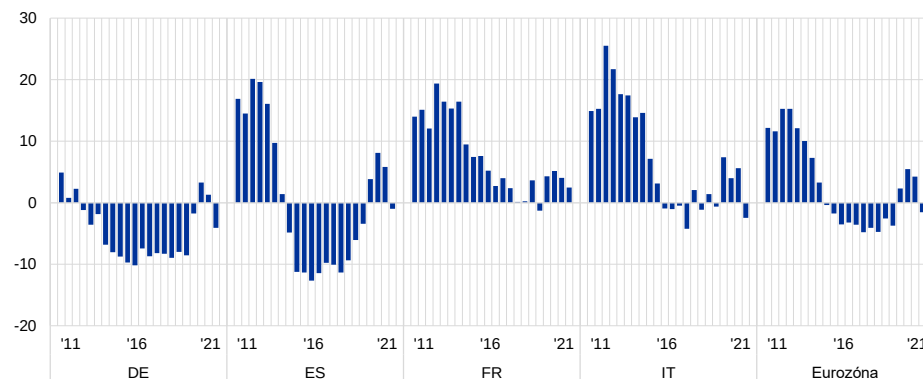
Malé a stredné podniky (MSP) uvádzali počas uplynulých šiestich mesiacov lepší prístup k financovaniu z vonkajších zdrojov ako na začiatku roka 2021 a očakávajú ďalšie zlepšenie v budúcnosti. Podľa [prieskumu o prístupe k financovaniu podnikov v eurozóne](#) (SAFE) z novembra 2021 sa domnievali, že

zlepšenie ich prístupu k finančným prostriedkom z vonkajších zdrojov prevážilo zodpovedajúce zvýšenie ich finančných potrieb, čo viedlo k mierne zápornej medzere vo vonkajšom financovaní vo výške -2% (pokles zo 4%) (graf 25). Z odpovedí v rámci SAFE okrem toho vyplynulo, že MSP – a veľké podniky dokonca ešte vo väčšej miere – očakávali zlepšenie dostupnosti väčšiny vonkajších zdrojov financovania. Pri vysvetľovaní ich očakávaní budúcej dostupnosti bankových úverov čoraz dôležitejšiu úlohu zohrávalo najmä celkové zlepšenie vnímania podmienok financovania (viac v boxe 3 v tomto vydaní Ekonomického bulletinu). V dôsledku prebiehajúceho hospodárskeho oživenia malé a stredné podniky v eurozóne signalizovali nárast obratu, pričom zisky klesli oveľa menej výrazne ako v poslednom kole prieskumu. Nevýrazné výsledky v oblasti ziskov vo všeobecnosti odrážali vyššie ceny komodít a nákladov na pracovnú silu.

Graf 25

Zmeny medzery vo vonkajšom financovaní, ktoré uvádzajú MSP v krajinách eurozóny

(čisté vážené zostatky)



Zdroj: Prieskum ECB o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE).

Poznámka: Ukazovateľ medzery vo financovaní kombinuje potreby financovania a dostupnosť bankových úverov, úverových línií, obchodných úverov a vydávania akcií a dlhových cenných papierov na úrovni podniku. Za každý z piatich nástrojov financovania nadobúda ukazovateľ vnímanej zmeny medzery vo financovaní hodnotu 1 (-1), ak sa potreba zvyšuje (znižuje) a dostupnosť znižuje (zvyšuje). Ak podniky vnímajú len jednostranné zvýšenie (zníženie) medzery vo financovaní, premennej sa priradí hodnota 0,5 (-0,5). Zložený ukazovateľ je váženým priemerom medzery vo financovaní pre päť nástrojov financovania. Kladná hodnota ukazovateľa poukazuje na zväčšovanie medzery vo financovaní. Hodnoty sa vynásobia 100, aby sa získali čisté vážené zostatky v percentách. Údaje sa týkajú 3. až 25. kola prieskumu (t. j. od prieskumu za marec 2010 až september 2010 do prieskumu za apríl 2021 až september 2021).

Náklady na financovanie dlhu bánk v eurozóne zostávajú na úrovni blízkej ich historickým minimám, aj vďaka podporným opatreniam menovej politiky ECB.

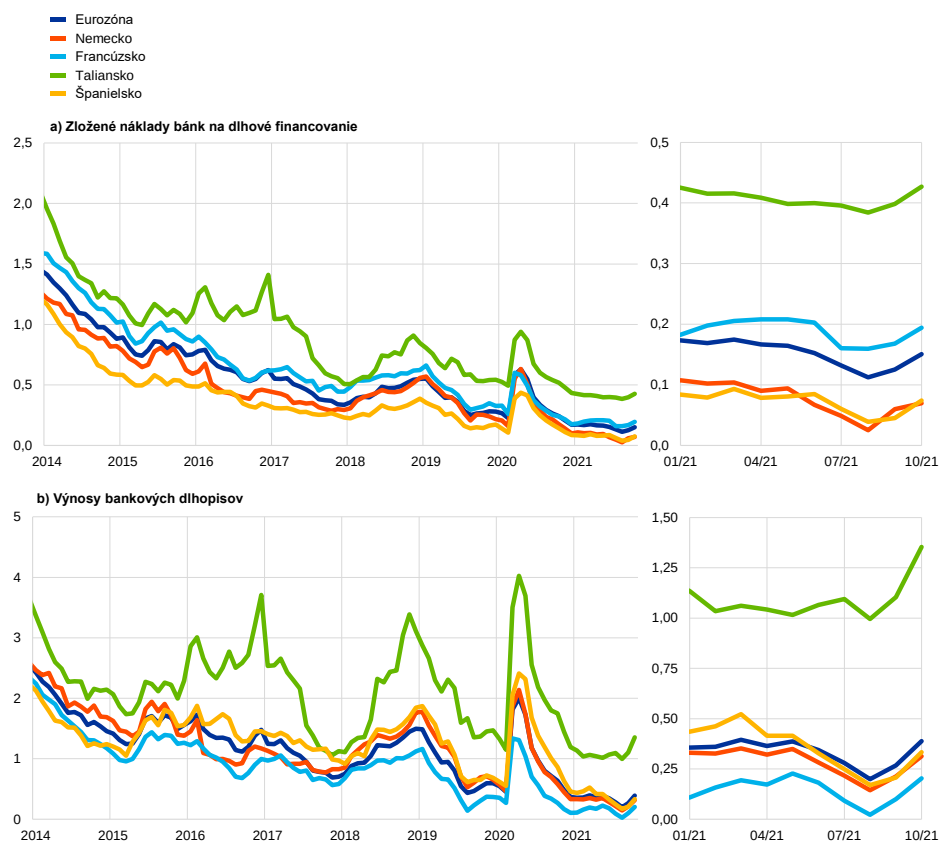
Zložené náklady na dlhové financovanie zostávajú pod úrovňou spred pandémie, a to aj napriek nárastu bezrizikových sadzieb a výnosov bankových dlhopisov od septembra 2021 (graf 26). Náklady na financovanie bánk boli doteraz izolované od tlaku na ich zvyšovanie z troch dôvodov. Po prvé, pokračovalo preceňovanie vkladov, keďže banky eurozóny účtovali záporné úrokové sadzby na čoraz väčší podiel podnikových vkladov, pričom percento vkladov domácností so zápornými úrokovými sadzbami sa tiež zvýšilo (aj keď z relatívne nízkych úrovní) a v súčasnosti dosahuje 6,5 %.²¹ Po druhé, podiel bánk na financovaní dlhu sa výrazne znížil, keďže banky využili tretiu sériu cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III) a pandemické núdzové dlhodobější refinančné operácie (PELTRO) za veľmi výhodných podmienok. Po tretie, opatrenia menovej politiky ECB v rámci programu nákupu aktív (APP) a núdzového pandemického programu nákupu aktív (PEPP) pomohli obmedziť tlak na zvyšovanie výnosov dlhopisov bánk a zmenšiť rozdiely v podmienkach financovania v jednotlivých krajinách, rizikových triedach a splatnostiach v porovnaní s úrovňami pozorovanými pred pandemiou. Okrem toho, ceny krytých bankových dlhopisov sú podporované tretím programom nákupu krytých dlhopisov ECB (CBPP3). Okrem opatrení menovej politiky ECB mal na nižšie výnosy kladný vplyv aj Európsky nástroj obnovy, pretože prispieva k výraznejšiemu a rovnomernejšiemu oživeniu v celej eurozóne.

²¹ Viac v [November 2021 Financial Stability Review](#).

Graf 26

Zložené úrokové sadzby bankového financovania vo vybraných krajinách eurozóny

(v % za rok)



Zdroj: ECB, výpočty ECB a indexy Markit iBoxx.

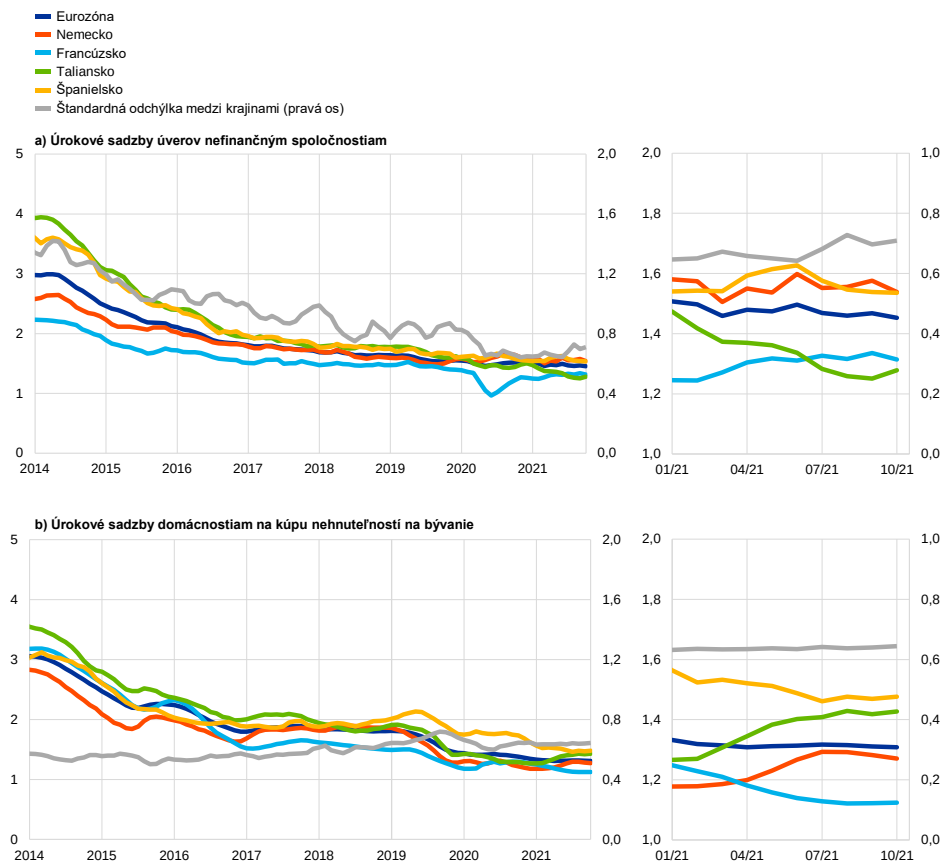
Poznámka: Zložené úrokové sadzby bankového financovania sú vážené náklady na vklady a financovanie dlhu na nezabezpečenom trhu. Zložené náklady na vklady sa vypočítavajú ako priemer úrokových sadzieb nových obchodov tvorených dennými vkladmi, vkladmi s dohodnutou splatnosťou a vkladmi splatnými na požiadanie, ktoré sú vážené zodpovedajúcimi nesplatenými sumami. Výnosy bankových dlhopisov sú mesačné priemery dlhopisov prioritnej tranže. Posledné údaje sú z októbra 2021.

Úrokové sadzby bankových úverov v októbri 2021 zostali na úrovni blízkej ich historickým minimám. Zložená úroková sadzba bankových úverov nefinančným spoločnostiam klesla na 1,43 %, zatiaľ čo zodpovedajúca sadzba úverov na kúpu nehnuteľností na bývanie zostala v podstate nezmenená na úrovni 1,31 % (graf 27). Pokles úrokových sadzieb úverov podnikom bol spôsobený najmä vývojom v najväčších krajinách eurozóny. Navyše, spread medzi úrokovými sadzbami veľmi malých bankových úverov a sadzbami veľkých bankových úverov sa zvýšil, ale zostal pod úrovňou pred pandémie, čo odrážalo najmä zvýšenie sadzieb na veľmi malé úvery. Neistota spojená s ekonomickými dôsledkami pandémie sa zväčšila v súvislosti s globálnym šírením nových variantov a štvrtou vlnou pandémie COVID-19. Opatrenia menovej politiky ECB však zatiaľ zabránili rozsiahlemu sprísňovaniu podmienok financovania, ktoré by mohlo zosilniť nepriaznivý vplyv nových variantov na ekonomiku eurozóny.

Graf 27

Zložené úrokové sadzby bankových úverov vo vybraných krajinách eurozóny

(percentá za rok, trojmesačný kľzavý priemer; štandardná odchýlka)



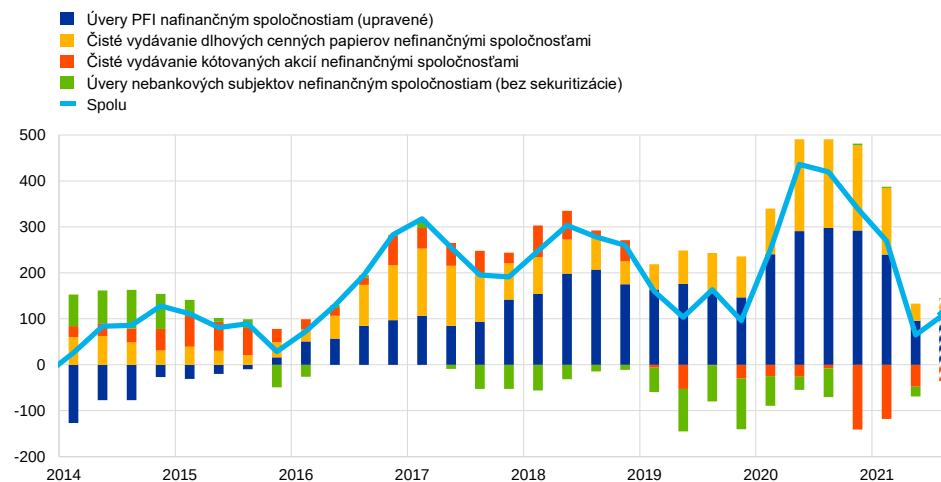
Zdroj: ECB.

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 z októbra 2021.

V treťom štvrtroku 2021 sa celkový objem financovania podnikov z vonkajších zdrojov zvýšil. Ročná miera rastu financovania z vonkajších zdrojov sa v septembri zvýšila na 2,2 % z júnových 2,1 %, k čomu prispeli nízke náklady na dlhové financovanie. V treťom štvrtroku 2021 pramenili väčšie toky financovania z vonkajších zdrojov najmä z nárastu bankových úverov podnikom a väčšej emisie dlhových cenných papierov, zatiaľ čo úvery od nebankových subjektov tvorili menší pozitívny príspevok (graf 28). Dopyt podnikov po úveroch podporovali silnejšie obchodné investície, zatiaľ čo lepšie zisky a nerozdelený zisk, značné zásoby likvidity a vysoká úroveň hrubého dlhu podnikov naďalej tlmili dopyt. V krajinách a odvetviach, ktoré boli zvlášť postihnuté výpadkami dodávok, viedla zvýšená potreba prevádzkového kapitálu v dôsledku oneskorenia výroby a obnovy zásob k nárastu krátkodobých pôžičiek. Celkovo však podniky naďalej viac uprednostňovali finančné nástroje s dlhšími splatnosťami, čo naznačuje, že financovanie z vonkajších zdrojov sa využíva skôr na obchodné investície ako na vytváranie zásob likvidity.

Graf 28**Čisté toky externého financovania pre nefinančné spoločnosti v eurozóne**

(ročné toky v mld. EUR)



Zdroj: ECB a odhady ECB, Eurostat a Dealogic.

Poznámka: Čisté financovanie z vonkajších zdrojov je súčet úverov PFI, čistej emisie dlhových cenných papierov, čistej emisie kótovaných akcií a úverov nepeňažných finančných inštitúcií. Úvery PFI sú upravené o predaj úverov, sekuritizáciu a účelové vytváranie spoločných peňažných fondov. Úvery nepeňažných finančných inštitúcií zahŕňajú úvery ostatných finančných inštitúcií a poisťovní a dôchodkových fondov bez sekuritizovaných úverov. Šrafovaný vertikálny stĺpec a svetlomodrý kosoštvorec znázorňujú modelové odhady za tretí štvrťrok 2021. Posledné údaje sú za druhý štvrťrok 2021 v prípade údajov o účtoch eurozóny; odhady za tretí štvrťrok 2021 sú založené na údajoch z položiek súvahy ECB (BSI), údajoch o cenných papieroch (SEC) a údajoch spoločnosti Dealogic.

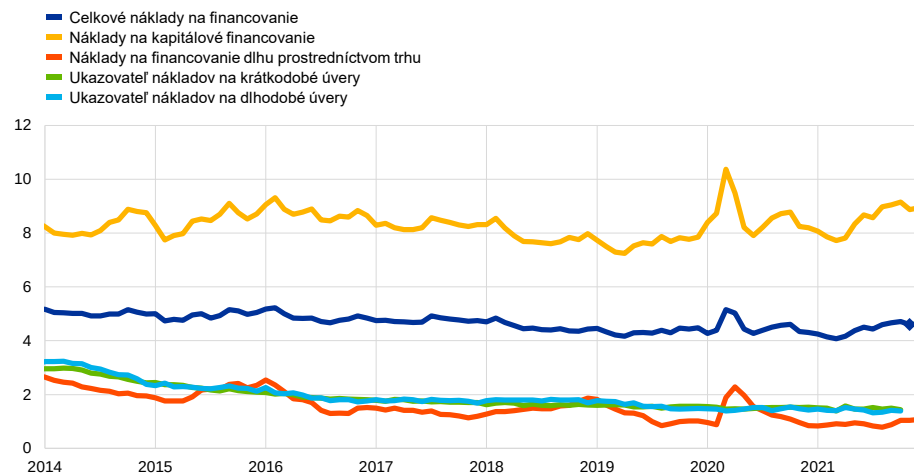
Celkové nominálne náklady na financovanie nefinančných spoločností z vonkajších zdrojov (ktoré tvoria bankové úvery, vydávanie dlhových cenných papierov na trhu a financovanie prostredníctvom akcií) sa od júla do októbra 2021 zvýšili, a to v dôsledku nákladov na financovanie prostredníctvom akcií.

Náklady na financovanie z vonkajších zdrojov vzrástli v októbri 2021 na 4,7 % (graf 29), čo je približne 40 bazických bodov pod maximom zaznamenaným v marci 2020, ale 60 bazických bodov nad historickým minimom zaznamenaným v marci 2021. Nárast zaznamenaný v októbri bol spôsobený najmä vyššími nákladmi na vlastný kapitál, ktoré odrážali nárast bezrizikových sadzieb a v oveľa menšej miere aj riziková prémie akcií. Zvýšenie bezrizikových sadzieb bolo tiež príčinou vyšších nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu, ktoré dosiahli úroveň naposledy zaznamenanú v októbri 2020, a to napriek tomu, že spready podnikových dlhopisov zostali prakticky nezmenené. Odhaduje sa, že celkové náklady na financovanie sa od konca októbra do 15. decembra mierne znížili, keďže nižšie náklady na vlastný kapitál viac ako kompenzovali ďalšie mierne zvýšenie nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu. V tomto období boli nižšie náklady na vlastný kapitál spôsobené poklesom bezrizikových sadzieb, ktorý viac ako kompenzoval mierny nárast rizikovej prémie akcií. Ten istý pokles bezrizikových sadzieb však nestačil na zníženie nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu, pretože sa rozšírili spready podnikových dlhopisov, najmä v segmente s vysokými výnosmi.

Graf 29

Nominálne náklady na financovanie nefinančných spoločností z vonkajších zdrojov podľa zložiek

(v % za rok)



Zdroj: ECB a odhady ECB, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg a Thomson Reuters.

Poznámka: Celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností sa vypočítavajú ako vážený priemer nákladov na bankové úvery, nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu a nákladov na financovanie prostredníctvom akcií, na základe príslušných nesplatených objemov. Tmavomodré kosoštvorce znázorňujú modelové odhady celkových nákladov na financovanie v novembri a decembri 2021, za predpokladu, že úrokové sadzby bankových úverov zostanú nezmenené na úrovni z októbra 2021. Posledné údaje sú z 15. decembra 2021 v prípade nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu (mesačný priemer denných údajov), z 10. decembra 2021 v prípade nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom akcií (týždenné údaje) a z októbra 2021 v prípade nákladov na poskytovanie úverov (mesačné údaje).

Hoci kríza spôsobená koronavírusom (COVID-19) v roku 2021 naďalej výrazne zaťažovala verejné financie, z makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z decembra 2021 vyplýva, že fiškálne saldo sa už začalo zlepšovať. Odhaduje sa, že pomer deficitu, ktorý dosiahol vrchol na úrovni 7,2 % HDP v roku 2020, klesol v roku 2021 na úroveň 5,9 %. Predpokladá sa, že v roku 2022 bude ďalej klesať na úroveň 3,2 % a následne sa do konca obdobia projekcie v roku 2024 stabilizuje tesne pod úrovňou 2 %. Tieto zlepšenia sa pripisujú kombinácii vyšších cyklicky upravených primárnych sald a, najmä od roku 2022, výrazne väčšieho príspevku hospodárskeho cyklu. Pokiaľ ide o fiškálnu pozíciu eurozóny, po silnej expanzii v roku 2020 nasledovalo v roku 2021 len nepatrné sprísnenie, keď došlo k úprave o granty nástroja EÚ novej generácie (Next Generation EU – NGEU). Predpokladá sa, že v roku 2022 sa fiškálna pozícia značne sprísni, aj keď oveľa menej, ako sa pôvodne predpokladalo, najmä v dôsledku zrušenia významnej časti krízovej núdzovej pomoci. Očakáva sa, že sprísnenie bude pokračovať aj po zvyšok obdobia projekcií, ale v oveľa menšom rozsahu, keďže v nasledujúcich rokoch bude hospodárstvo naďalej dostávať významnú pomoc. Vo všeobecnosti by podporné fiškálne politiky, ktoré spočívajú v pomalom ústupe od fiškálnych opatrení, pomohli udržať oživenie hospodárstva eurozóny a zmierniť dlhodobejšie nepriaznivé účinky. Táto pomoc by tiež pomohla hospodárstvu prispôbiť sa prebiehajúcim štrukturálnym zmenám. Fiškálne opatrenia by mali podporovať rast a mali by byť cielené, aby účinne podchytili slabé miesta. Očakáva sa, že NGEU a balík Fit for 55 ako doplnok k vnútroštátnym fiškálnym opatreniam prispedia k silnejšiemu, ekologickejšiemu a rovnomernejšiemu oživeniu.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z decembra 2021 sa predpokladá, že rozpočtové saldo verejných financií eurozóny sa od roku 2021 bude neustále zlepšovať.²² Odhaduje sa, že pomer deficitu verejných financií v eurozóne klesol v roku 2021 na úroveň 5,9 % HDP po tom, ako v roku 2020 dosiahol bezprecedentných 7,2 %. Predpokladá sa, že v roku 2022 klesne ešte výraznejšie na úroveň 3,2 % a v nasledujúcich dvoch rokoch ďalej na úroveň 2,1 % a 1,8 % HDP (graf 30). Po opatreniach hospodárskej pomoci v reakcii na pandémiu vo výške približne 4,1 % HDP v roku 2020 sa očakáva, že pomoc v kríze a na podporu oživenia sa v roku 2021 zvýši na približne 4,4 % HDP. Odráža to skutočnosť, že vlády predĺžili núdzové opatrenia, postupne zväčšili ich objem a prípadne prijali nové opatrenia na podporu oživenia vrátane opatrení financovaných prostredníctvom grantov NGEU.²³ Očakáva sa, že príspevok veľkej zápornej cyklickej zložky, ktorá sa podieľala na výraznom zvýšení deficitu verejných financií v roku 2020, bude v roku 2021 menší, aj keď len mierne. K výraznejšiemu zlepšeniu rozpočtového salda od roku 2022 prispieje vyššie cyklicky upravené primárne saldo, keďže sa ukončí veľká časť núdzových opatrení, ktoré nie sú financované z grantov NGEU. Okrem toho by sa mal od roku 2022 rýchlo zmierniť aj

²² Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, december 2021, zverejnené na internetovej stránke ECB 16. decembra 2021.

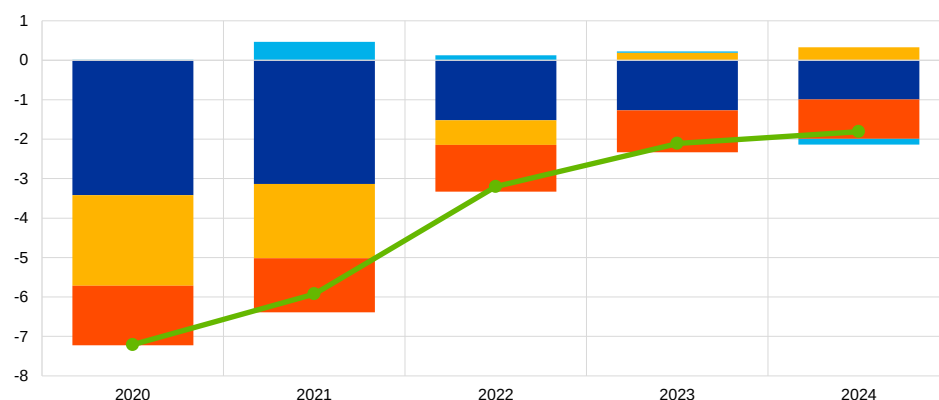
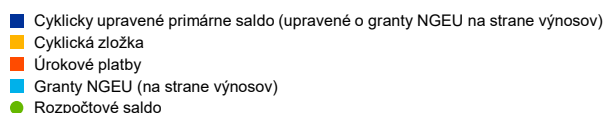
²³ Granty NGEU dosahujú v horizonte projekcií v priemere približne 0,5 % HDP a po roku 2022 budú postupne klesať. Spolu s obmedzeným objemom pôžičiek budú pravdepodobne financovať približne 2,5 % HDP rozpočtových výdavkov. Fiškálny vývoj opísaný v tejto časti nezahŕňa európsky nadnárodný deficit a dlh súvisiaci s transfermi NGEU.

záporný príspevok vyplývajúci z hospodárskeho cyklu a v roku 2023 by mal byť mierne kladný. V menšej miere, ale v celom horizonte projekcií, zlepšení rozpočtového salda pomôže aj postupné znižovanie príspevkov z úrokových platieb.

Graf 30

Rozpočtové saldo a jeho zložky

(v % HDP)



Zdroj: ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu, december 2021.

Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy krajín eurozóny.

Odhaduje sa, že po veľmi veľkej expanzii v roku 2020 sa celková fiškálna pozícia eurozóny v roku 2021 mierne sprísnila.²⁴ Z týchto stále vysokých úrovní podpory sa v roku 2022 očakáva výraznejšie sprísnenie fiškálnej pozície, keď spolu so slabnúcou pandemiou a končiacimi sa dočasnými podpornými opatreniami začne klesať aj úroveň fiškálnej podpory. V rokoch 2023 a 2024 by sa fiškálna pozícia mala naďalej mierne sprísňovať.²⁵ Napriek tomu zostáva úroveň fiškálnej podpory na oživenie hospodárstva v celom horizonte projekcií značná, čo sa odráža v záporných hodnotách celkového primárneho fiškálneho salda.

Okrem fiškálnej podpory ekonomík krajiny eurozóny poskytli tiež významný objem záruk za úvery na podporu likvidity podnikov. Spolu tento objem záruk za celú eurozónu v roku 2021 predstavoval približne 19 % HDP. Kumulatívne čerpanie týchto záruk v období 2020 až 2021 sa odhaduje na 9 % HDP. Treba poznamenať, že tieto údaje zakrývajú významné rozdiely v objeme aj v miere využívania v jednotlivých krajinách. Záruky za pôžičky sú pre vlády kontingenčnými záväzkami.

²⁴ Fiškálna pozícia odráža smerovanie a rozsah vplyvu fiškálnych stimulov na hospodárstvo nad rámec automatickej reakcie verejných financií na vývoj hospodárskeho cyklu. Meria sa tu ako zmena pomeru cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od štátnej pomoci finančnému sektoru. Vzhľadom na to, že vyššie rozpočtové príjmy súvisiace s grantmi NGEU z rozpočtu EÚ neznižujú dopyt, cyklicky upravené primárne saldo sa v tejto súvislosti upravuje tak, aby tieto príjmy nezahŕňalo. Konceptia fiškálnej pozície eurozóny sa podrobne rozoberá v článku [The euro area fiscal stance](#), *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

²⁵ Celková fiškálna pozícia eurozóny bola v roku 2020 na úrovni -4,2 percentuálneho bodu HDP a odhaduje sa, že v roku 2021 bude na úrovni +0,2 percentuálneho bodu HDP a v rokoch 2022, 2023 a 2024 bude pravdepodobne na úrovniach +1,1, +0,3 a +0,3 percentuálneho bodu HDP, po očistení od príjmov súvisiacich s grantmi NGEU.

Akéoľvek ťiadosti o zaruľy buduľ preto predstavovať dľalšie vereľné výdavky, ktoré zvyšujú vládný dlh.

V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2021 sa predpokladá, ťe rozpočtové saldo sa v roku 2021 výrazne zlepší, zatiaľ čo v roku 2022 sa očakáva mierne zhoršenie. Konkrétne sa saldo rozpočtu vereľnej správy eurozóny ako podiel HDP revidovalo na rok 2021 nahor o 1,1 percentuálneho bodu na úroveň –5,9 % a na rok 2022 o 0,2 percentuálneho bodu nadol na úroveň –3,2 %, zatiaľ čo v roku 2023 zostáva nezmenené na úrovni –2,1 %. Tento profil sa väčšinou určuje revíziami fiškálnej pozície, ktorá sa podľa odhadov v roku 2021 sprísnila, najmä v dôsledku vyššieho výberu príjmov, než sa pôvodne očakávalo, a o niečo nižších diskrečných stimulačných opatrení. Revízie fiškálnej pozície na rok 2022 odzrkadľujú najmä dodatočné stimulačné opatrenia zapracované v kontexte rozpočtov na rok 2022 a v menšej miere nediskrečné príjmové faktory s uvoľňujúcim účinkom.

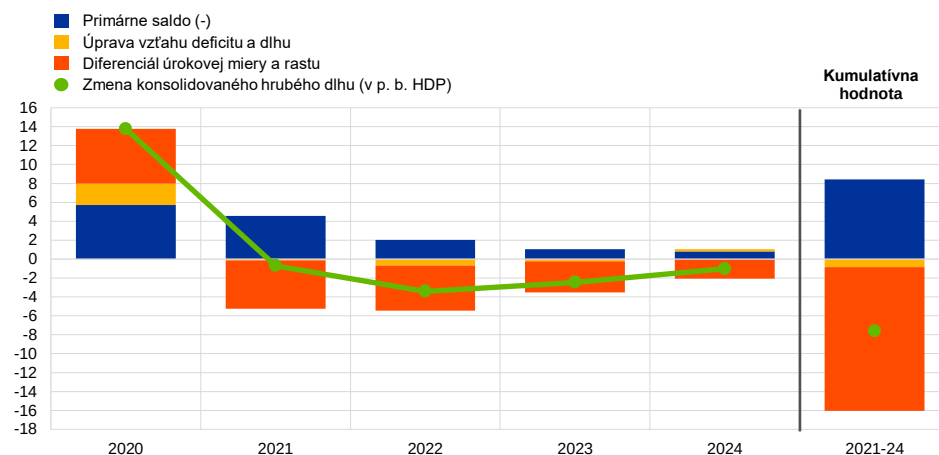
Po veľkom náraste pomeru vereľného dlhu k HDP v eurozóne v roku 2020 sa predpokladá, ťe v roku 2021 mierne klesne na úroveň tesne pod 97 % a v roku 2024 bude postupne klesať približne na 90 %. Po zvýšení pomeru dlhu v roku 2020 o 14 percentuálnych bodov bude klesajúci, ale stále vysoký primárny deficit v roku 2021 viac než kompenzovaný výrazným príspevkom diferenciálu úrokových mier a rastu znižujúcim dlh. V rokoch 2022 a 2023 bude pomer dlhu pravdepodobne klesať rýchlejšie, keďťe primárne deficity zvyšujúce dlh, hoci klesajú, buduľ vyvážené priaznivými príspevkami diferenciálov úrokových mier a rastu a v menšej miere aj zápornými úpravami deficitu a dlhu (graf 31). Na konci horizontu projekcií v roku 2024 sa očakáva, ťe pomer dlhu k HDP sa stabilizuje na úrovni okolo 90 %, čiťe 6 percentuálnych bodov nad svojou predkrízovou úrovňou. Celkovo mala kríza COVID-19 na vývoj celkového dlhu eurozóny výrazne menší nepriaznivý vplyv, ako sa všeobecne očakávalo v jej počiatočnej fáze.²⁶

²⁶ Napríklad v makroekonomických projekciách odborníkov Euro systému z júna 2020 sa predpokladalo, ťe úroveň dlhu k HDP bude na konci roku 2022 zhruba o 6,7 percentuálneho bodu vyššia ako v súčasných projekciách.

Graf 31

Faktory zmeny verejného dlhu eurozóny

(v % HDP, ak nie je uvedené inak)



Zdroj: ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému, december 2021.

Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy krajín eurozóny.

Vnútroštátne fiškálne politiky by mali poskytovať cieľenú, na rast zameranú podporu tým podnikom a domácnostiam, ktoré sú najviac vystavené dôsledkom pandémie. Pomalým ústupom od fiškálnej podpory by sa mohlo udržať oživenie a zmierniť dlhodobjšie nepriaznivé účinky. Postupné znižovanie rozpočtových nerovnováh by malo spočívať v rozhodnom posune k takému zloženiu verejných financií, ktoré bude podporovať rast, a k štrukturálnym reformám, ktoré zvýšia rastový potenciál ekonomík eurozóny. Mechanizmus na podporu obnovy a odolnosti nástroja NGEU a balík Fit for 55 môžu v tomto ohľade predstavovať dôležitú pomoc, v neposlednom rade aj urýchlením zelenej a digitálnej transformácie.

Boxy

1 Výpadky v dodávateľských reťazcoch a ich vplyv na svetové hospodárstvo

Maria Grazia Attinasi, Mirco Balatti, Michele Mancini a Luca Metelli

Napätie v globálnych produkčných sieťach, ktoré sa začalo objavovať koncom roka 2020, odráža nerovnováhu medzi ponukou a dopytom po určitých tovaroch a vytvára prekážky, ktoré spomaľujú prebiehajúce globálne hospodárske oživenie. Tlaky v globálnych produkčných sieťach, ktoré sa tiež

bežne označujú ako výpadky v dodávkach, sú mnohostranným javom. Pokles a následné oživenie hospodárskej aktivity počas pandémie koronavírusu (COVID-19) boli bezprecedentné a odrážali obrovské zmeny v dopyte a ponuke vyvolané zatváraním a opätovným otváraním ekonomík v prostredí značných menových a fiškálnych stimulov a vysokých úrovní naakumulovaných úspor, a to najmä vo vyspelých ekonomikách. Okrem toho, keďže protipandemické opatrenia výrazne obmedzovali možnosti spotreby v sektore služieb (najmä cestovný ruch, turizmus a rekreačné aktivity), došlo k obratu v dopyte, ktorý sa začal orientovať na tovary, čo ešte viac podporilo už aj tak silné cyklické oživenie v sektore tovarov. V dôsledku tohto prudkého zvýšenia dopytu museli dodávateľia tovaru na celom svete čeliť nárastu objednávok. Dôležitú úlohu okrem toho zohrali aj idiosynkratické výpadky v dodávateľských reťazcoch (napríklad v dôsledku pandemických vín a nepriaznivého počasia), ktoré brzdili rast aktivity a obchodu, čo v konečnom dôsledku viedlo k zvýšeniu cien. V tomto boxe sa skúmajú hlavné črty pretrvávajúcich výpadkov v dodávkach. Po prvé, cieľom je oddeliť výpadky na strane ponuky od faktorov na strane dopytu, keďže kým výpadky na strane dopytu sú prejavom súčasnej fázy ekonomického cyklu, výpadky na strane ponuky môžu značne brzdíť tempo oživenia, a preto je potrebné dôsledne ich sledovať. Po druhé, box prináša empirické hodnotenie vplyvu výpadkov v dodávateľských reťazcoch na globálnu hospodársku aktivitu a ceny, pričom uvádza predpoklady o ich ďalšom vývoji.¹

Výpadky v dodávateľských reťazcoch brzdia hospodársku aktivitu a obchod na globálnej úrovni. Najvýznamnejšími prvkami sú i) ťažkosti v sektore logistiky a dopravy, ii) nedostatok polovodičov, iii) obmedzenia hospodárskej aktivity v dôsledku protipandemických opatrení a iv) nedostatok pracovnej sily. Celosvetová doprava tovaru bola vážne narušená z dôvodu nevyhovujúcej distribúcie a preťaženia kontajnerov jednak vzhľadom na rýchle oživenie globálnej ekonomiky, preorientovanie spotrebiteľského dopytu zo služieb na tovary a súvisiace veľké objemy dovozu, ale aj pre zatváranie prístavov z dôvodu lokalizovaných a asynchronných ohnisk nákazy koronavírusom.² V dôsledku toho sa od konca roka

¹ Analýza vplyvu výpadkov v dodávateľských reťazcoch na priemyselnú produkciu v eurozóne sa nachádza v boxe s názvom Zdroje výpadkov v dodávateľskom reťazci a ich vplyv na výrobu v eurozóne (v tomto vydaní Ekonomického bulletinu).

² Viac v boxe [What is driving the recent Rush in Shipping costs](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2021.

2020 prudko zvýšili náklady na dopravu, najmä z hlavných ázijských prístavov do Spojených štátov a Európy. Nedostatok polovodičov sa začal prejavovať v druhom polroku 2020 a je obzvlášť výrazný najmä v automobilovom priemysle. Počas veľkého lockdownu výrobcovia automobilov síce objednávky čipov znížili, značne však narástol dopyt po čipoch používaných v iných elektronických zariadeniach (väčšinou v súvislosti s prácou z domu). Výrobcov v druhom polroku 2020 prekvapil prudký rast nových objednávok automobilov, pričom výroba čipov nedokázala pre minimálne voľné kapacity v sektore polovodičov uspokojiť vysoký dopyt – zrejme aj v dôsledku nedostatočných investícií v rokoch pred vypuknutím pandémie.³ Zdá sa, že nedostatok pracovnej sily nie je celoplošný, ale skôr koncentrovaný v určitých ekonomikách, ako sú Spojené štáty a Spojené kráľovstvo. V oboch krajinách ukazovatele tlaku na trhu práce už prekonal predkrízové úrovne, na rozdiel od vývoja po globálnej finančnej kríze, keď bolo oživenie pomalé. Horšia efektívnosť zosúladenia a pokles participácie pracovnej sily sú čiastočne dôsledkom vyšších dávok v nezamestnanosti, odchodu do predčasného dôchodku či potreby starať sa o deti a iných členov rodiny počas pandémie, ako aj neochoty pracovať v odvetviach s intenzívnymi osobnými kontaktmi.⁴ A napokon, vplyv uvedených faktorov na zablokovanie dodávateľských reťazcov sa mohol ešte zhoršiť v dôsledku takzvaného efektu biča, klasického logistického reťazového efektu, keď firmy hromadia zásoby, pretože očakávajú silný dopyt v čase nedostatku kľúčových vstupov v procese výroby (ako sú suroviny a medziprodukty).

Najzreteľnejším prejavom plošných tlakov v globálnych produkčných sieťach je predlžovanie dodacích lehôt dodávateľov vo vyspelých ekonomikách od konca roka 2020. Jedným z ukazovateľov, ktoré sa najčastejšie používajú na vyjadrenie takýchto obmedzení, je globálny index nákupných manažérov pre dodacie lehoty dodávateľov (PMI SDT), ktorý kvantifikuje vývoj času potrebného na dodanie vstupov do firiem. Hlavnou výhodou PMI SDT je, že dokáže zachytiť kapacitné obmedzenia rôzneho charakteru (napr. nedostatok medziproduktov, meškanie v doprave alebo nedostatok pracovnej sily), čo z neho robí komplexný ukazovateľ tlakov v globálnych produkčných sieťach.⁵ Tento ukazovateľ naznačuje, že dodacie lehoty dodávateľov sa v posledných mesiacoch výrazne predĺžili (graf A, panel a) a že toto predlžovanie lehôt sa stáva väčším ako počas prvého pandemického šoku. Z grafu tiež vyplýva, že medzi vyspelými ekonomikami a rozvíjajúcimi sa trhovými ekonomikami existuje značná heterogénnosť, pričom ekonomiky ako Spojené štáty, eurozóna a Spojené kráľovstvo sú postihnuté oveľa viac než kľúčové rozvíjajúce sa trhové ekonomiky. Napokon, hoci zvýšenie PMI SDT sa prejavuje vo väčšine odvetví, obzvlášť výrazné je v prípade určitých druhov výrobkov, ako sú technologické zariadenia a stroje (graf A, panel b), čo naznačuje, že nedostatok medziproduktov je horší práve v týchto odvetviach.

³ Viac v boxe [Nedostatok polovodičov a jeho dôsledky pre obchod, výrobu a ceny v eurozóne](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2021.

⁴ Viac tiež v boxe [Trh práce v Spojených štátoch a v Spojenom kráľovstve v čase oživenia po pandémii COVID 19](#) v tomto vydaní *Ekonomického bulletinu*.

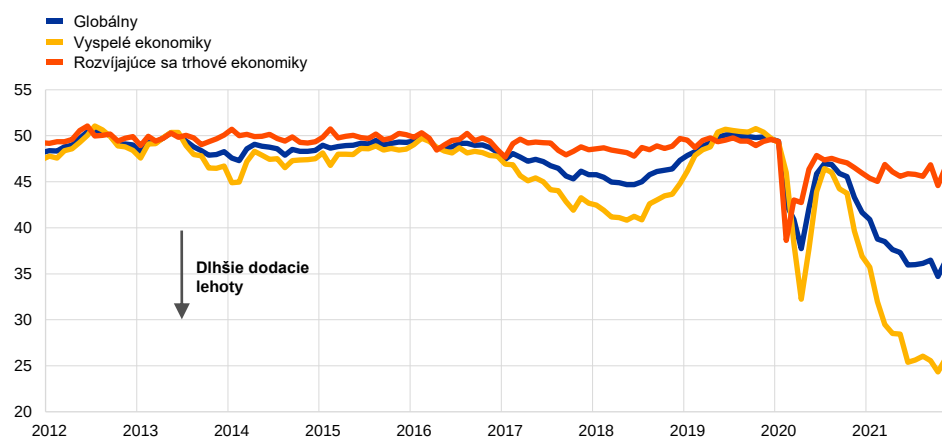
⁵ Alternatívnym ukazovateľom výpadkov v dodávkach sú ceny dopravy, ktoré však poskytujú len čiastočný obraz o tomto jave, pretože sa vzťahujú len na logistický sektor, zatiaľ čo PMI SDT je širší a viac korešponduje s hospodárskou aktivitou.

Graf A

Dodacie lehoty dodávateľov

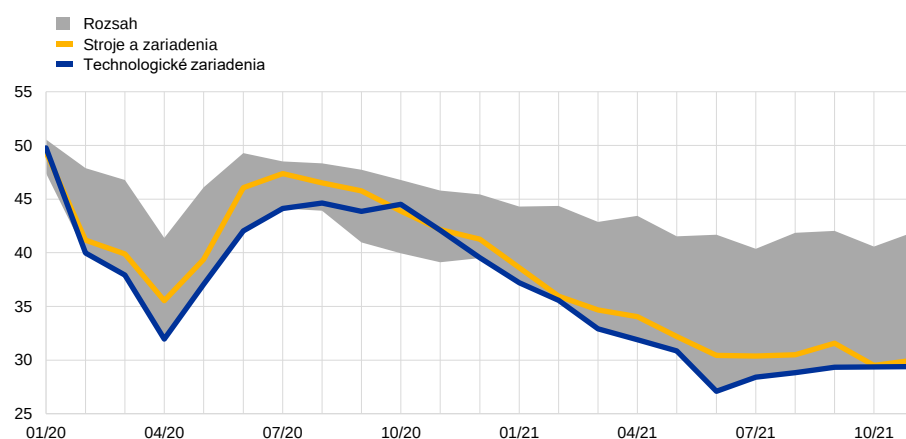
a) PMI SDT v rámci regiónov

(difúzný index)



b) Globálny PMI SDT v rámci sektorov

(difúzný index)



Zdroj: Markit a výpočty ECB.

Poznámka: Vytieňovaná oblasť v paneli b vyjadruje rozsah medzi minimálnou a maximálnou úrovňou PMI SDT v 15 sektoroch (základné materiály, chemické látky, zdroje, lesníctvo a papierenské produkty, kovy a baníctvo, spotrebný tovar, automobily a súčiastky, nápoje a potraviny, nápoje, potraviny, výrobky domácej/osobnej potreby, priemyselný tovar, stavebné materiály, stroje a zariadenia, technologické zariadenia). Posledné údaje sú z novembra 2021.

Dodacie lehoty dodávateľov odrážajú tlaky vo výrobných sieťach a vykazujú určitú procyklickosť vo vzťahu k výkyvom v produkcii. Index PMI SDT obvykle úzko korešponduje so zmenami globálneho PMI pre priemyselnú výrobu (ktorý je základným ukazovateľom hospodárskeho cyklu) a naznačuje, že s rastom produkcie sa zvyčajne predlžujú dodacie lehoty. S cieľom očistiť zmeny v PMI SDT od bežného predlžovania dodacích lehôt spojeného s cyklickými výkyvmi sa v boxe použil mesačný vektorový autoregresný (VAR) model s dvoma premennými, globálnym PMI pre priemyselnú výrobu (bez eurozóny) a globálnym PMI SDT, v ktorom sa pomocou znamienkovej reštrikcie identifikujú šoky vyplývajúce z oživenia dopytu

a z výpadkov v dodávateľských reťazcoch.⁶ Konkrétne predpokladáme, že výpadky v dodávateľských reťazcoch predlžujú dodacie lehoty a znižujú produkciu, zatiaľ čo nárast dopytu vyvolaný ekonomickým oživením predlžuje dodacie lehoty, no zvyšuje produkciu. Tento prístup nám umožňuje vyjadriť štrukturálne šoky sprevádzané pohybmi v PMI SDT, a najmä šok na strane ponuky, ktorý považujeme za naše meradlo šokov v dodávateľských reťazcoch.

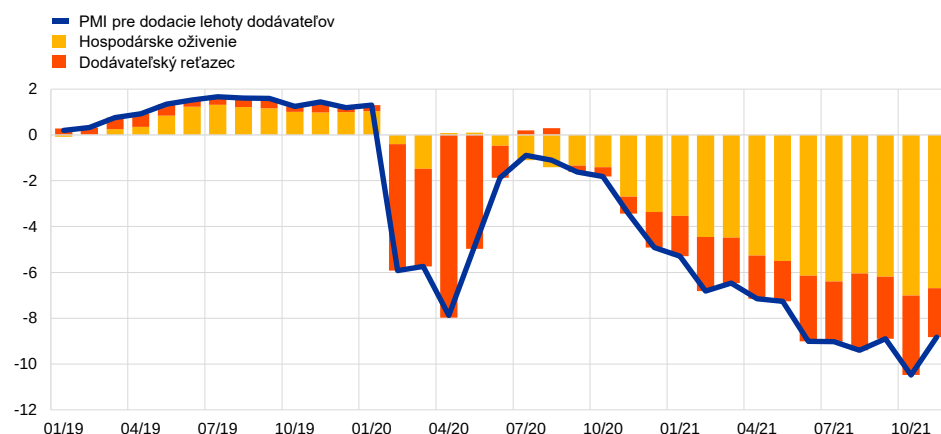
Z našej empirickej analýzy vyplýva, že šoky v dodávateľských reťazcoch majú na tlaku v globálnych produkčných sieťach približne tretinový podiel.

Z historického rozkladu vyplýva, že hoci dopytové faktory zohrávali primárnu úlohu v prípade celkovej úrovne PMI SDT, výpadky v dodávateľských reťazcoch sa na predlžovaní dodacích lehôt za posledných šesť mesiacov podieľali približne jednou tretinou a ich príspevok stále rastie (graf B). Väčší príspevok dopytových faktorov nie je prekvapením vzhľadom na procyklickosť dodacích lehôt v obdobiach hospodárskeho oživenia, teda aj počas bezprecedentného hospodárskeho oživenia, ktoré nasledovalo po počiatočnom pandemickom šoku.⁷

Graf B

Modelová dekompozícia PMI pre dodacie lehoty dodávateľov

(odchýlky od strednej hodnoty; príspevky v p. b.)



Zdroj: Výpočty ECB založené na údajoch Markit.

Poznámka: Historický rozklad globálneho PMI pre dodacie lehoty dodávateľov (bez eurozóny) získaný prostredníctvom bayesovskej vektorovej autoregresie s dvomi premennými, teda PMI pre výrobu a PMI pre dodacie lehoty dodávateľov, identifikovanými prostredníctvom znamienkovej reštrikcie a odhadovanými za obdobie od mája 2007 do novembra 2021. Posledné údaje sú z novembra 2021.

Výpadky v dodávateľských reťazcoch majú negatívny vplyv na globálnu priemyselnú produkciu a obchod a pozitívny vplyv na infláciu. Cieľom našej analýzy je kvantifikovať vplyv uvedeného šoku v dodávateľských reťazcoch na aktivitu, obchod a ceny a následne aj súvisiace prekážky, ktoré brzdia ekonomické oživenie. Na dosiahnutie tohto cieľa odhadujeme sprievodný model VAR s piatimi

⁶ Vzorom pre túto stratégiu identifikovania nám bola štúdia autorov Bhushan, S. a Struyven, D., Supply Chains, Global Growth, and Inflation, *Global Economics Analyst*, Goldman Sachs Research, 20 September 2021. Uplatnenie ukazovateľa globálneho PMI pre priemyselnú produkciu v tomto modeli VAR umožňuje včasný odhad šokov v dodávateľskom reťazci, čo by nebolo možné v prípade použitia takzvaných tvrdých údajov o hospodárskej aktivite, ktoré sa zverejňujú s dlhším časovým odstupom.

⁷ Na vrchole pandemického šoku v apríli 2020 boli hlavnou príčinou dlhších dodacích lehôt výpadky v dodávateľských reťazcoch.

endogénnymi premennými (vývoz, dovoz a priemyselná produkcia, spolu s mierami inflácie pre index spotrebiteľských cien a pre index cien výrobcov). Odhadovaný šok v dodávateľských reťazcoch je pridaný do modelu ako exogénna premenná. Na kvantifikovanie prekážok pre aktivitu, obchod a ceny následne vytvoríme kontrafaktuálny scenár pomocou podmienenej prognózy na obdobie od novembra 2020 do septembra 2021, v ktorom sa predpokladá neprítomnosť výpadkov v dodávateľských reťazcoch (teda šok v dodávateľských reťazcoch je počas celého obdobia stanovený na nulu). Zistili sme, že pri absencii šokov v dodávateľských reťazcoch by bol globálny obchod v uvedenom období vyšší kumulatívne približne o 2,7 % a svetová priemyselná produkcia by bola vyššia približne o 1,4 % (graf C, panel a). Účinky na obchod sú väčšie ako na priemyselnú produkciu, pretože naň disproporčne vplývali problémy v sektore logistiky. Okrem toho mohol nepriaznivé dôsledky na priemyselnú produkciu zmierniť aj posun smerom k domácim dodávateľom a tovarom. Naše zistenia tiež naznačujú, že výpadky v dodávateľských reťazcoch majú významný – a časom sa zvyšujúci – vplyv na ceny, ktorý je oveľa výraznejší v indexe cien výrobcov ako v indexe spotrebiteľských cien (graf C, panel b).⁸ Možno to pripísať skutočnosti, že výrobcovia sú výpadkom v dodávateľských reťazcoch vystavení oveľa bezprostrednejšie ako spotrebitelia. Okrem toho sa zvýšenie cien výrobcov na spotrebiteľov prenáša len čiastočne a/alebo s oneskorením. Napokon je potrebné poznamenať, že uvedené agregované výsledky zakrývajú značnú rôznorodosť medzi jednotlivými krajinami, keďže nie všetky štáty sú výpadkami v dodávkach zasiahnuté v rovnakej miere. Zistili sme napríklad, že tieto účinky sú výraznejšie v Spojených štátoch, kde boli výsledky za obchod a priemyselnú produkciu o 4,3 % a 2,0 % horšie ako v kontrafaktuálnom scenári bez výpadkov.

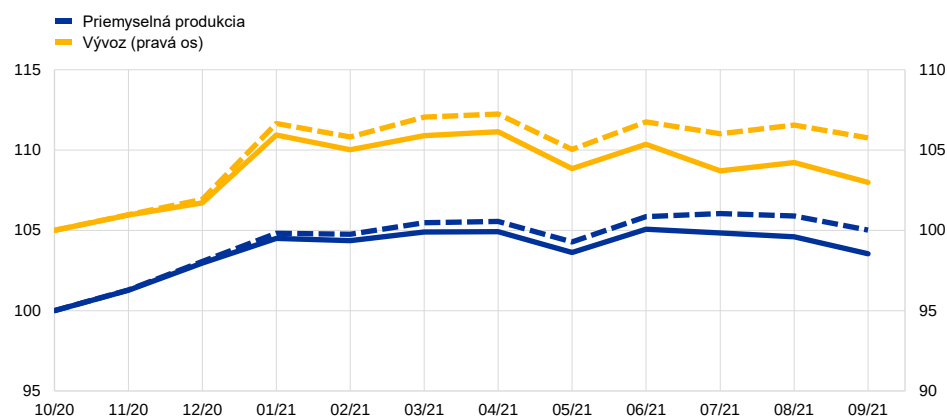
⁸ Funkcie impulznej odozvy VAR naznačujú, že po jednej perióde šokov sa účinky na infláciu rozptýlia o šesť až deväť mesiacov a v prípade reálnych premenných to trvá približne štyri mesiace.

Graf C

Odhad vplyvu

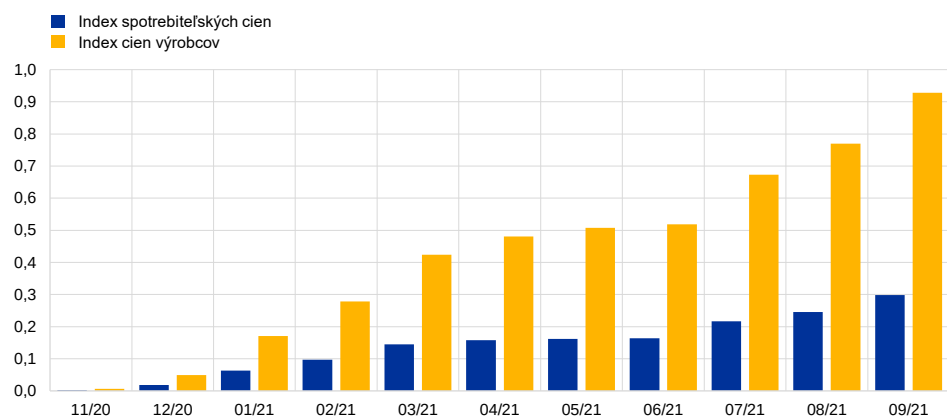
a) Svetový obchod a priemyselná produkcia (bez eurozóny)

(október 2020 = 100)



b) Svetový index spotrebiteľských cien a svetový index cien výrobcov (bez eurozóny)

(odchýlky od medziročnej mesačnej inflácie v p. b.)



Zdroj: Výpočty ECB založené na údajoch Markit, CPB a OECD.

Poznámka: Účinky výpadkov v dodávateľských reťazcoch na kvantitu a ceny sa získali pomocou modelu VAR, do ktorého ako exogénna premenná vchádza štrukturálny dodávateľský šok (získaný zo štrukturálneho VAR so znamienkovou reštrikciou pre PMI pre výrobu a PMI pre dodacie lehoty). Účinky sa vypočítali ako rozdiel medzi vývojom premenných získaným v šokovom scenári a v kontrafaktuálnom scenári, v ktorom bol šok v období od novembra 2020 do septembra 2021 stanovený na nulu (teda žiadne výpadky v dodávateľských reťazcoch). Prerušované čiary v paneli a) vyjadrujú odhadovaný vývoj vývozu a priemyselnej produkcie pri absencii výpadkov v dodávkach. Stĺpce v paneli b) ukazujú odhadované účinky výpadkov v dodávkach na index spotrebiteľských cien a na index cien výrobcov. Všetky globálne agregované údaje sú bez eurozóny. Posledné údaje sú zo septembra 2021.

Očakáva sa, že výpadky v dodávateľských reťazcoch by sa mali v druhom polroku 2022 postupne zmierniť, ich vývoj sa však stále spája so značnou neistotou.

Na vyriešenie niektorých problémov by vzhľadom na ich mnohostrannú povahu mohol byť potrebný dlhší čas než na riešenie iných. Napríklad, podstatné zvýšenie výroby polovodičov si vyžaduje značné investície na zväčšenie kapacít zlievarní. Vzhľadom na potrebný prípravný čas sa zásadné zlepšenie dá očakávať až ku koncu roka 2022 alebo v roku 2023. V nadchádzajúcich mesiacoch bude zmierňovanie nedostatku pracovnej sily závisieť od vývoja štátnych podporných opatrení, ako aj od opatrení proti šíreniu nákazy a počtu nových prípadov ochorenia COVID-19. Aktuálne klesajú aj dopravné náklady, najmä v dôsledku dočasných faktorov (napr. opätovné otvorenie prístavov v južnej Ázii po poklese počtu prípadov nákazy koronavírusom), stále však zostávajú blízko historických maxím. Z dostupných údajov z prieskumov, v ktorých sú zhrnuté názory podnikového

sektora, vyplýva očakávanie, že situácia zostane zložitá počas väčšiny, ak nie celého roka 2022.⁹

Pokiaľ ide o budúci vývoj, riziká ďalších výpadkov na strane ponuky nemožno vylúčiť, najmä ak sa pandemická situácia zhorší. Nový variant koronavírusu omikron vyvolal nové obavy týkajúce sa globálneho zhoršenia pandémie. Lokálne ohniská nákazy môžu viesť k zatváraní jednotlivých prístavov alebo firiem, čo by mohlo spôsobiť ďalšie výpadky vo výrobe a doprave, a tak brzdiť aktivitu a zároveň tlačiť na zvyšovanie cien. Navyše nové opatrenia proti šíreniu vírusu (napr. obmedzenie mobility a medzinárodných letov), ako aj dobrovoľné obmedzenia môžu opäť vyvolať posun v spotrebiteľskom dopyte zo služieb na tovary, čím sa prehĺbia výpadky v dodávkach. Ak sa však celkový spotrebiteľský dopyt zníži, mohli by sa do určitej miery zmierniť globálne problémy na strane ponuky, ktoré, ako sa uvádza vyššie, sú zrejme väčšinou výsledkom silného dopytu. A napokon, oproti očakávaniam rýchlejší nárast vo výrobe polovodičov a prepravných kapacít v sektore dopravy môže viesť k rýchlejšiemu vyriešeniu výpadkov na strane ponuky.

⁹ Viac v boxe [Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#), ECB *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2021; Hunter, T., Supply chain problems peaking, but risks remain, Oxford Economics, Research Briefing Global, 18 November 2021; *The Beige Book*, Federal Reserve System, 20 October 2021; *The CFO Survey*, Duke University, Federal Reserve Bank of Richmond and Federal Reserve Bank of Atlanta, 14 October 2021; *Business Outlook Survey of Industrial and Service Firms*, Banca d' Italia, 8 November 2021.

Trh práce v Spojených štátoch a v Spojenom kráľovstve v čase oživenia po pandémii COVID-19

Katrin Forster van Aerssen, Ramon Gomez-Salvador, Michel Soudan
a Tajda Spital

Počas oživenia po pandémii možno na trhoch práce v Spojených štátoch a v Spojenom kráľovstve pozorovať mnoho podobných čŕt, majú však rozdielny vplyv na mzdy.

V tomto boxe sa skúma postpandemický vývoj na trhu práce v Spojených štátoch a v Spojenom kráľovstve. Ukazuje sa, že v oboch krajinách nerovnováha medzi dopytom po pracovnej sile a jej ponukou spôsobuje značné napätie, neobvyklé v takejto počiatočnej fáze oživenia. Mohlo by sa to premietnuť do celoplošných mzdových tlakov, čo by predstavovalo riziko vo vzťahu k inflácii. Takéto tlaky sú čoraz zreteľnejšie v Spojených štátoch, naopak v Spojenom kráľovstve sú menej výrazné.

V Spojených štátoch dopyt po pracovnej sile prevyšuje jej ponuku. Podľa najnovších dostupných údajov bola miera participácie pracovnej sily v októbri 2021 stále výrazne pod predkrízovou úrovňou (o 1,7 percentuálneho bodu nižšie ako vo februári 2020). Takúto úroveň možno bežne pozorovať v počiatočnom štádiu oživenia cyklu trhu práce. Zdá sa, že maximálny cieľ zamestnanosti podľa Federálneho rezervného systému, ktorého jedným prvkom je aj miera participácie, nie je ani zďaleka dosiahnutý (graf A). Zároveň firmy v reakcii na značné oživenie hospodárstva Spojených štátov rýchlym tempom prichádzajú s novými pozíciami. Spôsobilo to nárast množstva voľných pracovných miest na veľmi vysoké, dokonca bezprecedentné úrovne, ktoré sa zvyčajne spájajú s neskorým štádiom cyklu trhu práce. V dôsledku toho tlak na trhu práce už prekonal úroveň pred krízou, na rozdiel od situácie po globálnej finančnej kríze, keď došlo k pomalému oživeniu (graf A).¹ Nedostatočná reakcia ponuky pracovnej sily (nízka participácia) na rastúci dopyt po pracovnej sile (vysoká úroveň voľných pracovných miest) svedčí o poklese efektívnosti zosúladenia ponuky a dopytu počas súčasného oživenia. Zjavne to platí najmä v prípade podnikov s častými kontaktmi so zákazníkmi ako bary a reštaurácie, ktoré sa stretli s ťažkosťami pri hľadaní pracovníkov. Okrem toho k zníženiu ponuky pracovnej sily viedlo aj dočasné zvýšenie dávok v nezamestnanosti (obzvlášť výrazné v prípade pracovníkov s nízkymi mzdami), predčasný odchod do dôchodku a zvýšená potreba starostlivosti o deti a iných členov rodiny počas pandémie (najmä u žien).² Čiastočne to prispelo aj k takzvanej veľkej rezignácii, keďže podporné programy umožnili ľuďom viac slobody pri podávaní výpovedí či väčší výber pri hľadaní nového miesta.

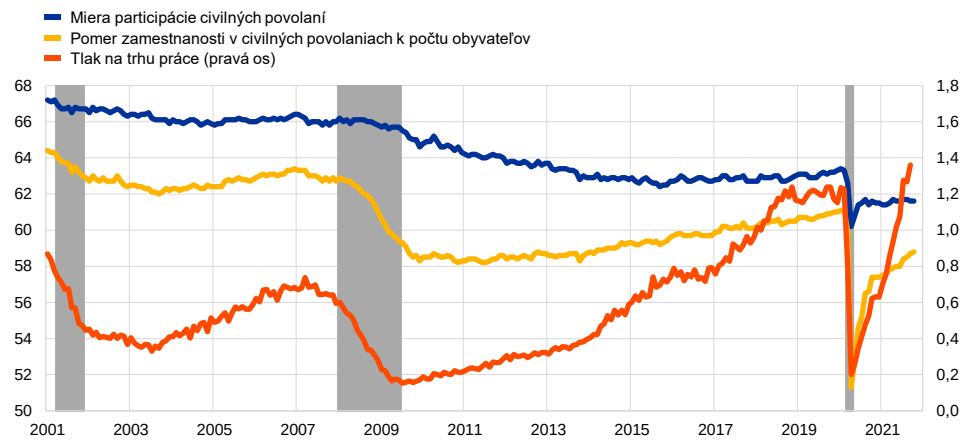
¹ Prieskum Empire State Manufacturing Survey potvrdzuje, že sa firmy usilujú rozšíriť pracovnú silu.

² Pomalé oživovanie participácie starších vekových skupín v Spojených štátoch by mohlo čiastočne súvisieť s obavami z pandémie. Podrobná analýza na úrovni eurozóny sa nachádza v boxe [Labour supply developments in the euro area during the COVID-19 pandemic](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2021.

Graf A

Miera zamestnanosti, miera participácie a tlak na trhu práce v Spojených štátoch

(percentuálny podiel civilného obyvateľstva; pomer voľných pracovných miest k nezamestnanosti; mesačné údaje)



Zdroj: BLS a výpočty autorov.

Poznámka: Tlak na trhu práce sa meria pomerom voľných pracovných miest k nezamestnanosti. Vytieňované oblasti znamenajú recesiu. Posledné údaje o tlaku na trhu sú zo septembra 2021 a o miere zamestnanosti a participácie z októbra 2021.

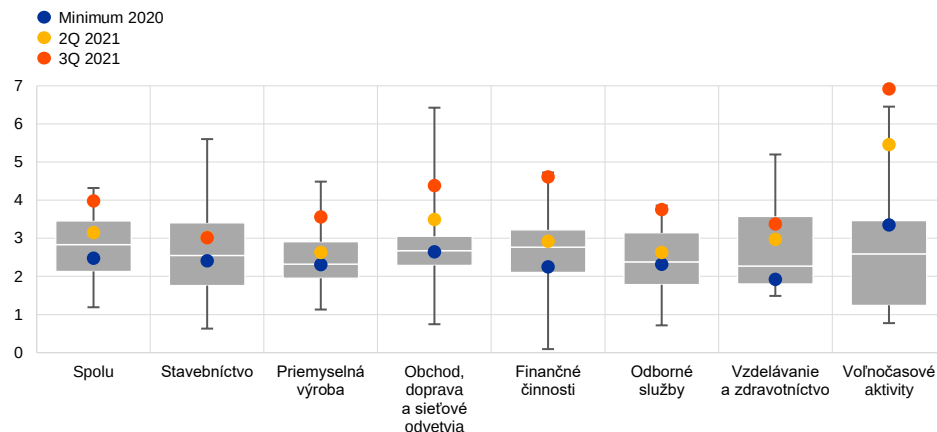
Zvýšenie napätia na trhu práce sa premietlo do rozšírenia mzdových tlakov.

Zatiaľ čo vysoká úroveň voľných pracovných miest sa zaznamenala plošne naprieč priemyselnými odvetviami, k rastu miezd – meranom indexom nákladov na zamestnanosť – dochádzalo až do druhého štvrťroka 2021 len v sektoroch voľnočasových aktivít, ubytovania a stravovania, keď sa firmy snažili zatraktívniť tieto väčšinou slabo platené pracovné miesta s intenzívnymi osobnými kontaktmi (graf B). V treťom štvrťroku sa akcelerácia v oblasti miezd prejavila aj vo väčšine iných odvetví ako napríklad obchod, a v menšej miere aj vo výrobe, finančných činnostiach a odborných službách, kde však stále zostáva v rozpätí rastu pozorovaného v minulosti. Tento vývoj podnietil diskusiu o riziku ďalšieho šírenia mzdových tlakov a či by v konečnom dôsledku mohli viesť k mzdovej a cenovej špirále. To, či sa tieto riziká materializujú, závisí od rôznych faktorov. Po prvé, očakáva sa, že väčšina faktorov, ktoré obmedzujú ponuku pracovnej sily v Spojených štátoch, bude dočasná a v nadchádzajúcich mesiacoch odznie, čím sa zníži miera napätia. Prechodné zvýšenie dávok v nezamestnanosti sa už neuplatňuje. Po druhé, od leta klesajú nové prípady nákazy koronavírusom (COVID-19), čo by malo zmierniť obavy z návratu do práce v odvetviach s intenzívnymi kontaktmi, kým opätovné otvorenie škôl by malo umožniť návrat rodičov do práce. Nadpriemerný rast produktivity zároveň držal jednotkové náklady práce (ktoré sú pre firmy pri stanovovaní cien relevantnejšie ako nominálne mzdy) blízko ich dlhodobých priemerov. Po tretie, aktuálny nárast inflácie bol do veľkej miery spôsobený sektormi tovarov a služieb, v ktorých zostal rast miezd tlmený (napríklad automobilová výroba), alebo súvisí s inými faktormi (ako nájomné, ktoré je spojené s vývojom na trhu s nehnuteľnosťami). Na druhej strane, hoci doložky o indexácii nie sú v Spojených štátoch bežnou praxou, vysokoinflačné prostredie (najvyššia miera celkovej inflácie od roku 1990) spolu s napätím na trhu práce by sa mohli premietnuť do väčšieho rizika ďalšieho rozširovania požiadaviek na zvýšenie miezd.

Graf B

Index nákladov na zamestnanosť podľa odvetví v Spojených štátoch

(medziročné miery rastu)



Zdroj: BLS a výpočty autorov.

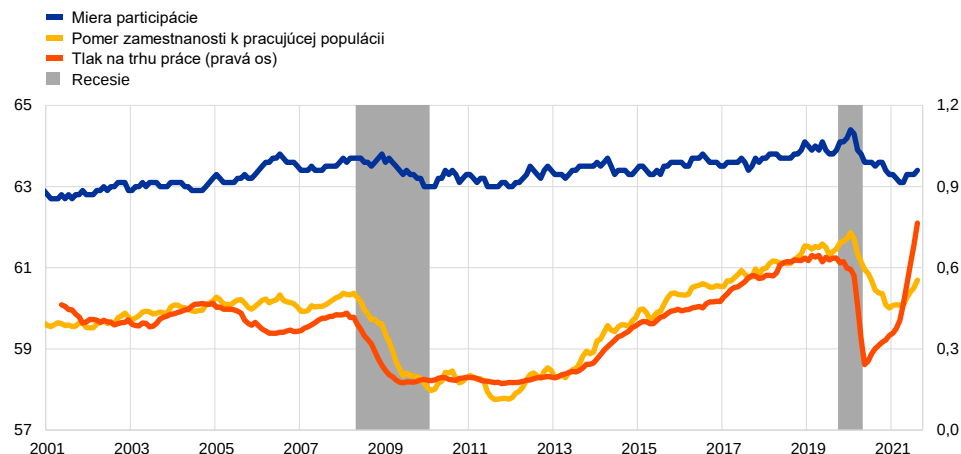
Poznámka: Vyznačené polia predstavujú minimum, prvý kvartil, medián, tretí kvartil a maximum v čase od prvého štvrťroka 1997 do posledného štvrťroka 2019. Posledné údaje sú z tretieho štvrťroka 2021.

Rovnako na trhu práce v Spojenom kráľovstve sa prejavujú známky zvýšeného napätia a pomalé oživovanie zamestnanosti a participácie. Tak ako v Spojených štátoch, miera zamestnanosti a miera participácie pracovnej sily sa len pomaly približujú predkrízovým úrovňam. Rozdiel o 1,2 a 0,9 percentuálneho bodu v porovnaní s týmito mierami vo februári 2020 je stále veľký a naznačuje počiatočnú cyklickú fázu oživenia trhu práce (graf C). Naopak, množstvo voľných pracovných miest pomerne prudko narastalo, keďže firmy v Spojenom kráľovstve čelili zvýšenému dopytu po tovare a službách (poháňanému opätovným otvorením ekonomiky) a zároveň zníženej ponuke nízkokvalifikovaných pracovníkov z EÚ (pre brexit). V dôsledku toho napätie na trhu práce prekročilo predkrízové úrovne, čo poukazuje na neskoré štádium cyklu, na rozdiel od pomalšieho oživenia po globálnej finančnej kríze (graf C). Podobne ako v Spojených štátoch, pomalá reakcia ponuky pracovnej sily na jej veľký dopyt v Spojenom kráľovstve naznačuje nižšiu efektívnosť zosúladenia ponuky a dopytu. Dôvody sú podobné, stojí za tým však aj nižšia participácia mnohých mladých ľudí, ktorí sa rozhodli pokračovať vo vzdelávaní. Ďalším vysvetlením napätia na trhu práce môže byť tiež schéma nútených dovolení, keďže takíto zamestnanci mali menšiu motiváciu zapojiť sa medzi dostupnú pracovnú silu a uchádzať sa o nové miesto. Táto schéma sa však prestala využívať v septembri, čo znamená, že tlak na trhu práce by už mohol byť menší, než poukazujú oficiálne údaje.

Graf C

Miera zamestnanosti, miera participácie a tlak na trhu práce v Spojenom kráľovstve

(percento populácie v produktívnom veku a pomer voľných pracovných miest k nezamestnanosti, 3-mesačný kľzavý priemer)



Zdroj: ONS a výpočty autorov.

Poznámka: Tlak na trhu práce sa meria pomerom voľných pracovných miest k nezamestnanosti. Vytieňované oblasti znamenajú recesiu. Posledné údaje sú zo septembra 2021.

Vzhľadom na rôznorodý vývoj v oblasti voľných pracovných miest sa mzdové tlaky doteraz obmedzili len na špecifické odvetvia. Zatiaľ čo rast priemerných týždenných príjmov v celom hospodárstve zostáva vysoký (v septembri na úrovni 5,8 %), za väčšou časťou tohto zvýšenia stoja negatívne bazické efekty, ktoré odrážajú minuloročné zavedenie schémy nútených dovoleniek.³ Možno to pozorovať aj na úrovni sektorov, keď bazické efekty viedli v druhom štvrtroku 2021 k historicky vysokým mzdám vo väčšine odvetví. Najnovšie údaje za tretí štvrtrok naznačujú, že rast miezd sa ďalej nezvyšoval a vo väčšine prípadov sa dokonca spomalil (graf D).⁴ Zvýšenie miezd bolo najvýraznejšie v sektoroch odborných a obchodných služieb a v odvetviach, ktoré predtým využívali nízkokvalifikovanú prácu migrantov (stavebníctvo, voľnočasové aktivity, ubytovanie a stravovanie). Stojí za zmienku, že hoci sa v určitých povolaniach (ako vodiči nákladných áut) zaznamenal výrazný rast príjmov, nerozšíril sa do celého odvetvia (obchod, doprava a verejné služby). Riziko celoplošných mzdových tlakov a mzdovej a cenovej špirály sa preto v tejto fáze oživenia zdá byť menej pravdepodobné, keďže základný rast miezd zostáva oveľa tlmenejší.

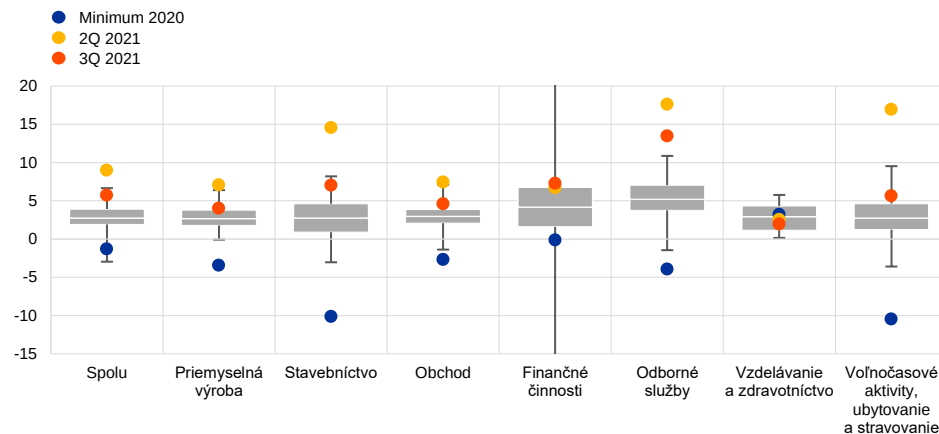
³ V rámci vládneho programu nútenej dovolenky v Spojenom kráľovstve zamestnanci na nútenom voľne dostávali 80 % obvyklého platu do maximálnej výšky 2 500 GBP mesačne. Viedlo to k značnému zníženiu priemerných týždenných príjmov.

⁴ Keď sa porovnávajú anualizované miery rastu počas dvoch rokov, vplyv bazických efektov sa vytráca, v dôsledku čoho sú mzdové tlaky v druhom a treťom štvrtroku len mierne.

Graf D

Priemerné týždenné príjmy podľa odvetví v Spojenom kráľovstve

(medziročné miery rastu, 3-mesačný kľzavý priemer)



Zdroj: ONS a výpočty autorov.

Poznámka: Vyznačené polia predstavujú minimum, prvý kvartil, medián, tretí kvartil a maximum v čase od prvého štvrťroka 2002 do posledného štvrťroka 2019. Posledné údaje sú z tretieho štvrťroka 2021.

Hoci v Spojených štátoch aj Spojenom kráľovstve sa prejavuje nedostatok pracovnej sily, vývoj v oblasti miezd je do určitej miery odlišný. Očakáva sa, že faktory obmedzujúce ponuku pracovnej sily sa v oboch krajinách čiastočne zmiernia. V Spojenom kráľovstve to pravdepodobne povedie k zníženiu tlaku na trhu práce a zmierni doposiaľ iba veľmi lokalizované mzdové tlaky. V Spojených štátoch by očakávaný pokračujúci silný hospodársky rast mohol v krátkodobom horizonte predĺžiť tlak na trhu práce, čo by mohlo viesť k plošnejšiemu rastu miezd.

Podmienky financovania z pohľadu spoločností v eurozóne

Annalisa Ferrando a Sofia Gori

V tomto boxe sa skúmajú nové ukazovatele podmienok financovania, ktorým čelia spoločnosti v eurozóne, na základe údajov z prieskumu na úrovni podnikov. Od začiatku pandémie, a najmä od decembra 2020, sa Rada guvernérov zaviazala zachovať priaznivé podmienky financovania počas trvania pandémie, pričom ich považuje za kompas, ktorým sa riadi menová politika.¹ Na meranie podmienok financovania využíva ECB holistický prístup, ktorý zahŕňa široké spektrum ukazovateľov v celom transmisnom reťazci menovej politiky. Tieto ukazovatele sa pohybujú v rozmedzí od upstream štádií s úrokovými sadzbami, ktoré sú na začiatku transmisného procesu (t. j. bezrizikové úrokové sadzby a výnosy štátnych dlhopisov), až po downstream štádiá s ukazovateľmi, ktoré merajú vplyv na náklady a objem financovania z vonkajších zdrojov dostupných pre podniky a domácnosti. Tento box sa zameriava na nové downstream ukazovatele podmienok financovania, ktorým čelia nefinančné podniky v eurozóne, odvodené z informácií získaných z [prieskumu o prístupe podnikov k financovaniu \(SAFE\)](#). Tieto informácie dopĺňajú analýzu finančných podmienok založenú na kvantitatívnych bankových a trhových ukazovateľoch.

Tri syntetické ukazovatele získané na základe rozsiahleho súboru údajov SAFE vystihujú, ako podniky vnímali podmienky financovania v eurozóne od roku 2009. Prieskum SAFE obsahuje otázky rozdelené do štyroch skupín. Prvá skupina zahŕňa zmeny cenových podmienok a súvisí s úrokovými sadzbami bánk a ďalšími nákladmi na bankové financovanie (poplatky, provízie), zatiaľ čo druhá skupina sa zameriava na zmeny necenových podmienok a zahŕňa zábezpeky a ďalšie faktory, ako sú požadované záruky, požiadavky na informácie, postupy, čas potrebný na schválenie úveru a úverové podmienky. Tretia skupina otázok sa týka finančnej situácie podnikov a zameriava sa na zmeny zisku, vlastného imania a úverovej histórie, ak sa predpokladá, že tieto premenné majú vplyv na prístup podnikov k úverom. Zmeny týchto premenných odhaľujú informácie o finančnej stabilite súvah dlžníkov a banky ich využívajú pri rozhodovaní o poskytnutí alebo neposkytnutí úveru. Štvrtá skupina otázok sa týka toho, ako podniky vnímajú zmeny ochoty bánk poskytovať úvery, a poskytuje tiež významné informácie o ponuke financovania z vonkajších zdrojov. Tieto otázky môžu nepriamo signalizovať, do akej miery operácie menovej politiky pomáhajú uľahčovať prístup k bankovému financovaniu, a tým udržiavať poskytovanie úverov reálnej ekonomike. Z jednotlivých odpovedí približne 35 000 podnikov na štyri vyššie uvedené skupiny otázok² možno pomocou

¹ Lane, P., [The compass of monetary policy: favourable financing conditions](#), vystúpenie na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 25. februára 2021.

² Zodpovedá to celkovo 58 000 údajom za obdobie rokov 2009 až 2021 (do septembra).

faktorovej analýzy zistiť rôzne aspekty celkových podmienok financovania.³ Analýza zisťuje tri hlavné komponenty, ktoré možno interpretovať ako komponenty týkajúce sa finančnej situácie podnikov, necenových podmienok a cenových podmienok. Tie sú uvedené v grafe A v poradí podľa ich dôležitosti pri vysvetľovaní celkového rozptylu celkových podmienok financovania. Kladná hodnota hlavného komponentu signalizuje sprísnenie podmienok financovania.

Tieto tri ukazovatele celkovo naznačujú, že došlo k niekoľkým dôležitým fázam vo vnímaní podmienok financovania podnikmi, ktoré úzko súvisia s opatreniami menovej politiky ECB v priebehu času (všetky časti grafu A).

Ukazovatele naznačujú, že v poslednom desaťročí došlo k všeobecnému uvoľneniu podmienok financovania, čo je v súlade s akomodačným nastavením menovej politiky v tomto období a s opatreniami prijatými na obnovenie transmisného mechanizmu od globálnej finančnej krízy.⁴ Hoci podmienky financovania boli pre malé a stredné podniky vo všeobecnosti prísnejšie ako pre veľké podniky počas väčšiny obdobia, podmienky sa zmiernili pre podniky všetkých veľkostí a toto zmierňovanie pokračovalo len s dočasnými obdobiami sprísňovania.

³ Z technického hľadiska poskytuje faktorová analýza väčší počet hlavných komponentov. Pomocou Hornovej paralelnej analýzy sa zachytávajú tri hlavné komponenty. Tieto komponenty vysvetľujú viac ako 65 % celkového rozptylu v súbore údajov ôsmich jednotlivých premenných. Po posúdení validity redukcie údajov pomocou Kaiser-Meyer-Olkinovej a Cronbachovej alfa štatistiky boli faktorové záťažové šikmo rotované s cieľom vytvoriť korelované faktory. Na základe rotovanej matice faktorových záťaží sme každému hlavnému komponentu priradili konkrétny význam, pričom sme sa zamerali na najvyššie záťažové pre každú premennú.

⁴ Podrobný opis jednotlivých fáz a súvisiacich opatrení ECB prijatých do začiatku pandémie COVID-19 sa nachádza v článku s názvom [Access to finance for small and medium-sized enterprises after the financial crisis: evidence from survey data](#), *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2020.

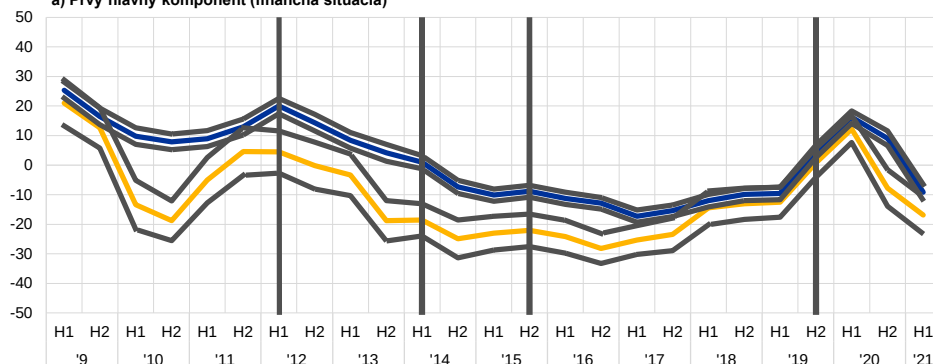
Graf A

Ukazovatele podmienok financovania na základe faktorovej analýzy

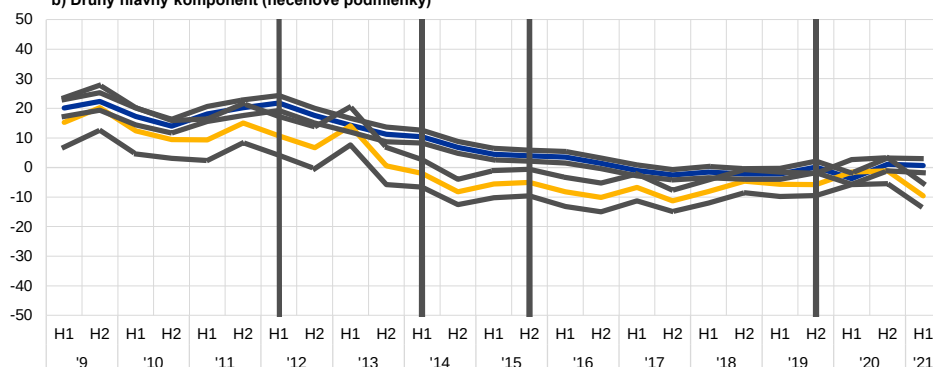
(vážené výsledky v percentách)

■ Malé a stredné podniky
■ Veľké podniky
■ 95 % interval spoľahlivosti

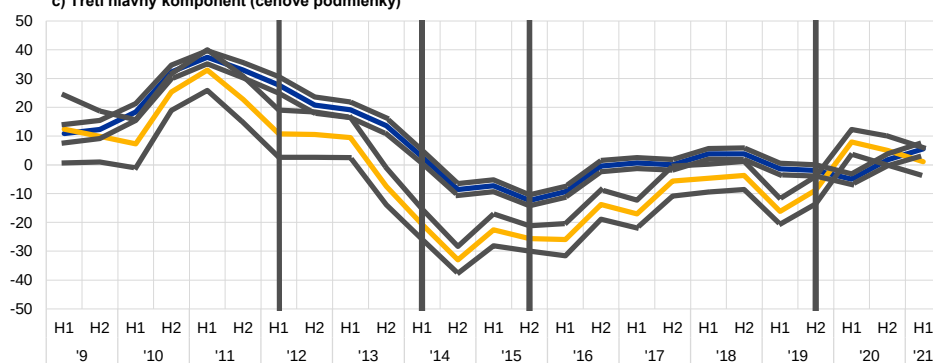
a) Prvý hlavný komponent (finančná situácia)



b) Druhý hlavný komponent (necenové podmienky)



c) Tretí hlavný komponent (cenové podmienky)



Zdroj: Prieskum ECB a Európskej komisie o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE).

Poznámka: Kladné hodnoty naznačujú sprísnenie podmienok financovania, ktoré sú merané pomocou hlavných komponentov. Malé a stredné podniky majú menej ako 250 zamestnancov. Jednotlivé bodové hodnotenia každého hlavného komponentu sú vážené podľa veľkostnej triedy, ekonomickej činnosti a krajiny, aby odrážali ekonomickú štruktúru východiskovej skupiny podnikov. Jednotlivé hodnotenia sa štandardizujú tak, aby mali hodnoty od -1 do 1, a vynásobia sa 100, aby sa získali vážené zostatky v percentách. Prvá zvislá sivá čiara označuje oznámenie priamych menových transakcií. druhá zvislá sivá čiara označuje začiatok prvej série cieľených dlhodobých refinančných operácií (TLTRO I) a politiku záporných úrokových sadzieb; tretia zvislá sivá čiara označuje začiatok druhej série cieľených dlhodobých refinančných operácií (TLTRO II) a programu nákupu cenných papierov podnikového sektora; posledná zvislá sivá čiara označuje začiatok núdzového pandemického programu nákupu aktív a tretej série cieľených dlhodobých refinančných operácií (TLTRO III). Bodkované čiary znázorňujú 95 % pásma spoľahlivosti. Posledné údaje sú za obdobie od apríla 2021 do septembra 2021.

Posledná fáza vnímania zmien podmienok financovania podnikmi sa zhodovala so začiatkom núdzového pandemického programu nákupu aktív (PEPP) a uvoľnením podmienok tretej série cieľených dlhodobých

refinančných operácií (TLTRO III). Z najnovších výsledkov prieskumu, ktoré sa vzťahujú na obdobie od apríla 2021 do septembra 2021, vyplýva, že po prudkom hospodárskom poklese sa prístup k financovaniu zlepšil do takej miery, že dostupnosť financovania z vonkajších zdrojov sa považovala za prevyšujúcu dopyt. Počas tejto poslednej fázy však tri hlavné komponenty ponúkli odlišné hodnotenia podmienok financovania vzhľadom na špecifickú povahu hospodárskej krízy spôsobenej pandémiou.

Prvý ukazovateľ podmienok financovania zdôrazňuje úlohu, ktorú zohrávajú zmeny v kvalite súvah podnikov (zisk, vlastné imanie a úverová bonita) pri určovaní ich prístupu k financovaniu z vonkajších zdrojov (finančná situácia: časť a) grafu A). Pri zameraní sa na obdobie tesne pred pandémiou a počas nej (posledné štyri kolá prieskumu) vidno, že finančná situácia podnikov sa po výraznom zhoršení na začiatku pandémie zlepšila súčasne s nedávnym oživením hospodárskej aktivity. Od apríla 2020 do marca 2021 zaznamenali malé a stredné podniky výrazný pokles zisku, ako aj určité oslabenie kapitálovej pozície. Keďže oba ukazovatele sú dôležitými determinantmi rozhodnutí bánk o poskytovaní úverov, podniky toto zhoršenie vnímali ako prekážku prístupu k financovaniu z vonkajších zdrojov. V poslednom kole prieskumu (od apríla 2021 do septembra 2021) signalizovali malé a stredné podniky návrat k uvoľňovaniu podmienok, čo odzrkadľuje ich optimistické vnímanie dlhodobého rastu obratu, a to aj napriek pretrvávajúcej nevýraznej výkonnosti z hľadiska zisku. Veľké podniky tiež zaznamenali zhoršenie svojej situácie v oblasti zisku, ale len krátkodobo.

Druhý komponent sa zameriava najmä na faktory súvisiace so zmenami v požiadavkách na kolaterál a iné záruky (necenové podmienky: časť b) grafu A). Tento ukazovateľ je v priebehu času stabilnejší a má celkovo klesajúcu tendenciu. Poukazuje na zmiernenie podmienok financovania počas pandémie len pre veľké podniky, zatiaľ čo malé a stredné podniky signalizovali zhoršenie v dôsledku zvýšenia požiadaviek na kolaterál a ďalších požiadaviek, ako sú dodatočné zmluvné záväzky.

Tretí komponent väčšinou odráža zmeny úrokových sadzieb a ostatných nákladov na financovanie (cenové podmienky: časť c) grafu A). Ide o komponent, ktorý by mohol najlepšie odrážať transmisiu menovej politiky do podmienok financovania podnikov počas štyroch fáz opísaných vyššie. V prípade malých a stredných podnikov signalizuje určité sprísnenie súvisiace s bankovými nákladmi od októbra 2020, zatiaľ čo v prípade veľkých podnikov signalizuje sprísnenie na začiatku pandémie, ktoré sa v poslednom období (od apríla 2021 do septembra 2021) výrazne zmiernilo.

Vnímanie podmienok financovania podnikmi v súvislosti s cenovými podmienkami presne kopíruje trend podmienok, ktoré uvádzajú banky eurozóny. Na grafe B sa porovnáva dynamika komponentu cenové podmienky s dvoma dôležitými aspektmi podmienok bánk dohodnutých v úverových zmluvách. Ide o marže priemerných úverov a marže rizikovejších úverov, ktoré sú definované ako spread oproti príslušným trhovým referenčným sadzbám. Banky eurozóny pravidelne vykazujú zmeny týchto premenných v štvrťročnom prieskume úverovej

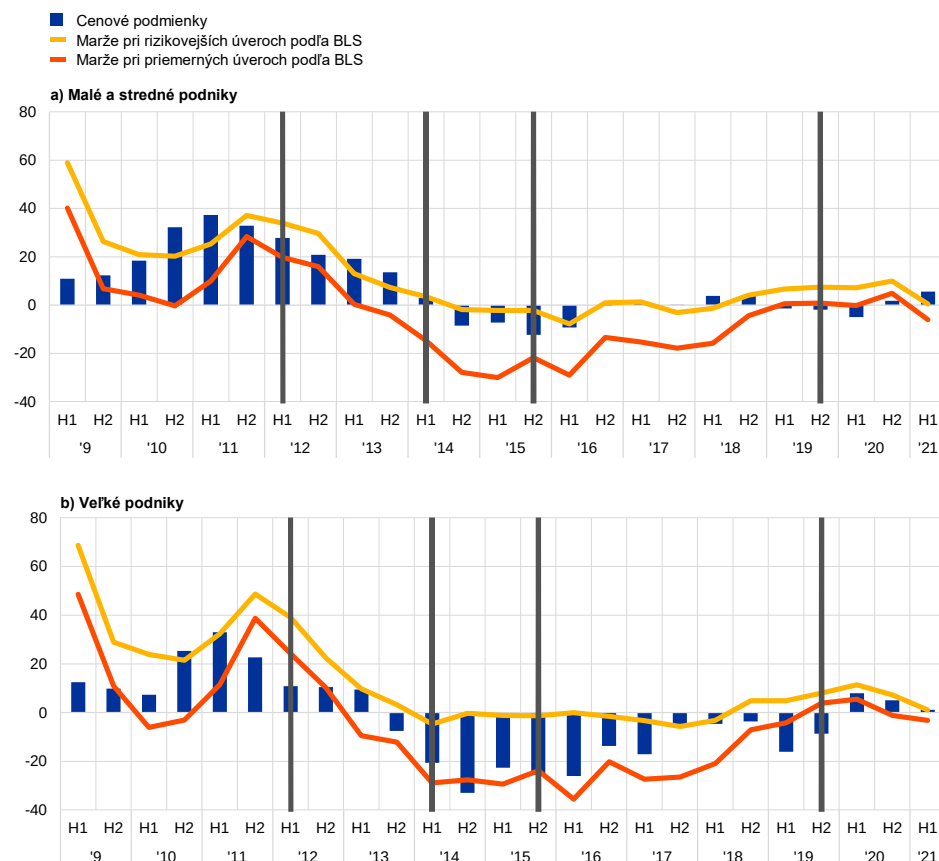
aktivity bánk (BLS).⁵ Od roku 2009 sa rozšírenie (zúženie) marží bánk prejavilo v zhoršení (zlepšení) podmienok financovania, ako uvádzali podniky. Tesne pred vypuknutím pandémie poukazovali signály z prieskumu úverovej aktivity bánk na rozsiahle sprísnenie úverových podmienok, hoci sadzby bankových úverov zostali na historicky priaznivej úrovni. Banky toto sprísnenie pripisovali zintenzívneniu rizík ohrozujúcich úverovú bonitu podnikov (ktoré tu tiež zachytáva prvý ukazovateľ) a vyhlídkam na možné straty z úverov v budúcnosti. Keďže sa hospodárske oživenie týkalo čoraz viac podnikov, sprísňovanie sa zmierňovalo a úverové marže sa v prieskume BLS počas posledného dostupného kola prieskumu SAFE uvádzali ako v podstate nezmenené. Malé a stredné podniky však zároveň vnímali zhoršenie podmienok financovania v súvislosti s cenovými podmienkami. Toto najnovšie sprísnenie v období od apríla 2021 do septembra 2021 môže byť spôsobené menším využívaním štátom garantovaných úverov súvisiacich s pandemiou, ktoré banky zvyčajne poskytovali za veľmi výhodných podmienok vrátane miernejších kritérií na schvaľovanie úverov.

⁵ Za každé (polročné) kolo prieskumu SAFE boli príslušné dva štvrtroky odpovedí z prieskumu BLS spriemerované.

Graf B

Úverové podmienky bánk a tretí hlavný komponent (cenové podmienky)

(čisté percentá pre marže; vážené skóre cenových podmienok v percentách)



Zdroj: Prieskum úverovej aktivity bánk v eurozóne (BLS), prieskum ECB a Európskej komisie o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE).

Poznámka: Kladné hodnoty naznačujú zhoršenie hlavného komponentu a čisté rozšírenie úverových marží. Malé a stredné podniky majú menej ako 250 zamestnancov. Jednotlivé bodové hodnotenia pre hlavný komponent sú vážené podľa veľkostnej triedy, ekonomickej činnosti a krajiny, aby odrážali ekonomickú štruktúru východiskovej skupiny podnikov. Jednotlivé hodnotenia sa štandardizujú tak, aby mali hodnoty od -1 do 1, a vynásobia sa 100, aby sa získali vážené zostatky v percentách. Za každé (polročné) kolo prieskumu SAFE boli príslušné dva štvrtroky odpovedí z prieskumu BLS spriemerované. Prvá zvislá sivá čiara označuje oznámenie priamych menových transakcií; druhá zvislá sivá čiara označuje začiatok prvej série cieľených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO I) a politiku záporných úrokových sadzieb; tretia zvislá sivá čiara označuje začiatok druhej série cieľených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO II) a programu nákupu cenných papierov podnikového sektora; posledná zvislá sivá čiara označuje začiatok núdzového pandemického programu nákupu aktív a tretej série cieľených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III). Posledné údaje sú za obdobie od apríla 2021 do septembra 2021.

Sprísenie podmienok financovania, ktoré sa prejavuje zvýšením ktoréhokoľvek z hlavných komponentov, zvyšuje pravdepodobnosť, že podnik uvedie, že v budúcnosti očakáva zhoršenia dostupnosti bankových úverov (graf C). V prieskume SAFE sa od podnikov požaduje, aby uviedli svoje očakávania týkajúce sa budúcej dostupnosti financovania z vonkajších zdrojov v priebehu šiestich mesiacov po vykonaní prieskumu v teréne.⁶ Podľa prístupu Ferranda a Ganoulisa⁷ sa na zistenie súvislosti medzi očakávaným zhoršením dostupnosti bankových úverov v budúcnosti a tromi hlavnými komponentmi, súborom umelých

⁶ Napríklad v poslednom kole prieskumu boli podniky v období od polovice septembra do polovice októbra 2021 požiadané o informácie o zmenách v prístupe k financovaniu za obdobie od apríla 2021 do septembra 2021 a tiež o informácie o očakávaných zmenách v prístupe k financovaniu za obdobie od októbra 2021 do marca 2022.

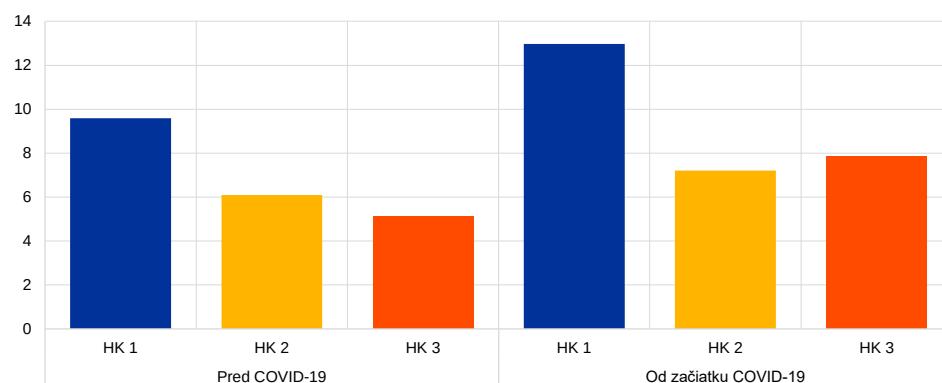
⁷ Ferrando, A. a Ganoulis, I., *Firms' expectations on access to finance at the early stages of the COVID-19 pandemic*, Working Paper Series, No 2446, ECB, 2020.

premenných, ktorý riadi makroekonomický vývoj osobitne pre každú krajinu a každý čas, a súborom charakteristík podnikov (sektor a veľkosť) používa model logit.⁸ V grafe C je znázornená pravdepodobnosť, že podnik oznámi zhoršenie dostupnosti bankových úverov v budúcnosti v dôsledku zmien podmienok financovania (priemerné marginálne účinky). Prvé tri stĺpce vychádzajú z odhadov pre obdobie pred pandémiou a druhé tri z odhadov pre obdobie po začatí pandémie. Všetky uvádzané marginálne efekty sú pozitívne a štatisticky významné.

Graf C

Príspevky ukazovateľov podmienok financovania k zhoršeniu vnímanej budúcej dostupnosti bankových úverov

(priemerné marginálne účinky, percentá)



Zdroj: Prieskum ECB a Európskej komisie o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE).

Poznámka: Priemerné marginálne účinky zvýšenia hlavných komponentov o jednu štandardnú odchýlku na zhoršenie budúcej dostupnosti bankových úverov na základe regresii logit. HK znamená „hlavný komponent“. HK 1 znamená finančnú situáciu podnikov; HK 2 necenové podmienky; HK 3 cenové podmienky.

Od začiatku pandémie COVID-19 sa podniky čoraz viac obávajú, že dostupnosť bankových úverov sa v budúcnosti môže zhoršiť, ak sa zvýšia náklady na financovanie. Význam komponentu týkajúceho sa zmien bankových úrokových sadzieb a iných nákladov na financovanie pri predpovedaní budúcej dostupnosti bankových úverov sa od začiatku pandémie COVID-19 zvýšil najviac. Zhoršenie tohto komponentu, ktorý priamo súvisí s hodnotením správania bánk podnikmi, o jednu štandardnú odchýlku zvyšuje pravdepodobnosť zhoršenia dostupnosti bankových úverov v budúcnosti o 7,8 %. Do marca 2020 to bolo 5,1 %. Napriek tomu je očakávaná dostupnosť financovania stále najviac ovplyvnená finančnou situáciou podnikov (prvý hlavný komponent) s priemerným marginálnym vplyvom na úrovni 9,6 % pred pandémiou COVID-19 a 13 % od začiatku pandémie. V prípade komponentu týkajúceho sa necenových podmienok (druhý hlavný komponent) predstavuje príslušný nárast od začiatku pandémie 1,1 percentuálneho bodu na úroveň 7,2 %.

Empirická analýza ukazuje, že od začiatku pandémie sa celkové podmienky financovania, ktoré podniky signalizovali v prieskume SAFE a ktoré boli rozdelené

⁸ Druhá špecifikácia zahŕňa zmenu dostupnosti bankových úverov. Táto premenná zohráva podobnú úlohu ako oneskorená závislá premenná v prierezovom modeli, hoci ju podniky vykazujú v rovnakom čase ako očakávania. Ekonometrické výsledky sa pri tejto druhej špecifikácii potvrdili, hoci tieto výsledky nie sú uvedené v tomto boxe.

použitím troch hlavných komponentov, stali pri posudzovaní očakávaní podnikov o budúcej dostupnosti bankových úverov dôležitejšími.

Dekompozícia trhových ukazovateľov kompenzácie za infláciu na inflačné očakávania a rizikové prémie

Valentin Burban, Bruno De Backer, Fabian Schupp a Andreea Liliana Vladu

V tomto boxe je opísaný modelový prístup na rozlišovanie dvoch nasledovaných zložiek, ktoré sú obsiahnuté v trhových ukazovateľoch kompenzácie za infláciu, a to inflačných očakávaní a inflačných rizikových prémie. Tento prístup využíva ekonometrické modely, ktoré sa používajú na analýzu časovej štruktúry sadzieb inflačných swapov (ILS). Odhady naznačujú, že nárast forwardových sadzieb inflačných swapov pozorovaný od polovice roka 2020 možno pripísať skôr inflačným rizikovým premiám ako inflačným očakávaniám. To naznačuje, že nárast súvisí najmä s posunom v hodnotení inflačných rizík z nižších ako očakávaných na vyššie ako očakávané.

Sadzby inflačných swapov sa často používajú ako referenčný podklad pre trhovú ukazovateľa kompenzácie za infláciu v eurozóne. Podľa zmlúv

o inflačných swapoch sa pri splatnosti vymieňa vopred dohodnutá pevná swapová sadzba za priemernú mieru inflácie realizovanú počas trvania swapu, pričom obe sadzby sa uplatňujú na fiktívnu sumu. Na rozdiel od rovnovážnych mier inflácie odvodených od dlhopisov viazaných na infláciu a nominálnych štátnych dlhopisov vydaných konkrétnymi členskými štátmi eurozóny sú sadzby inflačných swapov menej ovplyvnené problémami likvidity trhu.¹

Keďže sadzby inflačných swapov odrážajú vnímanie budúcej inflácie účastníkmi finančného trhu, centrálné banky ich pozorne sledujú (graf A).

Sadzby inflačných swapov boli v období rokov 2005 až 2007 relatívne stabilné na úrovni mierne nad 2 %, ale v druhej polovici roka 2008 v dôsledku globálnej finančnej krízy prudko klesli. Do konca roka 2010 sa síce vrátili na úroveň blízku 2 %, postupne však opäť klesli na hodnoty nekorešpondujúce s vtedajším inflačným cieľom ECB tesne pod 2 %. Napríklad jednoročná forwardová sadzba inflačného swapu na štyri roky dopredu bola v polovici roka 2016 mierne pod 1 %. Hoci sa sadzby inflačných swapov do polovice roka 2018 mierne zotavili, následne opäť klesli na nízke úrovne, až kým kríza spôsobená koronavírusom (COVID-19) nevyvolala ďalší dramatický pokles, pričom najnižšiu úroveň dosiahli koncom marca 2020. V priebehu nasledujúceho roka a pol sa výrazne zvýšili. Najnovšie dosiahla sadzba jednoročných inflačných swapov až 3 %, kým jednoročná forwardová sadzba na jeden rok dopredu zostala pod 2 %. To naznačuje, že finančné trhy považujú nedávny nárast inflácie za prechodný. Pre strednodobý cieľ cenovej stability je

¹ Prehľad o trhu inflačných swapov je v článkoch [Derivatives transactions data and their use in central bank analysis](#), *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2019; [Interpreting recent developments in market-based indicators of longer-term inflation expectations](#), *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2018; Pracovná skupina pre inflačné očakávania, [Inflation expectations and their role in Eurosystem forecasting](#), *Occasional Paper Series*, No 264, ECB, 2021. Referenčným cenovým indexom pre sadzby inflačných swapov v eurozóne je podľa trhovej konvencie index HICP bez tabaku (HICPxT). Sadzby inflačných swapov sú na HICPxT naviazané s trojmesačným indexačným oneskorením.

dôležité, že päťročná forwardová sadzba na päť rokov dopredu sa vrátila na úroveň blízku 2 %.

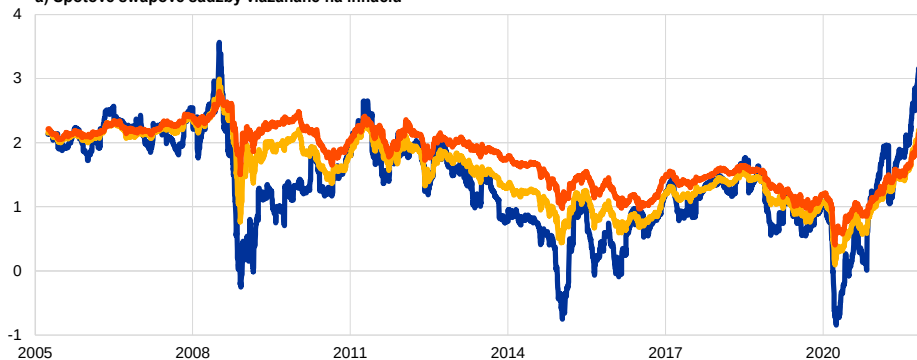
Graf A

Sadzby inflačných swapov v eurozóne

(% p. a.)

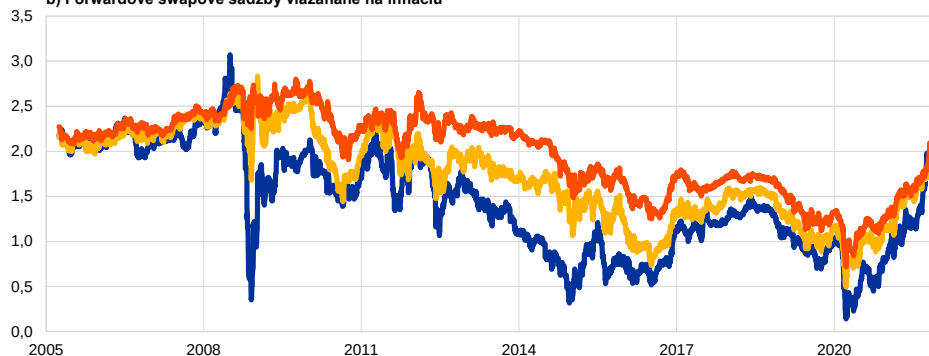
- 1r swapové sadzby viazané na infláciu
- 5r swapové sadzby viazané na infláciu
- 10r swapové sadzby viazané na infláciu

a) Spotové swapové sadzby viazané na infláciu



- 1r swapové sadzby viazané na infláciu na 1r vopred
- 1r swapové sadzby viazané na infláciu na 4r vopred
- 5r swapové sadzby viazané na infláciu na 5r vopred

b) Forwardové swapové sadzby viazané na infláciu



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

Poznámka: „1r4r sadzba inflačných swapov“ je jednoročná forwardová sadzba inflačných swapov na štyri roky dopredu; rovnaký princíp platí pre „1r1r sadzbu inflačných swapov“ a „5r5r sadzbu inflačných swapov“. Posledné údaje sú z 26. novembra 2021.

Sadzby inflačných swapov a iné trhové ukazovatele kompenzácie za infláciu odrážajú nielen skutočné inflačné očakávania účastníkov finančného trhu, ale aj inflačné rizikové prémie. Prítomnosť inflačných rizikových prémie súvisí s tým, že účastníci finančného trhu majú averziu voči riziku a musia sa vyrovnat' s neistotou. Teória vo všeobecnosti naznačuje, že inflačné rizikové prémie zvyknú byť kladné v časoch prevládajúcich ponukových šokov a záporné v časoch, keď dominujú dopytové šoky.² Nepriaznivé ponukové šoky napríklad podporujú kladné inflačné rizikové prémie, pretože znamenajú, že inflácia má tendenciu rásť, keď sú výnosy z finančných aktív (v reálnom vyjadrení) vysoko hodnotené, t. j. keď klesá reálna aktivita a rastie marginálny úžitok spotreby.

² Napríklad, Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Saint Guilhem, A. a Yiangou, J., *Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank*, Oxford University Press, 2021.

Ekonometrické modely časovej štruktúry sadzieb inflačných swapov možno použiť pri rozklade týchto sadzieb na inflačné očakávania a inflačné rizikové prémie. Odhadované modely zvyčajne zahŕňajú kľúčové ekonomické faktory krátkodobej miery inflácie (cenové faktory) a mechanizmus dynamiky týchto cenových faktorov (zákon pohybu). Tieto zložky umožňujú vytvárať prognózy krátkodobej miery inflácie aj priemery týchto prognóz pre akúkoľvek splatnosť. Inflačné očakávania možno potom odhadnúť ako priemernú krátkodobú mieru inflácie v danom horizonte a inflačné rizikové prémie možno vyjadriť ako rozdiel medzi sadzbami inflačných swapov a týmito inflačnými očakávaniami.³

V tomto boxe sa používajú dva varianty ekonometrického modelu časovej štruktúry na rozklad sadzieb inflačných swapov na inflačné očakávania a inflačné rizikové prémie. Modely zahŕňajú tri oceňovacie faktory, ktoré vysvetľujú väčšinu odchýlok v sadzbách inflačných swapov ku koncu mesiaca pre rôzne splatnosti v priebehu času.⁴ Z oboch modelov vyplýva, že krátkodobá sadzba inflačných swapov v dlhodobom horizonte konverguje k stabilnému číslu, rovnako ako v prípade každého stacionárneho modelu časovej štruktúry. Keďže tento koncový bod je ťažké empiricky určiť⁵, je kalibrovaný na úrovni 1,9 %. Je to v súlade s historickým priemerom dlhodobých inflačných prognóz Survey of Professional Forecasters a Consensus Economics a zhoduje sa s numerickým plnením cieľa ECB počas väčšiny analyzovaného obdobia.⁶ Tieto dva varianty sa líšia v spôsobe, akým odhadujú zákon pohybu pre oceňovacie faktory. Konkrétne metóda použitá na odhad jedného z variantov zodpovedá za dobre známe skreslenie postihujúce odhady pretrvávajúcich procesov; druhá metóda toto skreslenie nezohľadňuje.⁷

Výsledky rozkladu sú vyjadrené ako priemery výstupov uvedených dvoch modelov. Inflačné očakávania založené na prvom prístupe majú tú výhodu, že sú relatívne blízko k úrovni prognóz prieskumov, čo predstavuje zmysluplnú krížovú

³ Inflačné rizikové prémie sa zvyčajne odhadujú ako rozdiel medzi „fitovanými“ sadzbami inflačných swapov (t. j. implikovanými pomocou odhadovaného modelu) a odhadovanými zložkami očakávaní.

⁴ Referenčný model sa riadi metodikou kľúčovej práce autorov Joslin, S., Singleton, K.J. a Zhu, H., [A new perspective on Gaussian dynamic term structure models](#), *The Review of Financial Studies*, Vol. 24, Issue 3, 2011, pp. 926-970, a uplatňuje sa na sadzby inflačných swapov ku koncu mesiaca upravené o trojmesačné oneskorenie indexácie, ako je uvedené v príspevku Camba-Mendez, G. a Werner, T., [The inflation risk premium in the post-Lehman period](#), *Working Paper Series*, No 2033, ECB, 2017.

⁵ Napríklad, Villani, M., [Steady-state priors for vector autoregressions](#), *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 24, Issue 4, 2009, pp. 630-650.

⁶ Kalibrácia dlhodobého inflačného priemeru na úrovni 1,9 % je v súlade s novým plošným modelom (New Area-Wide Model – NAWM), v ktorom bol dlhodobý inflačný cieľ centrálnej banky stanovený na úrovni 1,9 % ročne ešte pred prijatím nového inflačného cieľa ECB na úrovni 2 % (Christoffel, K., Coenen, G. a Warne, A., [The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis](#), *Working Paper Series*, No 944, ECB, 2008; a Coenen, G., Karadi, P., Schmidt, S. a Warne, A., [The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector](#), *Working Paper Series*, No 2200, ECB, 2019). Bližšie informácie sú aj v pripravovanom príspevku autorov Mazelis, F., Motto, R., a Ristinieni, A., Monetary policy strategies in a low interest rate environment for the euro area, ktorí tiež uplatňujú 1,9 %. Úprava v revízii stratégie ECB na roky 2020 – 2021 zameraná na dosiahnutie 2-percentnej inflácie v strednodobom horizonte znamená, že v určitom okamihu bude možno potrebné aktualizovať dlhodobý priemer inflačných očakávaní, čo by celkovo viedlo k mierne nižším odhadom inflačných rizikových premií.

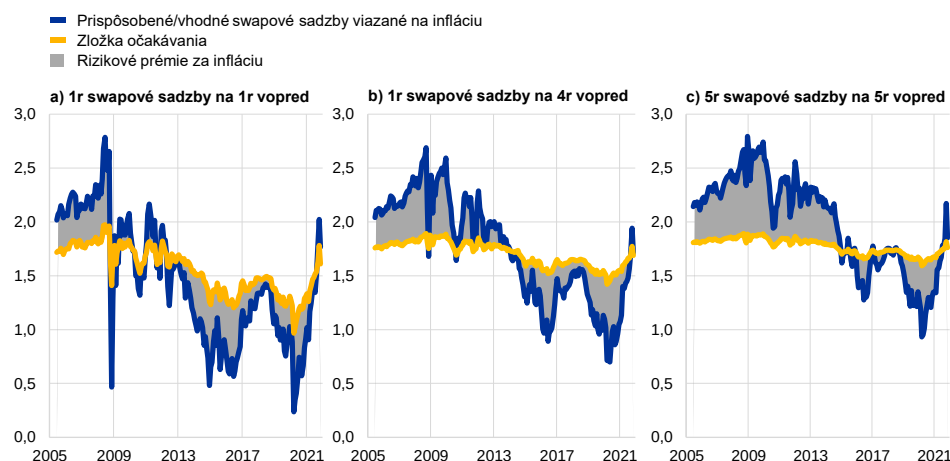
⁷ Rozšírené Dickeyho – Fullerove testy a Philipsove a Perronove testy nevylučujú nulovú hypotézu jednotkového koreňa sadzieb inflačných swapov. Korekcia skreslenia odhadu (smerom k nedostatočnej perzistencii) v druhom modeli sa riadi metodikou Kiliana, L., [Finite sample properties of percentile and percentile-t bootstrap confidence intervals for impulse responses](#), *Review of Economics and Statistics*, Vol. 81, No 4, 1999, pp. 652-660.

kontrolu, pretože údaje z prieskumov sa nezohľadňujú vo fáze odhadu. Inflačné očakávania pre dlhšie horizonty založené na prvom prístupe však majú tendenciu byť dosť rigidné a potenciálne podceňujú skutočnú a nesledovanú časovú odchýlku. Druhý prístup, ktorý koriguje skreslenie odhadu, vedie k väčšej variabilite dlhodobých očakávaní, ale občas sa zdá, že vytvára príliš úzku väzbu medzi krátkodobými sadzbami inflačných swapov a dlhodobými očakávaniami. Rovnováhu medzi týmito dvoma prístupmi zabezpečuje modelové spriemerovanie.⁸ Zároveň je potrebné poznamenať, že modelové inflačné očakávania (a naopak prémie) extrahované zo sadzieb inflačných swapov podliehajú neistote odhadu a ich úroveň nemožno priamo overiť sledovanou protipoložkou.⁹

Graf B

Modelový rozklad sadzieb inflačných swapov v eurozóne

(% p. a.)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

Poznámka: Priemerné odhady založené na dvoch afinných modeloch časovej štruktúry podľa Joslina, Singletona a Zhua (2011) aplikovaných na sadzby inflačných swapov upravené o indexačné oneskorenie, ako v Camba-Mendez a Werner (2017). Posledné údaje sú za november 2021 (mesačné modely).

Odhadované dekompozície naznačujú, že inflačné očakávania sú vo všeobecnosti stabilnejšie ako sadzby inflačných swapov a že inflačné rizikové prémie pre všetky splatnosti v minulosti, vrátane nedávnej doby, menili znamienko (graf B). Dekompozície naznačujú, že inflačné očakávania sa môžu v čase výrazne meniť, hoci sú vo všeobecnosti miernejšie ako zmeny sadzieb inflačných swapov. Platí to najmä pre dlhodobejšie forwardové sadzby, čo je v súlade s intuíciou, že inflačné očakávania sú v zásade lepšie ukotvené v dlhodobom horizonte. Odhaduje sa, že inflačné rizikové prémie sa okolo rokov 2013 – 2014 zmenili z kladných na záporné, čo naznačuje, že trhy čoraz viac rátali s tým, že riziko inflácie bude pod ich očakávaniami. V poslednom čase, keď účinky pandémie koronavírusu (COVID-19) začali slabnúť, sa odhady inflačných rizikových prémie výrazne zvýšili a dokonca zmenili znamienko, pričom zrejme opäť zaznamenajú

⁸ Všeobecným potvrdením primeranosti môže byť fakt, že štandardná odchýlka zložiek očakávaní získaná z priemeru odhadov oboch modelov je relatívne blízka odchýlke prognóz inflácie odvodených zo Survey of Professional Forecasters a Consensus Economics (napr. približne 10 bázičných bodov v horizonte štyroch až piatich rokov).

⁹ V konkrétnych prípadoch sa však odhady z prieskumu môžu líšiť od skutočných (nesledovaných) očakávaní obsiahnutých v sadzbách inflačných swapov jednoducho preto, že rôzne subjekty na trhu vyjadrujú svoje názory.

nízke kladné hodnoty. Táto zmena znamienka môže súvisieť so zohľadnením väčšej pravdepodobnosti alebo rizika, že v ekonomike budú v dohľadnej budúcnosti prevládať ponukové šoky súvisiace s pretrvávajúcimi problémami s ponukou.¹⁰

¹⁰ Bližšie informácie sú v boxe 4 [Obmedzenia na strane ponuky a ich vplyv na obchod](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2021.

5 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 28. júla do 2. novembra 2021

Elvira Fioretto a Juliane Kinsele

V tomto boxe sa opisujú operácie menovej politiky ECB a vývoj likvidity počas piateho a šiesteho obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2021. Tieto dve udržiavacie obdobia boli spoločne vymedzené časovým úsekom od 28. júla do 2. novembra 2021 (sledované obdobie).

Priemerná nadbytočná likvidita v bankovom sektore eurozóny sa počas piateho a šiesteho udržiavacieho obdobia 2021 zvýšila o 175,5 mld. € a dosiahla rekordnú úroveň 4 367 mld. €. Bolo to vo veľkej miere spôsobené nákupmi uskutočnenými v rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív (PEPP) a programu nákupu aktív (APP), ako aj vysporiadaním ôsmej a deviatej operácie tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III.8 a III.9). Vplyv operácií menovej politiky na nadbytočnú likviditu bol čiastočne neutralizovaný výrazným zvýšením čistých autonómnych faktorov.

Potreba likvidity

Priemerná denná potreba likvidity bankového sektora, definovaná ako súčet čistých autonómnych faktorov a požiadaviek na povinné minimálne rezervy, sa zvýšila o 170,8 mld. € a v sledovanom období dosiahla 2 290,2 mld. €. Tento významný nárast v porovnaní s predchádzajúcimi dvoma udržiavacími obdobiami bol takmer úplne spôsobený rastom čistých autonómnych faktorov o 167,8 mld. € na 2 138,4 mld. € (pozri časť tabuľky A s názvom Ostatné informácie o likvidite), zatiaľ čo povinné minimálne rezervy stúpili len okrajovo o 3 mld. € na 151,9 mld. €.

Autonómne faktory absorbujúce likviditu sa v sledovanom období zvýšili o 120,3 mld. € na 3 116,6 mld. €, čo bolo spôsobené inými autonómnymi faktormi aj nárastom bankoviek v obehu a vládnych vkladov. Iné autonómne faktory (ďalšie informácie sú v tabuľke A) v sledovanom období stúpili o 55,1 mld. € na 959,4 mld. €. Zároveň sa objem bankoviek v obehu zvýšil o 28,7 mld. € na 1 503,7 mld. €. Vládne vklady po náraste o 36,6 mld. € zostávajú na veľmi vysokej úrovni, 653,5 mld. €, hoci pod rekordnou úrovňou 729,8 mld. € z roku 2020.

Autonómne faktory poskytujúce likviditu sa znížili o 47,5 mld. € na 978,6 mld. €. Tento pokles bol čistým dôsledkom zníženia čistých aktív denominovaných v eurách o 63,1 mld. € a zvýšenia čistých zahraničných aktív o 15,6 mld. €.

V tabuľke A je prehľad uvedených autonómnych faktorov¹ a ich zmien.

¹. Ďalšie podrobnosti o autonómnych faktoroch sú v článku [The liquidity management of the ECB](#), *Monthly Bulletin*, ECB, May 2002.

Tabuľka A

Stav likvidity v Eurosystéme

Pasíva

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 28. júla 2021 – 2. novembra 2021						Predchádzajúce sledované obdobie: 28. apríla 2021 – 27. júla 2021	
	Piate a šieste udržiavacie obdobie		Piate udržiavacie obdobie: 28. júla – 14. septembra		Šieste udržiavacie obdobie: 15. septembra – 2. novembra		Tretie a štvrté udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory likvidity	3 116,6	(+120,3)	3 086,2	(+28,8)	3 147,0	(+60,8)	2 996,3	(+46,9)
Bankovky v obehu	1 503,7	(+28,7)	1 499,9	(+14,1)	1 507,4	(+7,5)	1 475,0	(+35,0)
Vládne vklady	653,5	(+36,6)	635,7	(-16,5)	671,3	(+35,6)	616,9	(-1,3)
Ostatné autonómne faktory (čisté) ¹	959,4	(+55,1)	950,6	(+31,2)	968,3	(+17,7)	904,3	(+13,2)
Bežné účty presahujúce povinné minimálne rezervy	3 614,5	(+143,3)	3 575,3	(+72,3)	3 653,7	(+78,4)	3 471,2	(+338,8)
z toho oslobodené nadbytočné rezervy v rámci dvojstupňového systému	904,2	(+17,1)	899,2	(+4,4)	909,2	(+10,0)	887,1	(+13,1)
z toho neoslobodené nadbytočné rezervy v rámci dvojstupňového systému	2 709,5	(+123,2)	2 675,3	(+67,2)	2 743,7	(+68,4)	2 586,3	(+317,9)
Povinné minimálne rezervy²	151,9	(+3,0)	150,9	(+0,8)	152,8	(+1,9)	148,9	(+1,9)
Limit na oslobodenie³	911,3	(+18,1)	905,6	(+4,5)	916,9	(+11,3)	893,2	(+11,6)
Jednodňové sterilizačné operácie	752,6	(+32,2)	766,6	(+30,1)	738,5	(-28,2)	720,4	(+86,2)
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 predchádzajúcemu udržiavaciemu obdobiu.

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

2) Informatívna položka, ktorá sa nenachádza v súvahe Eurosystému, a preto by nemala byť zahrnutá do výpočtu celkových záväzkov.

3) Oslobodené a neoslobodené nadbytočné rezervy sú vysvetlené [tu](#).

Aktíva

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 28. júla 2021 – 2. novembra 2021						Predchádzajúce sledované obdobie: 28. apríla 2021 – 27. júla 2021	
	Piate a šieste udržiavacie obdobie		Piate udržiavacie obdobie: 28. júla – 14. septembra		Šieste udržiavacie obdobie: 15. septembra – 2. novembra		Tretie a štvrté udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory likvidity	978,6	(-47,5)	987,2	(-19,9)	970,0	(-17,2)	1 026,1	(-39,9)
Čisté zahraničné aktíva	830,9	(+15,6)	826,7	(+5,0)	835,1	(+8,3)	815,3	(-11,2)
Čisté aktíva v eurách	147,7	(-63,1)	160,5	(-24,9)	134,9	(-25,5)	210,8	(-28,6)
Nástroje menovej politiky	6 657,3	(+346,3)	6 592,2	(+151,6)	6 722,3	(+130,1)	6 311,0	(+513,8)
Operácie na voľnom trhu	6 657,3	(+346,3)	6 592,2	(+151,6)	6 722,3	(+130,1)	6 311,0	(+513,8)
Tendre	2 211,7	(+63,5)	2 213,3	(+17,2)	2 210,0	(-3,3)	2 148,2	(+234,4)
Hlavné refinančné operácie	0,2	(+0,0)	0,2	(+0,1)	0,2	(+0,0)	0,1	(-0,2)
3-mesačné dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO)	0,1	(-0,1)	0,1	(-0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(-0,4)
Operácie TLTRO II	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-9,7)
Operácie TLTRO III	2 195,0	(+74,3)	2 188,9	(+20,4)	2 201,1	(+12,3)	2 120,7	(+244,3)
Núdzové pandemické dlhodobejšie refinančné operácie (PELTRO)	16,4	(-10,8)	24,2	(-3,2)	8,6	(-15,6)	27,2	(+0,5)
Portfóliá priamych nákupov	4 445,6	(+282,8)	4 378,9	(+134,4)	4 512,3	(+133,4)	4 162,8	(+279,4)
Prvý program nákupu krytých dlhopisov	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)
Druhý program nákupu krytých dlhopisov	2,4	(-0,0)	2,4	(+0,0)	2,4	(+0,0)	2,4	(-0,2)
Tretí program nákupu krytých dlhopisov	295,9	(+4,4)	294,7	(+2,1)	297,1	(+2,4)	291,6	(+2,1)
Program pre trhy s cennými papiermi	9,5	(-7,7)	12,6	(-4,5)	6,5	(-6,1)	17,2	(-8,4)
Program nákupu cenných papierov krytých aktívami	27,0	(-1,4)	27,5	(-0,7)	26,6	(-1,0)	28,4	(-0,3)
Program nákupu aktív verejného sektora	2 448,0	(+36,0)	2 439,7	(+18,1)	2 456,3	(+16,6)	2 412,0	(+37,7)
Program nákupu aktív podnikového sektora	294,8	(+15,4)	290,6	(+7,0)	298,9	(+8,3)	279,3	(+15,9)
Núdzový pandemický program nákupu aktív	1 367,5	(+236,1)	1 311,0	(+112,4)	1 424,1	(+113,2)	1 131,4	(+232,6)
Jednodňové refinančné operácie	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 predchádzajúcemu udržiavaciemu obdobiu.

Ostatné informácie o likvidite

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 28. júla 2021 – 2. novembra 2021						Predchádzajúce sledované obdobie: 28. apríla 2021 – 27. júla 2021	
	Piate a šieste udržiavacie obdobie		Piate udržiavacie obdobie: 28. júla – 14. septembra		Šieste udržiavacie obdobie: 15. septembra – 2. novembra		Tretie a štvrté udržiavacie obdobie	
Celková spotreba likvidity ¹	2 290,2	(+170,8)	2 250,3	(+49,3)	2 330,2	(+79,8)	2 119,4	(+88,8)
Čisté autonómne faktory ²	2 138,4	(+167,8)	2 099,4	(+48,5)	2 177,3	(+78,0)	1 970,6	(+86,8)
Nadbytočná likvidita ³	4 367,0	(+175,5)	4 341,9	(+102,4)	4 392,2	(+50,3)	4 191,5	(+425,0)

Zdroj: ECB.

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

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

2) Vypočítava sa ako rozdiel medzi autonómymi faktormi likvidity na strane pasív a autonómymi 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 jednoduchých sterilizačných operácií mínus vklady v rámci jednoduchých refinančných operácií.

Vývoj úrokových sadzieb

(priemerné hodnoty v %)

	Aktuálne sledované obdobie: 28. júla 2021 – 2. novembra 2021						Predchádzajúce sledované obdobie: 28. apríla 2021 – 27. júla 2021	
	Piate a šieste udržiavacie obdobie		Piate udržiavacie obdobie: 28. júla – 14. septembra		Šieste udržiavacie obdobie: 15. septembra – 2. novembra		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	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
EONIA ¹	-0,485	(-0,005)	-0,484	(-0,003)	-0,486	(-0,002)	-0,480	(-0,001)
€STR	-0,569	(-0,004)	-0,569	(-0,003)	-0,570	(-0,002)	-0,565	(-0,001)

Zdroj: ECB.

Poznámka: Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu oproti predchádzajúcej revízii alebo predchádzajúcemu udržiavaciemu obdobiu.

1) Od 1. októbra 2019 sa počíta ako eurová krátkodobá sadzba (€STR) plus 8,5 bázického bodu. Rozdiely v zmenách eurovej jednoduchovej úrokovej sadzby (EONIA) a €STR sú spôsobené zaokrúhlením.

Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

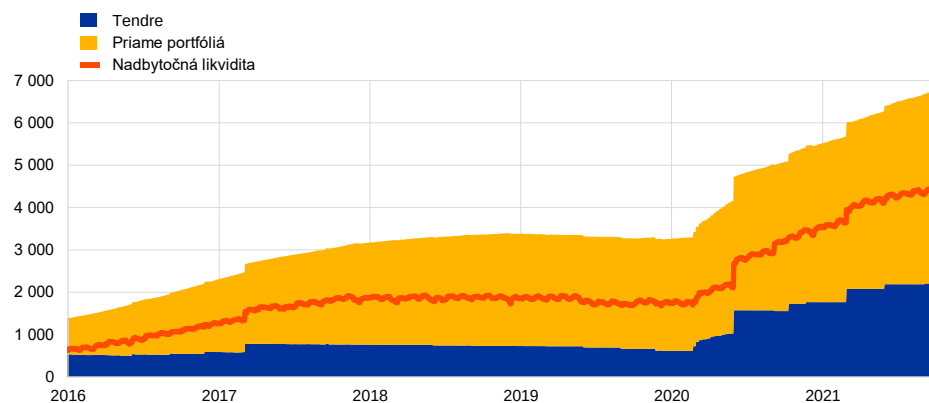
Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom nástrojov menovej politiky sa v sledovanom období zvýšil o 346,3 mld. € na 6 657,3 mld. € (graf A).

Približne 82 % tohto nárastu bolo výsledkom prebiehajúcich čistých nákupov v rámci programov nákupu aktív, najmä PEPP, a zvyšných 18 % pochádzalo z úverových operácií, najmä z TLTRO III, zatiaľ čo likviditu odčerpávali splatné operácie a splátky.

Graf A

Vývoj likvidity poskytovanej prostredníctvom operácií na voľnom trhu a nadbytočnej likvidity

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 2. novembra 2021.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom úverových operácií sa v sledovanom období zvýšil o 63,5 mld. €. Tento nárast bol spôsobený čiastkou 109,8 mld. € dodanou prostredníctvom ôsmej operácie TLTRO III vysporiadanej v júni (ktorej úplný účinok na priemerné hodnoty obdobia sa prejaví až v udržiavacom období po vysporiadaní) a čiastkou 97,6 mld. € pridelenou v deviatej operácii TLTRO III na konci septembra. Účinok deviatej operácie na dodanie likvidity bol čiastočne vyvážený prvým kolom dobrovoľných splátok v rámci programu TLTRO III, ktorý v septembri dosiahol 79,3 mld. €. Okrem toho boli koncom septembra splatné tri núdzové pandemické dlhodobejšie refinančné operácie (PELTRO) vo výške 22,1 mld. €, zatiaľ čo v septembrových operáciách PELTRO bolo alokovaných len 1,3 mld. €. V dôsledku nových pridelených prostriedkov v rámci PELTRO a splatných tendrov sa priemerná čistá absorpcia likvidity v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím vyšplhala na 10,8 mld. €. Hlavné refinančné operácie (MRO) a trojmesačné dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO) naďalej zohrávali len okrajovú úlohu, keď priemerné využitie týchto pravidelných refinančných operácií zostalo na rekordne nízkej úrovni, rovnako ako v predchádzajúcom sledovanom období.

Priame portfóliá sa v dôsledku čistých nákupov v rámci PEPP a APP zároveň zvýšili o 282,8 mld. € na 4 445,6 mld. €. Priemerné podiely na PEPP sa v porovnaní s priemerom predchádzajúceho sledovaného obdobia zvýšili o 236,1 mld. € na 1 367,5 mld. €. Nákupy v rámci programu PEPP predstavovali najväčší nárast spomedzi všetkých programov nákupu aktív zavedených ECB. Po nich nasledovali nákupy v rámci programu nákupu aktív verejného sektora (PSPP) s priemerným nárastom o 36 mld. € na 2 448 mld. € a programu nákupu aktív podnikového sektora (CSPP) s priemerným rastom o 15,4 mld. € na 294,8 mld. €. V dôsledku splatnosti cenných papierov držaných v neaktívnych programoch sa objem priamych portfólií znížil o 7,7 mld. €.

Nadbytočná likvidita

Priemerná nadbytočná likvidita sa zvýšila o 175,5 mld. € na nové rekordné maximum 4 367 mld. € (graf A). Nadbytočná likvidita predstavuje súčet bankových rezerv presahujúcich požiadavky na povinné minimálne rezervy a použitých prostriedkov z jednodňových sterilizačných operácií znížených o vklady v rámci jednodňových refinančných operácií. Odzrkadľuje rozdiel medzi celkovou likviditou poskytovanou bankovému sektoru a likviditnou potrebou bánk. Objem prostriedkov na bežných účtoch bánk presahujúci povinné minimálne rezervy vzrástol o 143,3 mld. € na 3 614,5 mld. €, zatiaľ čo priemerný objem jednodňových sterilizačných obchodov sa zvýšil o 32,2 mld. € na 752,6 mld. €.

Nadbytočné rezervy oslobodené od zápornej sadzby jednodňových sterilizačných obchodov v rámci dvojstupňového systému² vzrástli o 17,1 mld. € na 904,2 mld. €. Neoslobodená nadbytočná likvidita, ktorá zahŕňa jednodňové sterilizačné operácie, sa zvýšila o 155,4 mld. € a dosiahla 3 462,1 mld. €. Agregovaná miera využitia maximálneho limitu na oslobodenie (t. j. pomer oslobodených rezerv k maximálnej oslobodenej sume³), ktorá sa od tretieho udržiavacieho obdobia 2020 pohybovala nad 98 %, sa mierne znížila z 99,3 % na 99,2 %. Podiel oslobodených nadbytočných rezerv na celkovej nadbytočnej likvidite predstavoval 20,7 % v porovnaní s 21,2 % v predchádzajúcom sledovanom období.

Vývoj úrokových sadzieb

Priemerná sadzba €STR zostala v sledovanom období takmer nezmenená na úrovni -56,9 bázického bodu. V dôsledku vysokej úrovne nadbytočnej likvidity je sadzba €STR aj napriek výrazným výkyvom likvidity naďalej relatívne nepružná. Od októbra 2019 sa EONIA počíta ako €STR plus fixný spread 8,5 bázického bodu. EONIA sa preto pohybovala vo väzbe na €STR do 3. januára 2022, keď sa prestala používať. V rámci prechodu na €STR ako novú referenčnú sadzbu sa EONIA neuplatňuje v nových zmluvách o derivátoch zúčtovaných centrálnymi protistranami už od 18. októbra 2021. Úrokové sadzby ECB – pre jednodňové sterilizačné operácie, MRO a jednodňové refinančné operácie – zostali počas sledovaného obdobia nezmenené.

² Ďalšie informácie o dvojstupňovom systéme úročenia držby nadbytočných rezerv sú k dispozícii [tu](#).

³ Maximálna oslobodená suma sa meria ako súčet minimálnych rezerv a limitu oslobodenia, ktorý sa rovná šesťnásobku sumy minimálnych rezerv.

Komunikácia ECB o hospodárskom výhľade: porovnávací analyza

Julian Ashwin, Maarten Dossche, Katrin Forster van Aerssen, Ramon Gomez-Salvador, Eleni Kalamara a Beatrice Pierluigi

Komunikácia ECB o hospodárskom výhľade sa za posledných 20 rokov výrazne zmenila.

Tento box približuje, ako sa vyvíjala komunikácia ECB o rámcoch a koncepciách stojacich za hospodárskym výhľadom od založenia centrálnej banky v roku 1998. Porovnáva tiež komunikáciu ECB o hospodárskom výhľade s komunikáciou Rady guvernérov Federálneho rezervného systému (Federálna rezervná rada) a Bank of England v období rokov 2015 – 2019. Analýza sa končí v roku 2019, aby jej výsledky neboli ovplyvnené opatreniami týkajúcimi sa pandémie koronavírusu (COVID-19) alebo revíziami stratégie menovej politiky vykonanými Federálnou rezervnou radou a ECB. Tento box sa zameriava na konkrétnu časť komunikácie ECB, zatiaľ čo článok s názvom ECB communication with the wider public (Komunikácia ECB so širšou verejnosťou) v anglickom vydaní tohto Ekonomického bulletinu ponúka širšiu perspektívu a zahŕňa ponaučenia z nedávnej revízie stratégie ECB.¹

V roku 2015 nastali v pravidelnej komunikácii ECB o hospodárskom výhľade dve dôležité zmeny.

Po prvé, ECB upravila frekvenciu menovopolitických zasadaní Rady guvernérov zo štvrtýždňového na šesťtýždňový cyklus. Po druhé, ECB začala zverejňovať správy z menovopolitických zasadaní Rady guvernérov. Uvedené zmeny znížili riziko rušivých vplyvov komunikácie o hospodárskom výhľade, ku ktorým môže dochádzať pri príliš častom zverejňovaní aktualizácií. Zmeny tiež zvýšili transparentnosť a zodpovednosť rozhodovacieho procesu. Obe zmeny priblížili prístup ECB k postupu uplatňovanému americkou Federálnou rezervnou radou pri rokovaní o menovej politike. Zatiaľ čo počet oficiálnych výstupov týkajúcich sa hospodárskeho výhľadu klesol z dvanástich (Mesačný bulletin) na osem (Ekonomický bulletin) ročne, komunikácia hlavného ekonóma ECB prostredníctvom prejavov a prezentácií o hospodárskom výhľade pre externé publikum (časť a) grafu A) sa za posledných 20 rokov zvýšila. Hlavný ekonóm mal tiež v rokoch 2015 až 2019 výrazne viac prejavov o hospodárskom výhľade ako hlavný ekonóm Bank of England alebo ako podpredseda Federálnej rezervnej rady (časť b) grafu A).²

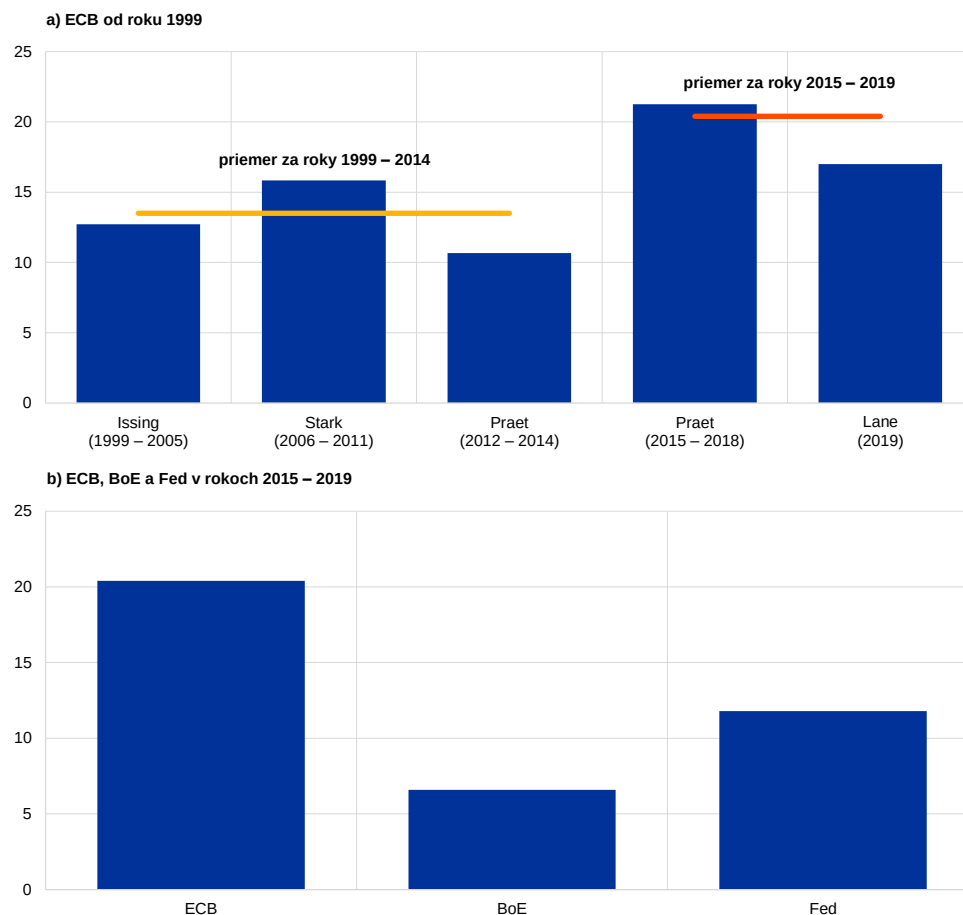
¹ Viac v článku s názvom ECB communication with the wider public v anglickom vydaní tohto Ekonomického bulletinu; a tiež v Assenmacher, K., Glöckler, G., Holton, S. a Trautmann, P.: [Clear, consistent and engaging: ECB monetary policy communication in a changing world](#), Workstream on monetary policy communications, *Occasional Paper Series*, No 274, ECB, September 2021.

² Pokiaľ ide o prejavy Bank of England, analýza sa zameriava na jej hlavného ekonóma. Ak by sa okrem prejavov hlavného ekonóma zohľadnili aj prejavy viceguvernéra pre menovú politiku, ktorý je bližšie k hlavnému ekonómovi ECB, pokiaľ ide o výkonnú zodpovednosť, výsledky by to významne neovplyvnilo.

Graf A

Počet prejavov hlavného ekonóma o hospodárskom výhľade

(ročný priemer)



Zdroj: Výpočty ECB.

Poznámka: V časti a), ak počas roka došlo k personálnej výmene (Issing/Stark v roku 2006, Praet/Lane v roku 2019), prejavy boli započítané do ročného priemeru prichádzajúceho člena Výkonnej rady. V časti b), podpredseda Federálnej rezervnej rady (Fischer, Clarida) zodpovedá hlavnému ekonómovi v ECB (Praet, Lane) a v Bank of England (Haldane). BoE – Bank of England; Fed – Federálna rezervná rada.

Čitateľnosť komunikácie ECB o hospodárskom výhľade sa od roku 2008

zlepšila. Dokazuje to časť a) grafu B, kde sa uvádza počet rokov vzdelávania potrebných na pochopenie prejavov ECB týkajúcich sa hospodárskeho výhľadu. Ukazuje, že jazyk používaný v prejavoch o hospodárskom výhľade sa v priebehu času stal menej zložitým. Toto zlepšenie je podobné ako v prípade čitateľnosti všetkých prejavov ECB vrátane prejavov na iné témy, ako je hospodársky výhľad.³ Čitateľnosť prejavov ECB o hospodárskom výhľade je porovnateľná s čitateľnosťou prejavov Bank of England; prejavy Federálnej rezervnej rady sa podľa tohto ukazovateľa čítajú o niečo ťažšie ako prejavy ECB (časť b) grafu B). Na druhej strane však čitateľnosť správ z menovopolitických zasadnutí ECB, ktoré sa uverejňujú od roku 2015, je výrazne nižšia ako čitateľnosť zápisníc Federálneho výboru pre operácie na voľnom trhu alebo zápisníc Výboru pre menovú politiku Bank of England. Aj keď správy z menovopolitických zasadnutí ECB sú určené pre

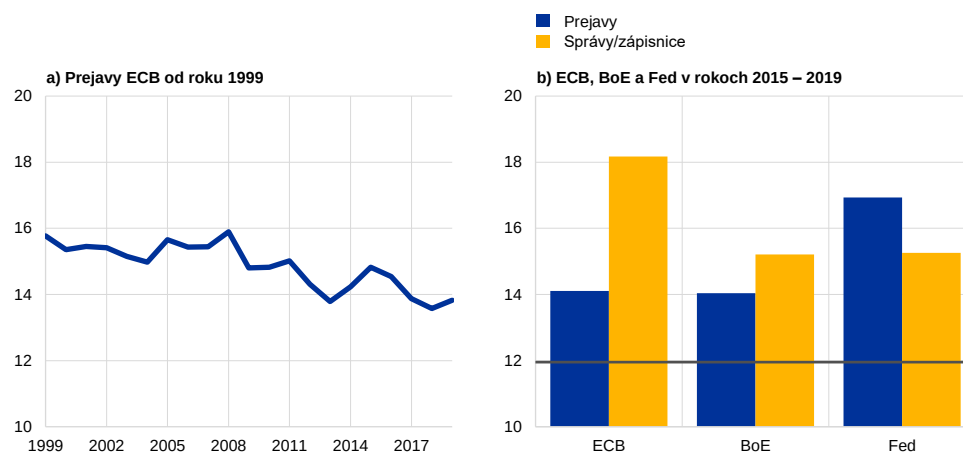
³ Viac v článku s názvom ECB communication with the wider public v anglickom vydaní tohto Ekonomického bulletinu.

odborníkov, vyššie skóre tiež znamená, že pre širšiu verejnosť by bolo ťažšie im porozumieť.

Graf B

Čitateľnosť prejavov o hospodárskom výhľade a správ/zápisníc

(index)



Zdroj: Výpočty ECB.

Poznámka: Merané pomocou skóre Flesch-Kincaid Grade Level za obdobie rokov 2015 – 2019. Skóre možno chápať ako počet rokov vzdelávania potrebných na pochopenie textu. Čím vyššie skóre Flesch-Kincaid Grade Level, tým ťažšie je jazyk pochopiť. Skóre nad 12 vyžaduje vyššie ako stredoškolské vzdelanie. BoE – Bank of England; Fed – Federálna rezervná rada.

Zmeny spôsobu, akým ECB komunikuje o hospodárskom výhľade, odrážajú prijatie nových teoretických koncepcií.

Časť a) grafu C ukazuje, že výskyt slov alebo výrazov ako produkčná medzera, Phillipsova krivka, nezamestnanosť a nevyužité kapacity zaznamenal počas druhého desaťročia eura jasný vzostupný trend. Používanie slova peniaze sa naopak za posledných desať rokov výrazne obmedzilo. Odráža to posun v interpretácii a hodnotení rastu a inflácie v eurozóne a čoraz väčší dôraz na vzťah medzi mierou využitia kapacít a mzdovými a cenovými tlakmi.⁴ Pokles v používaní slova peniaze v prejavoch ECB a rastúcu frekvenciu výrazov nezamestnanosť a nevyužité kapacity môžeme pozorovať aj v prejavoch členov Výkonnej rady (časť a) grafu C).

Dva hlavné rozdiely medzi komunikáciou ECB a komunikáciou ostatných centrálnych bánk súvisia s rozdielmi v ich stratégiách menovej politiky.

Po prvé, časť b) grafu C ukazuje, že výrazy nezamestnanosť alebo nevyužité kapacity sa v prejavoch členov Výkonnej rady ECB používajú menej ako v prejavoch predstaviteľov Bank of England alebo Federálnej rezervnej rady, pričom spomedzi rôznych tém sa používajú najčastejšie. V prípade Federálnej rezervnej rady to odráža dôležitosť cieľa maximálnej zamestnanosti, ktorý je súčasťou jej dvojitého mandátu. Frekvencia používania výrazov produkčná medzera alebo Phillipsova krivka je pri všetkých troch centrálnych bankách podobná. Naznačuje to, že hoci sa uvedené pojmy v minulosti objavovali v komunikácii zo strany ECB menej často, v súčasnosti sa používajú v podobnej miere ako v prípade Bank of England či Federálnej rezervnej rady. Po druhé, pojem peniaze sa v prejavoch ECB používa

⁴ Viac v Hartmann, P. a Smets, F.: [The first twenty years of the European Central Bank: monetary policy, Working Paper Series](#), No 2219, ECB, December 2018.

častejšie ako v prípade Federálnej rezervnej rady alebo Bank of England, čo by mohlo odrážať význam menovej analýzy v jej stratégii menovej politiky.

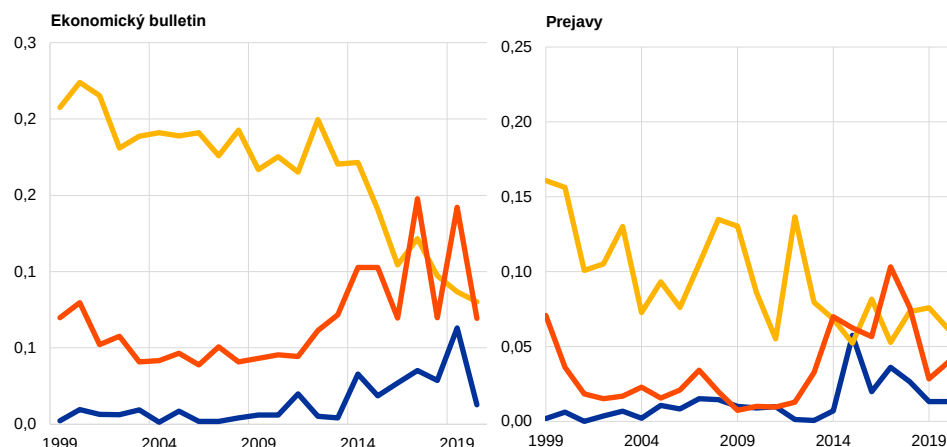
Graf C

Frekvencia používania slov súvisiacich s rôznymi témami v jednotlivých centrálnych bankách

a) Frekvencia v komunikácii ECB

(v % z celkového počtu slov)

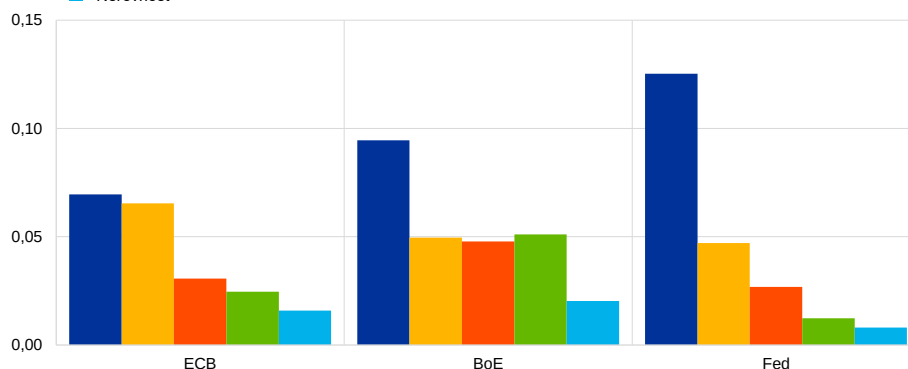
- Produkčná medzera a Phillipsova krivka
- Peniaze
- Nezamestnanosť a nevyužitá kapacita



b) Frekvencia v prejavoch jednotlivých centrálnych bánk

(v % z celkového počtu slov)

- Nezamestnanosť a nevyužitá kapacita
- Peniaze
- Produkčná medzera a Phillipsova krivka
- Klíma
- Nerovnosť



Zdroj: Výpočty ECB.

Poznámka: Frekvencia konkrétneho výrazu/slova sa vypočíta tak, že počet použitia daného výrazu/slova sa vydá celkovým počtom slov uverejnených v danom roku. BoE – Bank of England; Fed – Federálna rezervná rada.

Odkazy na nerovnosť sú porovnateľné vo všetkých troch hlavných centrálnych bankách, pričom dôležitou témou je aj klimatická zmena.

Hoci sa na nerovnosť kladie vo väčšine centrálnych bánk čoraz väčší dôraz, zdá sa, že ECB venuje tejto téme porovnateľnú pozornosť ako dve ďalšie hlavné centrálné banky. Téma klimatickej zmeny sa podľa všetkého vyskytuje častejšie v prejavoch Bank of England ako v prejavoch ECB alebo Federálnej rezervnej rady.

Analýza textov zdôrazňuje význam naratívov v komunikácii o ekonomických prognózach. Sharpe a kol. skúmajú silnú koreláciu medzi sentimentom, resp.

tonalitou extrahovanou z naratívov sprevádzajúcich ekonomické prognózy Federálnej rezervnej rady a budúcou hospodárskou výkonnosťou: pozitívnu v prípade HDP a negatívnu v prípade nezamestnanosti a inflácie. Tonalita tiež poskytuje doplnkové informácie tým, že predpovedá chyby v prognózach Federálnej rezervnej rady aj súkromného sektora týkajúcich sa HDP a nezamestnanosti, a to až na štyri štvrtroky dopredu.⁵ Autori sa domnievajú, že prognostická sila tonality vyplýva z jej schopnosti signalizovať riziká zhoršenia hospodárskej výkonnosti. Zistili tiež, že tonalita má významnú prediktívnu silu pre menovú politiku. Optimistickejší tón v Modrozelenej knihe predchádza vyššej ako očakávanej úrokovej sadzbe federálnych fondov až na štyri štvrtroky dopredu.⁶ Podobne aj Jones a kol. zistili, že v kvalitatívnej diskusii o prognózach rastu produkcie v štvrťročnej správe o inflácii Bank of England sú informácie, ktoré zlepšujú jej kvantitatívne modelové odhady a prognózy na jeden štvrtrok dopredu.⁷

Uvedené dôkazy ukazujú, ako kvalitatívne diskusie (alebo naratívy) súvisiace s prognózami obsahujú doplnkové informácie o hospodárstve, ktoré dopĺňajú kvantitatívnu analýzu. Zdôrazňuje sa tým význam jasnej a informatívnej komunikácie o hospodárskom výhľade – priority, ktorá bola opätovne potvrdená aj počas nedávnej revízie stratégie ECB.⁸ Neustály prísun nových informácií znamená, že sa neustále aktualizuje aj naratív ECB o hospodárskom výhľade, čo si vyžaduje široký súbor hospodárskych modelov, nástrojov a prieskumov.

⁵ Viac v Sharpe, S., Sinha, N. a Hollrah, C.: The Power of Narratives in Economic Forecasts, *Finance and Economics Discussion Series*, No 2020-001, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2020.

⁶ Oficiálny názov Modrozelenej knihy je „Správa pre FOMC o hospodárskych podmienkach a menovej politike“ a pripravujú ju zamestnanci Federálnej rezervnej rady. Názov Modrozelená kniha bol zavedený pri zlúčení Modrej knihy a Zelenej knihy v júni 2010.

⁷ Viac v Jones, J., Sinclair, T. a Stekler, H.: A textual analysis of Bank of England growth forecasts, *International Journal of Forecasting*, Vol. 36(4), 2020, pp. 1478 – 1487. Podobné zistenia z Banco de España sa nachádzajú v Sobrino, N., Ghirelli, C., Hurtado, S., Pérez, J. a Urtasun, A.: The narrative about the economy as a shadow forecast: an analysis using Bank of Spain quarterly reports, *Applied Economics*, November 2021.

⁸ Viac v článku s názvom [An overview of the ECB's monetary policy strategy](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2021.

Zdroje výpadkov v dodávateľskom reťazci a ich vplyv na výrobu v eurozóne

Roberto A. De Santis

Oživenie v eurozóne v priebehu roka 2021 ovplyvnili rastúce výpadky

v globálnom dodávateľskom reťazci. Rast reálneho HDP v roku 2021 podporilo najmä oživenie v obchodných službách, zatiaľ čo priemysel a stavebníctvo prispeli k oživeniu v menšej miere z dôvodu výpadku dovážaných medziproduktov a zariadenia. Výpadky v globálnom dodávateľskom reťazci sú výsledkom súhry niekoľkých faktorov, ktoré možno zoskupiť do piatich hlavných kategórií: i) skoré silné oživenie globálneho dopytu po priemyselnom tovare; ii) nedostatočné dodávky špecifických polovodičov; iii) logistické výpadky v sektore dopravy súvisiace predovšetkým s premávkou kontajnerových plavidiel; iv) prísne opatrenia na obmedzenie pohybu (lockdown) v niektorých kľúčových ázijských krajinách, v ktorých sa vyrábajú medziprodukty; v) čas potrebný na zvýšenie zásobovacej kapacity výroby polovodičov a kapacity plavidiel.

Nerovnováha medzi prudkým oživením globálneho dopytu a nedostatočnými dodávkami bola závažnejšia a zdĺhavejšia, než sa pôvodne očakávalo.

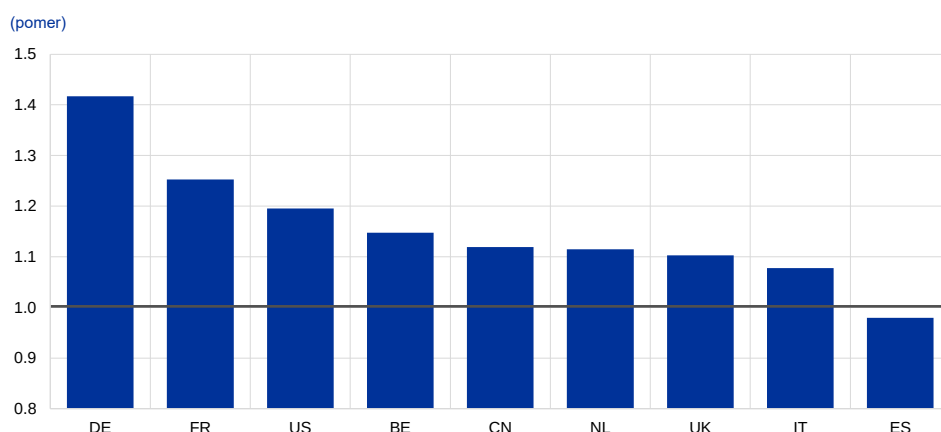
Celosvetový nárast dopytu domácností po špičkových technológiách potrebných na prácu z domu, ako aj firiem, ktoré potrebujú zlepšiť svoju internetovú kapacitu a prístup k sieti, spolu s výpadkami dodávok v dôsledku pandémie koronavírusu (COVID-19) spôsobili krízu v dodávke polovodičov, čo negatívne ovplyvnilo najmä automobilový priemysel.¹ Rovnako dôležité je, že premávka kontajnerových plavidiel tiež utrpela v dôsledku pandémie obrovský šok. S kolapsom svetového obchodu v apríli 2020 nemohli nákladné lode premávať v plnej kapacite a v dôsledku opatrení na obmedzenie pohybu sa v prístavoch západných krajín hromadilo veľké množstvo prepravných kontajnerov. Po lete 2020, keď sa celosvetový dopyt opäť zvýšil, nedostatok kontajnerov na prepravu tohto tovaru z Ázie do Spojených štátov a Európy, ako aj početné plavidlá prichádzajúce do určených destinácií úplne mimo harmonogramu (čo sa ešte zhoršilo zablokovaním Suezského prieplavu obrovskou kontajnerovou loďou) mali za následok značné obmedzenia dodávok. Podľa UNCTAD bol priemerný čas strávený kontajnerovými plavidlami v prístavoch v prvej polovici roku 2021 o 11 % vyšší v porovnaní s priemerom pred pandémiou v rokoch 2018 až 2019. V Európe zaznamenali nemecké a francúzske prístavy v dôsledku preťaženia, meškania plavidiel a obmedzení v infraštruktúre veľmi veľký nárast priemerných zdržaní v termináloch (napr. o 42 % a o 25 % dlhšie ako bol priemer v rokoch 2018 a 2019), teda ešte dlhšie ako boli zaznamenané priemerné zdržania v Spojených štátoch. Na druhej strane zmeny zaznamenané v Belgicku, Taliansku a Holandsku boli viac v súlade s celosvetovým priemerom (graf A). Ďalším

¹ Ďalšie informácie o vývoji v sektore polovodičov sú v nasledujúcich zdrojoch: [What is driving the recent surge in shipping costs](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2021; European Central Bank, [Nedostatok polovodičov a jeho dôsledky pre obchod, výrobu a ceny v eurozóne](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2021; *Special Issue* v Európskej hospodárskej prognóze [Európskej komisie](#) z jesene 2021, a diskusný príspevok s názvom *Bottlenecks: causes and macroeconomic implications* [Banky pre medzinárodné účtovanie](#), *BIS Bulletin*, No 48, BIS, 2021.

problémom, ktorý obmedzenia na strane ponuky prehĺbil, boli obnovené opatrenia na obmedzenie pohybu vyplývajúce z rozšírenia variantu Delta v niektorých krajinách ázijsko-pacifického regiónu (vrátane Malajzie, Singapuru, Thajska a Vietnamu), ktoré sú kľúčové pre výrobu polovodičových čipov. Podľa kontaktov ECB v korporátnom sektore sa očakáva, že kapacity zlievarne polovodičov, ako aj kapacita nákladných plavidiel zostane do roku 2023 obmedzená.²

Graf A

Medián času v prístavoch pre kontajnerové lode v prvej polovici roku 2021 v porovnaní s priemerom rokov 2018 – 2019



Zdroj: UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development) a výpočty odborníkov ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z júna 2021.

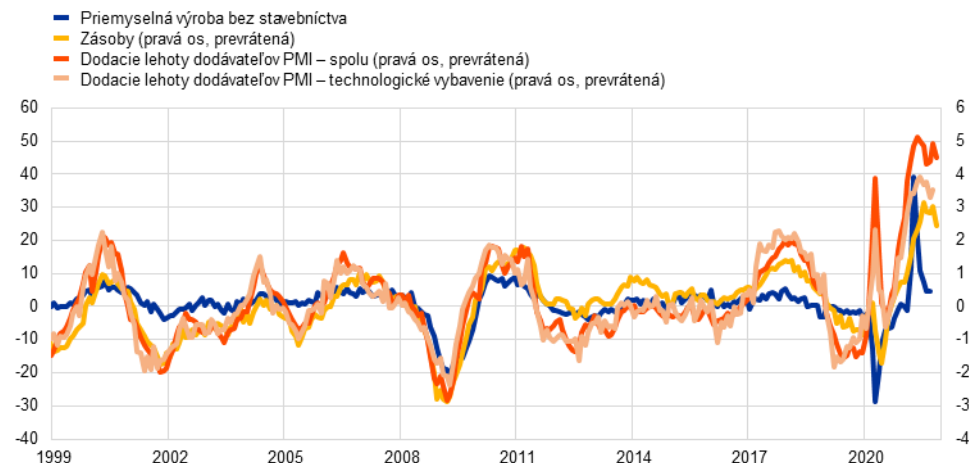
Za normálnych okolností je nárast výroby vo všeobecnosti spojený s dlhšími dodacími lehotami dodávateľov a klesajúcimi zásobami. Pred pandémiou spočíval kľúčový mechanizmus v tom, že zvýšenie dopytu viedlo k zvýšeniu výroby, oneskorenému dodaniu tovaru firmám a k zníženiu úrovne zásob; efektívne rozdeľovanie zdrojov vďaka globalizácii však pomohlo zlepšiť dodávateľské procesy a urýchliť dodacie lehoty. Dlhšie dodacie lehoty od druhej polovice roka 2020 spôsobil nielen silný dopyt, ale aj obmedzenia dodávok, ktoré spôsobujú vážne oneskorenia až do takej miery, že majú za následok pokles výroby (graf B). Tieto obmedzenia spôsobili nedostatok materiálu a/alebo vybavenia, ktorý firmám v eurozóne bránil v schopnosti primerane reagovať na rýchle oživenie dopytu po priemyselnom tovare, čo následne viedlo k poklesu zásob vo všetkých sektoroch (graf C). Podľa tohto nového vývoja by sa dalo posúdiť, do akej miery sú obmedzenia v zásobovaní príčinou slabšej priemyselnej výroby v eurozóne.

² Názory firiem na pretrvávajúce obmedzenia na strane ponuky sú na stránke ECB: [Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2021.

Graf B

Priemyselná výroba v eurozóne, dodacie lehoty a zásoby dodávateľov

(ľavá os: medziročné tempo rastu; pravá os: z-skóre)



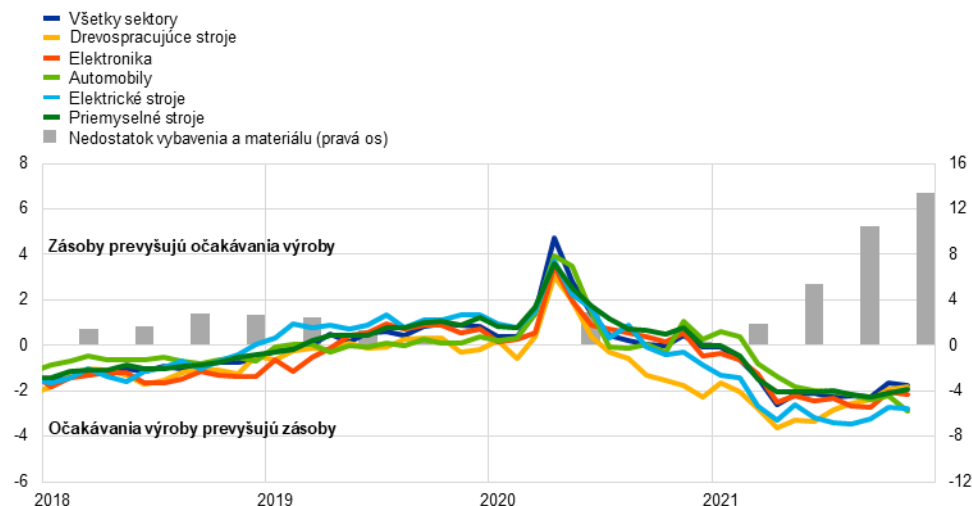
Zdroj: Eurostat, Európska komisia, IHS Markit a výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Z-skóre sa pre každý ukazovateľ vypočíta odpočítaním ich príslušných priemerov a vydelením získaného rozdielu ich príslušnými štandardnými odchýlkami vypočítanými za obdobie rokov 1999 až 2019. Posledné údaje sú zo septembra 2021 (pre priemyselnú výrobu), októbra 2021 (pre dodacie lehoty dodávateľov PMI pre technologické vybavenie) a novembra 2021 (pre celkové dodacie lehoty dodávateľov PMI a zásoby).

Graf C

Zásoby v eurozóne v porovnaní s očakávaniami výroby podľa sektorov a nedostatok vybavenia a materiálu

(z-skóre)



Zdroj: Eurostat, Európska komisia a výpočty ECB.

Poznámka: Z-skóre sa pre každý ukazovateľ vypočíta odpočítaním ich príslušných priemerov a vydelením získaného rozdielu ich príslušnými štandardnými odchýlkami vypočítanými za obdobie rokov 1999 až 2019. Posledné údaje sú z októbra 2021 (pre zásoby v porovnaní s očakávaniami výroby) a novembra 2021 (pre nedostatok vybavenia a materiálu).

Na rozlúštenie relatívnej dôležitosti kľúčových hnacích síl vývoja v dodacích lehotách a priemyselnej výrobe možno použiť model štruktúrálnej vektorovej autoregresie (SVAR). Tento model identifikuje príspevok dopytu, úrokovej sadzby, finančných a nákladových šokov a šokov z obmedzení dodávok pomocou HICP,

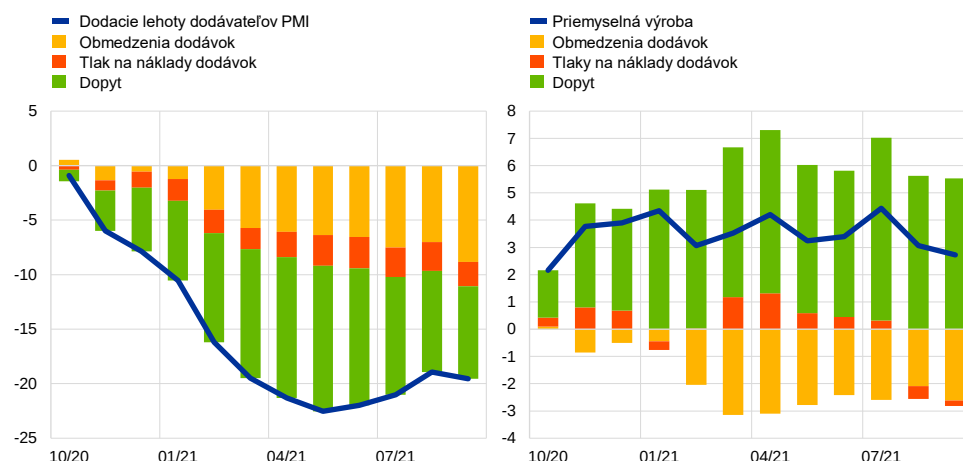
priemyselnej výroby (okrem stavebníctva), desaťročnej sadzby OIS, podnikových spreadov a dodacích lehôt dodávateľov PMI.

Model naznačuje, že obmedzenia dodávok v priebehu roku 2021 značne brzdili priemyselnú výrobu. Podľa tohto modelu bolo medzi októbrom 2020 a septembrom 2021 približne 45 % zmien dodacích lehôt dodávateľov PMI v eurozóne spôsobených vplyvmi agregovaného dopytu (t. j. súčtom dopytu, úrokových sadzieb a finančných šokov), približne 45 % obmedzeniami dodávok a asi 10 % inými typmi nákladových šokov (graf D, ľavá os). Príspevok dopytu, obmedzení na strane ponuky a nákladových šokov k priemyselnej výrobe je znázornený v grafe D vpravo. Ak je všetko ostatné rovnaké, odhaduje sa, že obmedzenia dodávok znížili úroveň priemyselnej výroby v eurozóne o približne 2,6 % kumulatívne medzi októbrom 2020 a septembrom 2021 v porovnaní so scenárom bez obmedzení.³

Graf D

Príspevok šokov z obmedzení na strane ponuky k priemyselnej výrobe v eurozóne a dodacie lehoty dodávateľov PMI

(ľavá strana: difúzny index v odchýlke od základnej línie; pravá strana: percento odchýlky od základnej línie, kumulované od októbra 2020 do septembra 2021)



Zdroj: Eurostat, Európska komisia a výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Model znázorňuje príspevok agregovaného dopytu (dopyt, úroková sadzba, finančné šoky), nákladových šokov a šokov vyplývajúcich z obmedzení na strane ponuky pomocou HICP, priemyselnej výroby (okrem stavebníctva), desaťročnej sadzby OIS, podnikových spreadov a dodacích lehôt dodávateľov PMI. Model je založený na súhrnných údajoch eurozóny od januára 1999 do septembra 2021 a šoky sú identifikované pomocou metódy, ktorú použili J. Antolin-Díaz a J.F. Rubio-Ramírez v článku s názvom Narrative Sign Restrictions for SVARs, *American Economic Review*, No 108, 2018, pp. 2802-2829. Predpokladané znamienkové reštrikcie pri dopade sú takéto: dopytové šoky znamenajú HICP (+); priemyselnú výrobu (+); desaťročnú sadzbu OIS (+); podnikové spready (-); a dodacie lehoty dodávateľov PMI (-). Šoky úrokovej miery znamenajú HICP (-); desaťročnú sadzbu OIS (+); podnikové spready (+). Finančné šoky znamenajú priemyselnú výrobu (-) a podnikové spready (+). Nákladové šoky znamenajú HICP (+) a priemyselnú výrobu (-). Šoky vyplývajúce z obmedzení na strane ponuky znamenajú HICP (+); priemyselnú výrobu (-) a dodacie lehoty dodávateľov PMI (-). Predpokladané naratívne reštrikcie sú takéto: chyby v prognóze pre desaťročnú sadzbu OIS v januári 2015 sa najviac pripisujú šokom menovej politiky; pre podnikové spready v júli 2007 sa pripisujú finančným šokom; pre dodacie lehoty dodávateľov PMI v apríli 2020 a marchi 2021 sa pripisujú šokom vyplývajúcim z obmedzení na strane ponuky. Predpokladá sa tiež, že všetky finančné šoky majú kladné znamienko v septembri a októbri 2008 a že všetky dopytové šoky majú záporné znamienko v marchi a apríli 2020.

Do februára 2021 začal byť vplyv obmedzení na strane ponuky na priemyselnú výrobu čoraz zreteľnejší. Ukazovatele prieskumu dostupné za štvrtý štvrťrok 2021 naznačujú, že tento vplyv sa s najväčšou pravdepodobnosťou nezmierni ani

³ Obmedzeniami na strane ponuky bol silne ovplyvnený aj vývoz, ako píše Európska centrálna banka: [Obmedzenia na strane ponuky a ich vplyv na obchod](#), Ekonomický bulletin, číslo 6, ECB, 2021. Ďalšie informácie o príspevku šokov na strane ponuky ku globálnej priemyselnej výrobe a obchodu sú v boxe 1 s názvom Narušenie dodávateľského reťazca a vplyv na globálnu ekonomiku (v tomto vydaní Ekonomického bulletinu).

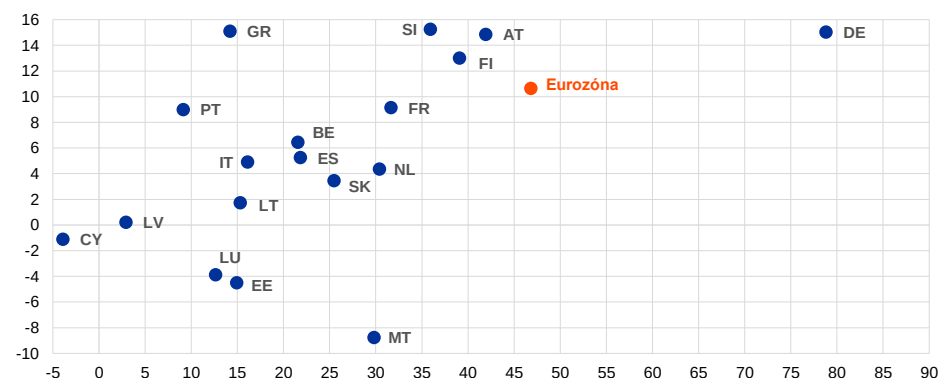
v poslednom štvrtroku tohto roka. Vzhľadom na to, že priemysel bez stavebníctva predstavuje približne 20 % celkovej pridanej hodnoty v eurozóne, uvedené odhady naznačujú, že v roku 2021 by bol rast reálneho HDP približne o 0,5 % vyšší, ak by obmedzenia na strane ponuky neexistovali. Tento odhad možno považovať za spodnú hranicu, keďže tieto obmedzenia na strane ponuky v poslednom štvrtroku 2021 naďalej ovplyvňovali výrobu, ako aj stavebníctvo a obchodné služby.

Účinky šokov z obmedzení na strane ponuky by mohli pretrvávať po väčšinu roka 2022. Nedostatok polovodičov, negatívny vývoj pandémie v Ázii a momentálne preťaženie kontajnerových terminálov sa pravdepodobne veľmi nezmiernia, čo naznačuje, že ekonomika eurozóny bude v nasledujúcich mesiacoch podľa očakávaní naďalej ovplyvňovaná týmito šokmi a že vplyv šokov z obmedzení na strane ponuky bude pravdepodobne pretrvávať po väčšinu roka 2022, ako to zdôrazňujú aj kontakty ECB v korporátnom sektore. Podľa prieskumov Európskej komisie medzi podnikmi a spotrebiteľmi z októbra 2021 očakávali podniky v priebehu nasledujúcich troch mesiacov ďalšie zhoršenie nedostatku materiálu vo všetkých krajinách eurozóny s výnimkou niekoľkých menších krajín (graf E). Čím bol väčší podiel respondentov, ktorí potvrdili, že ich firmy boli postihnuté výpadkami v dodávkach v porovnaní s príslušným dlhodobým priemerom, tým väčší bol podiel respondentov, ktorí očakávali ďalšie zhoršenie svojej situácie, čím sa potvrdzuje celkové hodnotenie dlhodobého a pretrvávajúceho vplyvu obmedzení dodávok.

Graf E

Očakávaný nedostatok vybavenia a materiálu v krajinách eurozóny vo štvrtom štvrtroku 2021

(os x: percento respondentov, úroveň znížená historickým priemerom; os y: percento respondentov, rozdiel v porovnaní s tretím štvrtkom 2021)



Zdroj: Eurostat, Európska komisia a výpočty ECB.

Poznámka: Hodnoty pre každý ukazovateľ sa vypočítajú odpočítaním ich príslušného priemeru pre každú ekonomiku za obdobie rokov 1999 až 2019. Posledné údaje sú z októbra 2021.

Fiškálna politika v roku 2022 – dôsledky návrhov rozpočtových plánov na rok 2022

Giovanni Bardone, Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier
a Philip Muggenthaler

Dňa 24. novembra 2021 Európska komisia zverejnila svoje stanoviská k návrhom rozpočtových plánov vlád eurozóny na rok 2022.¹ Tieto stanoviská sa zameriavajú na súlad plánov s odporúčaniami Rady z 18. júna 2021, v ktorých sa členským štátom odporúča, aby v roku 2022 prijali diferencovanejšie fiškálne politiky. Rada odporučila členským štátom s nízkou alebo strednou úrovňou zadlženia, aby v roku 2022 uplatňovali alebo zachovali podpornú fiškálnu pozíciu, a členským štátom s vysokým zadlžením, aby využili Mechanizmus na podporu obnovy a odolnosti (RRF) na financovanie ďalších investícií na podporu oživenia hospodárstva a zároveň uplatňovali obozretnú fiškálnu politiku. Všetkým členským štátom odporučila, aby zachovali investície financované z vnútroštátnych zdrojov. Komisia v hodnotení návrhov rozpočtových plánov zohľadňuje pokračujúce uplatňovanie všeobecnej únikovej doložky Paktu stability a rastu v roku 2022. Očakáva sa, že táto doložka bude deaktivovaná od roku 2023.²

Na základe upraveného ukazovateľa, ktorého cieľom je zachytiť orientáciu fiškálnej politiky v súčasnom hospodárskom kontexte, sa predpokladá, že fiškálna pozícia eurozóny zostane v rokoch 2021 a 2022 podporná. Komisia pri svojom hodnotení používa revidovaný ukazovateľ fiškálnej pozície, ktorý bol vypracovaný s ohľadom na súčasnú krízu a vnútroštátne fiškálne opatrenia i opatrenia EÚ prijaté na jej riešenie.³ Po prvé, ukazovateľ fiškálnej pozície zohľadňuje výdavky financované z RRF a iných fondov EÚ, ktoré predstavujú fiškálny impulz pre hospodárstvo, ale nie sú zohľadnené v zaznamenanom rozpočtovom salde členských štátov. Po druhé, započítava dočasné mimoriadne opatrenia prijaté v reakcii na krízu. Podľa prognózy Komisie z jesene 2021, ktorá zahŕňa návrhy rozpočtových plánov na rok 2022, bude fiškálna expanzia na základe

¹ Európska komisia (2021), [Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, and the European Central Bank on the 2022 Draft Budgetary Plans: Overall Assessment](#).

² Táto doložka bola zavedená ako súčasť tzv. balíka šiestich legislatívnych aktov v rámci Paktu stability a rastu v roku 2011. Doložka sa môže aktivovať v prípade neobvyklej udalosti – mimo kontroly dotknutého členského štátu – ktorá má významný vplyv na finančnú pozíciu verejnej správy, alebo v období vážneho hospodárskeho poklesu eurozóny alebo EÚ ako celku. Ak je táto doložka aktivovaná, členské štáty sa môžu dočasne odchýliť od požiadaviek na fiškálne úpravy v rámci preventívnej aj nápravnej časti paktu pod podmienkou, že to neohrozí fiškálnu udržateľnosť v strednodobom horizonte.

³ Komisia vypočítava fiškálnu pozíciu na základe ročného nárastu čistých výdavkov v porovnaní s desaťročným potenciálnym rastom. V nadväznosti na odporúčania Rady k programom stability na rok 2021 bol súhrn čistých výdavkov použitý na výpočet celkovej fiškálnej pozície upravený tak, aby zahŕňal výdavky financované z grantov RRF a iných fondov EÚ a aby nezahŕňal dočasné mimoriadne opatrenia súvisiace s krízou spôsobenou koronavírusom (COVID-19). Okrem príspevku výdavkov financovaných EÚ sa hodnotenie Komisie zaoberá aj príspevkami z rôznych agregátov výdavkov financovaných z vnútroštátnych zdrojov k celkovej fiškálnej pozícii, a to i) investícií, ii) ostatných kapitálových výdavkov a iii) bežných primárnych výdavkov (bez diskrečných opatrení na strane príjmov).

tejto definície fiškálnej pozície v roku 2021 predstavovať približne 1,75 % HDP, pričom v roku 2022 sa očakáva ďalšia expanzia vo výške takmer 1 % HDP.⁴

Podľa hodnotenia Komisie sú jednotlivé návrhy rozpočtových plánov vo všeobecnosti v súlade s odporúčaniami pre fiškálnu politiku, ktoré Rada prijala 18. júna 2021. Pri meraní na základe upraveného ukazovateľa

zachytávajúceho orientáciu fiškálnych politík v súčasnej kríze väčšina krajín eurozóny s nízkym a stredným dlhom uplatňuje podpornú fiškálnu pozíciu. Predpokladá sa, že z členských štátov v tejto skupine (Nemecko, Estónsko, Írsko, Cyprus, Lotyšsko, Litva, Luxembursko, Malta, Holandsko, Rakúsko, Slovinsko, Slovensko a Fínsko) v roku 2022 nebudú podpornú fiškálnu pozíciu uplatňovať len Malta a Slovensko. Komisia usudzuje, že všetky členské štáty v tejto skupine – s výnimkou Holandska, ktoré ešte nepredložilo svoj plán obnovy a odolnosti – majú v úmysle využiť na podporu svojej obnovy RRF. Všetky zachovávajú alebo vo veľkej miere zachovávajú investície financované z vnútroštátnych zdrojov.

Komisia ďalej uvádza, že je dôležité, aby členské štáty s veľkým zadlžením „zachovali obozretnú fiškálnu politiku“. V tejto súvislosti Komisia zhodnotila, že Belgicko, Grécko, Španielsko, Francúzsko a Taliansko využívajú RRF v súlade s odporúčaniami Rady z júna 2021 na financovanie ďalších investícií na podporu obnovy a zachovanie investícií financovaných z vnútroštátnych zdrojov.⁵ Komisia tiež zdôrazňuje, že tieto krajiny by pri prijímaní podporných rozpočtových opatrení mali „zachovať obozretnú fiškálnu politiku s cieľom zabezpečiť udržateľnosť verejných financií v strednodobom horizonte“.

Hodnotenie Komisie odráža nárast verejných investícií v celej eurozóne, ktorý sa zaznamenal počas celej pandémie a ktorý je v kontraste s vývojom pozorovaným po globálnej finančnej kríze, pričom značná časť nárastu sa pripisuje financovaniu z prostriedkov EÚ, a to aj prostredníctvom RRF. Komisia predpokladá, že verejné investície eurozóny sa zvýšia z 2,8 % HDP v roku 2019 na 3,2 % HDP v roku 2022, čím sa čiastočne zvráti trend znižovania verejných investícií pred pandémiou a po globálnej finančnej kríze (graf A). Prognóza Komisie z jesene 2021, ako aj návrhy rozpočtových plánov poukazujú na to, že celkový profil výdavkov na granty RRF je predbežne vyčlenený, pričom približne dve tretiny grantov RRF pridelených krajinám eurozóny majú byť vyčerpané do konca roka 2023. Z hľadiska HDP sa predpokladá, že výdavky financované z RRF budú v rokoch 2022 a 2023 predstavovať približne 0,5 % HDP. Celkovo by vysoká kvalita rozpočtov verejných financií a pokračujúce verejné investície mali podporiť súbežnú transformáciu na ekologické a digitálne hospodárstvo.

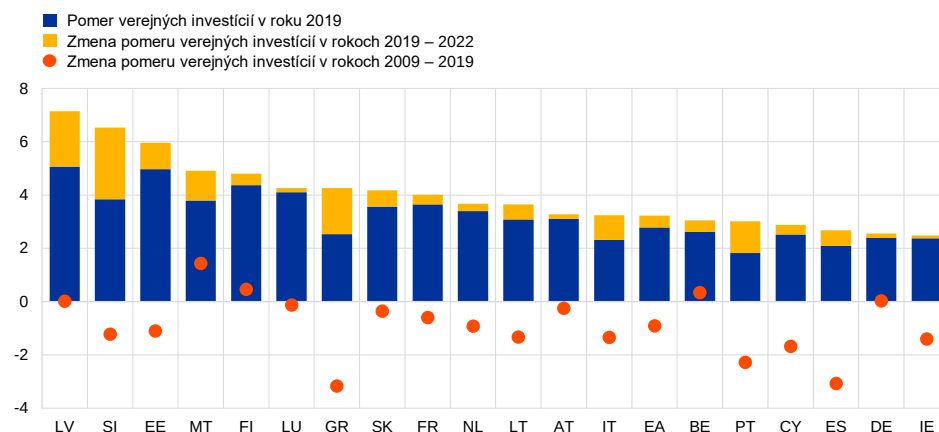
⁴ Európska komisia (2021), op. cit.

⁵ Európska komisia neprijala stanovisko k návrhu rozpočtového plánu predloženého Portugalskom, keďže portugalský parlament medzitým zamietol návrh rozpočtu, z ktorého plán vychádzal.

Graf A

Verejné investície v rokoch 2009 až 2022

(v % HDP)



Zdroj: Európska komisia (databáza AMECO) a výpočty ECB.

Zároveň existuje priestor na zníženie podielu bežných výdavkov z fiškálnej podpory, čo by obmedzilo nárast dlhu verejných financií. Komisia uvádza, že – spomedzi krajín s nízkou alebo strednou úrovňou dlhu verejných financií – Lotyšsko a Litva pravdepodobne nedokážu zabezpečiť dostatočnú kontrolu rastu bežných výdavkov financovaných z vnútroštátnych zdrojov. Spomedzi krajín s vysokým pomerom dlhu verejných financií k HDP sa Taliansko považuje za krajinu, ktorá dostatočne nezabezpečuje obmedzenie rastu bežných výdavkov financovaných z vnútroštátnych zdrojov. Komisia a Euroskupina⁶ preto vyzývajú Taliansko, aby prijalo potrebné opatrenia na obmedzenie týchto výdavkov.

Korekcia fiškálnych nerovnováh sa v jednotlivých krajinách eurozóny naďalej vyvíja rôzne.⁷ Podľa prognózy Komisie z jesene 2021 sa predpokladá, že deficit sa v rokoch 2022 aj 2023 zníži vo všetkých krajinách eurozóny (graf B). Predpokladá sa, že v roku 2023 zaznamená deficit nad hranicou 3 % HDP sedem krajín eurozóny. Najväčšie deficit v rokoch 2022 a 2023 sa predpokladajú v niektorých krajinách, ktoré vstúpili do obdobia pandémie s vysokým pomerom dlhu verejných financií k HDP. Predpokladá sa, že pomer dlhu k HDP vo väčšine krajín eurozóny v roku 2022 klesne, zatiaľ čo v niektorých krajinách bude mať v prípade scenára nezmenenej politiky naďalej rastúci trend až do konca prognózovaného obdobia (graf C). Vo všeobecnosti sa predpokladá, že na konci prognózovaného obdobia v roku 2023 zostanú nad úrovňou pred krízou, a to aj v niektorých členských štátoch, ktoré vstúpili do krízy s pomerne vysokým pomerom dlhu k HDP.

Treba ponechať cielené fiškálne opatrenia podporujúce rast. Fiškálne politiky stále musia hľadať rovnováhu medzi bezpečným a udržateľným prekonaním krízy

⁶ Euroskupina vo vyhlásení zo 6. decembra 2021 ([Eurogroup Statement on the Draft Budgetary Plans of 2022](#)) „vyzýva členské štáty s vysokým zadlžením, ktoré podľa hodnotenia Komisie neplánujú dostatočne obmedziť rast bežných výdavkov financovaných z vnútroštátnych zdrojov, aby prijali potrebné opatrenia v rámci vnútroštátneho rozpočtového procesu“.

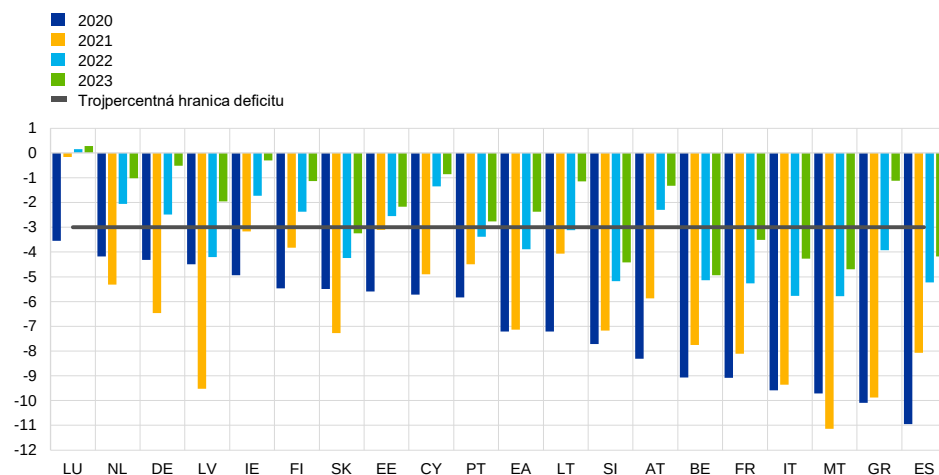
⁷ Podrobné informácie o rozpočtovom vývoji agregátu eurozóny na základe makroekonomických projekcií zamestnancov Eurosystému pre eurozónu z decembra 2021 sú uvedené v časti 6 tohto vydania Ekonomického bulletinu.

a zachovaním fiškálnej udržateľnosti. Vzhľadom na veľkú neistotu môže takúto rovnováhu pomôcť nastoliť fiškálna podpora, ktorá reaguje na makroekonomický vývoj. V prípade zhoršenia pandemickej situácie by ďalšia fiškálna podpora obmedzila škodlivý vplyv na rast produkcie. Ak sa ekonomiky naučia účinnejšie prispôbovať pandémie a budú rásť rýchlejšie, ako sa v súčasnosti predpokladá, krajiny s vysokým verejným dlhom by mohli zlepšiť fiškálnu udržateľnosť tým, že využijú lepší ako predpokladaný vývoj nominálneho HDP na posilnenie rozpočtových pozícií. Ak by sa v súlade s odporúčaniami Rady z júna 2021 fiškálna podpora v roku 2022 zamerala na produktívne výdavky vrátane investícií financovaných prostredníctvom RRF, vplyv na hospodársky rast by bol mimoriadne priaznivý. Vzhľadom na očakávanú deaktiváciu všeobecnej únikovej doložky Paktu stability a rastu od roku 2023 a možné dôsledky prebiehajúceho preskúmania rámca správy hospodárskych záležitostí EÚ⁸ sa zdá, že je potrebná včasná dohoda o smerovaní fiškálnych politík.

Graf B

Rozpočtové saldo verejnej správy v rokoch 2020 až 2023

(v % HDP)



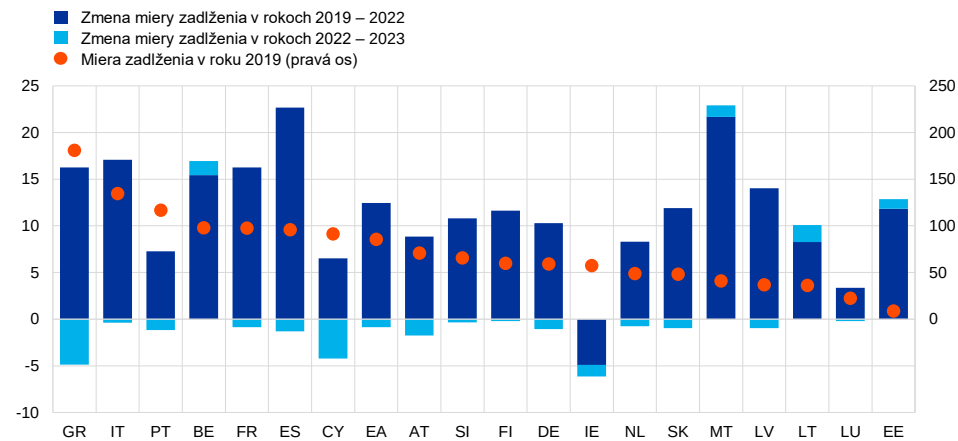
Zdroj: Európska komisia (databáza AMECO) a výpočty ECB.

⁸ Odpoveď Eurosystému na oznámenie Európskej komisie „Hospodárstvo EÚ po pandémie COVID-19: dôsledky pre správu hospodárskych záležitostí“ z 19. októbra 2021.

Graf C

Hrubý dlh verejnej správy v rokoch 2019 až 2023

(v % HDP)



Zdroj: Európska komisia (databáza AMECO) a výpočty ECB.

© Európska centrálna banka 2022

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.

Uzávierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 15. decembra 2021.

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

PDF ISSN 2363-3549, QB-BP-21-008-SK-N