



EURÓPSKA CENTRÁLNÁ BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 2/2022



Obsah

Hospodársky, finančný a menový vývoj	2
Prehľad	2
1 Vonkajšie prostredie	9
2 Finančný vývoj	19
3 Hospodárska aktivita	25
4 Ceny a náklady	32
5 Peňažná zásoba a úvery	39
6 Fiškálny vývoj	47
Boxy	51
1 Výpadky v dodávateľských reťazcoch v eurozóne a Spojených štátoch: aká je súčasná situácia?	51
2 Kreditné riziko a jeho úloha pri súčasnom globálnom oceňovaní podnikových dlhopisov	55
3 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 3. novembra 2021 do 8. februára 2022	62
4 Miera podnikových úspor počas pandémie	68
5 Úloha cyklu zásob v súčasnom oživení	73
6 Oživenie trhu práce v eurozóne z pohľadu prieskumu spotrebiteľských očakávaní ECB	78
7 Zložky ovplyvňujúce náklady na bývanie vo vlastnej nehnuteľnosti	83

Hospodársky, finančný a menový vývoj

Prehľad

Ruská invázia na Ukrajinu bude mať významný dosah na hospodársku aktivitu a infláciu prostredníctvom vyšších cien energií a komodít, narušenia medzinárodného obchodu a oslabenia dôvery. Rozsah týchto účinkov bude závisieť od ďalšieho vývoja konfliktu, dosahu zavedených sankcií a od ďalších možných opatrení.

Dosah vojny je potrebné hodnotiť na základe solídnych základných podmienok ekonomiky eurozóny, ku ktorým prispieva výrazná politická podpora. K oživeniu hospodárskej aktivity prispieva slabnúci vplyv variantu koronavírusu Omikron (COVID-19). Ponukové obmedzenia vykazujú určité známky uvoľňovania a situácia na trhu práce sa ďalej zlepšuje. V základnom scenári makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2022, ktoré zahŕňajú prvé hodnotenie dôsledkov vojny na Ukrajine, bol rast HDP v krátkodobom horizonte v dôsledku konfliktu upravený nadol.

Inflácia vzhľadom na nečakane vysoké náklady na energie naďalej zaznamenáva prekvapivo vysoké hodnoty. Rast cien sa zároveň rozšíril do viacerých sektorov. Projektované hodnoty inflácie boli v základnom scenári nových projekcií odborníkov ECB výrazne upravené nahor. Dlhodobejšie inflačné očakávania sa podľa viacerých ukazovateľov znova ukotvili na úrovni inflačného cieľa ECB. Podľa Rady guvernérov je čoraz pravdepodobnejšie, že inflácia sa v strednodobom horizonte stabilizuje na cieľovej úrovni 2 %.

V alternatívnych scenároch vývoja ekonomických a finančných dôsledkov vojny by mohla byť hospodárska aktivita výrazne tlmená prudším nárastom cien energií a komodít a výraznejším oslabením obchodnej výmeny a sentimentu. Inflácia by mohla byť v krátkodobom horizonte podstatne vyššia. Vo všetkých scenároch sa však naďalej očakáva, že inflácia sa bude postupne znižovať a v roku 2024 sa ustáli v blízkosti cieľovej úrovne 2 %.

Na základe aktualizovaného hodnotenia výhľadu vývoja inflácie a so zreteľom na neisté prostredie Rada guvernérov upravila harmonogram nákupov v rámci programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP) na nasledujúce mesiace. Mesačný čistý objem nákupu v rámci programu APP bude predstavovať 40 mld. € v apríli, 30 mld. € v máji a 20 mld. € v júni. Čistý nákup aktív v treťom štvrtroku bude nastavený na základe dostupných údajov a toho, ako Rada guvernérov zhodnotí výhľad v danom čase. Ak aktuálne údaje potvrdia očakávanie, že strednodobý inflačný výhľad je možné zachovať i po ukončení čistého nákupu aktív, Rada guvernérov čistý nákup v rámci programu APP v treťom štvrtroku ukončí. Ak dôjde k zmene strednodobého inflačného výhľadu alebo ak podmienky financovania prestanú zodpovedať ďalšiemu posunu inflácie smerom k cieľovej úrovni 2 %, je Rada guvernérov pripravená program nákupu aktív rozšíriť a/alebo predĺžiť jeho trvanie. Akákoľvek úprava kľúčových úrokových sadzieb ECB sa uskutoční s určitým odstupom od skončenia čistého nákupu aktív v rámci programu

APP a bude postupná. Vývoj kľúčových úrokových sadzieb ECB sa bude aj naďalej riadiť signalizáciou budúceho nastavenia menovej politiky Rady guvernérov a jej strategickým záväzkom stabilizovať infláciu na úrovni 2 % v strednodobom horizonte. Rada guvernérov v tomto smere očakáva, že kľúčové úrokové sadzby ECB zostanú na súčasnej úrovni, až kým nezaznamená, že inflácia dosahuje 2 % s dostatočným predstihom pred koncom časového horizontu projekcií a trvalo počas zvyšku horizontu projekcií, a neusúdi, že zaznamenaný posun základnej inflácie je dostatočne pokročilý na ustálenie inflácie na úrovni 2 % v strednodobom horizonte. Rada guvernérov zároveň potvrdila svoje ďalšie opatrenia menovej politiky.

Hospodárska aktivita

Svetová ekonomika počas roka 2021 i napriek nepriaznivým účinkom ďalších vln pandémie koronavírusu a ponukových obmedzení výrazným tempom rástla. Výsledky prieskumov poukazujú na pokračujúci rast hospodárskej aktivity v prvom štvrtroku 2022. Rusko-ukrajinská vojna však inak stabilný výhľad svetového vývoja uvádza do značnej neistoty. Z výsledkov nedávnych prieskumov hospodárskej aktivity vyplýva, že v dôsledku ústupu pandémie a tlakov na strane ponuky došlo z januára na február k zrýchleniu tempa hospodárskeho rastu. Vzhľadom na ekonomické dôsledky vojny a postupné ukončovanie stimulačných opatrení však boli projekcie svetového hospodárskeho rastu v porovnaní s decembrovými projekciami upravené nadol, najmä na roky 2022 a 2023. Odhaduje sa, že svetový reálny HDP (bez eurozóny) sa v roku 2021 zvýšil o 6,3 %, pričom tempo rastu by sa podľa projekcií malo zmierniť na 4,1 % v roku 2022 a 3,6 % v rokoch 2023 a 2024. Očakáva sa, že rast zahraničného dopytu po produkcii eurozóny sa zmierni z 9,9 % v roku 2021 na 4 % v roku 2022, 3,2 % v roku 2023 a 3,6 % v roku 2024. V porovnaní so svetovým dovozom je zahraničný dopyt po produkcii eurozóny konfliktom zasiahnutý viac, keďže obchod s Ruskom a krajinami strednej a východnej Európy, ktoré sú nepriaznivému vplyvu konfliktu vystavené najviac, má na obchodnej výmene eurozóny pomerne veľký podiel. V porovnaní s predchádzajúcim vydaním projekcií bola miera rastu zahraničného dopytu po produkcii eurozóny na rok 2022 ponechaná bez zmeny (keďže dosah invázie v plnej miere vyrovnávajú kladné prenosové účinky z roku 2021), a na roky 2023 a 2024 bola upravená nadol. Ponukové obmedzenia by sa mali počas roka 2022 začať uvoľňovať a do roku 2023 by mali v plnej miere odznieť. Vývozná cena konkurentov eurozóny boli na roky 2022 a 2023 vzhľadom na prelínanie vplyvu vyšších cien komodít, ponukových obmedzení a vyššieho dopytu upravené nahor. Zatiaľ čo budúci priebeh pandémie zostáva dôležitým rizikovým faktorom ohrozujúcim základný scenár projekcií vývoja svetového hospodárstva, rusko-ukrajinská vojna neistotu výrazne stupňuje. Hraničné riziká pomalšieho rastu prameniace z ďalšej eskalácie konfliktu by mohli byť významné a mohli by zastaviť svetové oživenie, a zároveň by prispeli k inflačným tlakom.

Rusko-ukrajinská vojna bude mať na hospodársku aktivitu v eurozóne významný dosah prostredníctvom vyšších cien energií a komodít, narušenia medzinárodného obchodu a oslabenia dôvery. Základné podmienky sú však solídne, pričom k nim prispieva i výrazná politická podpora. Hospodárska produkcia v roku 2021 vzrástla

o 5,3 % a HDP sa na konci roka vrátil na svoju úroveň pred pandémie. V poslednom štvrtroku 2021 sa však hospodársky rast spomalil na 0,3 % a očakáva sa, že slabý zostane aj počas prvého štvrtroka 2022. Vyhliadky hospodárskeho vývoja budú závisieť od priebehu rusko-ukrajinskej vojny a dosahu ekonomických a finančných sankcií a ďalších opatrení. Ďalšie nepriaznivé faktory brzdiace rast zároveň v súčasnosti ustupujú. V základnom scenári projekcií odborníkov ECB by mala ekonomika v roku 2022 naďalej dosahovať výrazný rast, no jeho tempo bude pomalšie, než sa očakávalo pred vypuknutím vojny. Opatrenia na obmedzenie šírenia variantu Omikron majú miernejší dosah než opatrenia zavedené v predchádzajúcich vlnách pandémie a momentálne prebieha ich rušenie. Určité známky uvoľňovania vidno aj v prípade ponukových obmedzení spôsobených pandemiou a naďalej sa zlepšuje i situácia na trhoch práce. Je možné, že dosah masívneho šoku cien energií na spotrebiteľov a podniky sa podarí čiastočne zmierniť prostredníctvom úspor nahromadených počas pandémie a kompenzačných fiškálnych opatrení.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2022 pokračuje zlepšovanie rozpočtového salda verejnej správy v eurozóne a znižovanie veľmi vysokých deficitov zaznamenaných v dôsledku koronavírusovej krízy. Tento základný scenár vývoja však ohrozujú významné riziká, ktoré sú čoraz viac naklonené na stranu vyšších rozpočtových deficitov, predovšetkým v dôsledku vojny na Ukrajine. V základnom scenári podľa odhadov došlo k poklesu pomeru deficitu z vysokých 7,2 % HDP v roku 2020 na 5,5 % HDP v roku 2021. V roku 2022 by mal ďalej klesnúť na 3,1 % HDP a do konca sledovaného obdobia na 2 %. 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) mierne sprísnenie. V roku 2022 má podľa projekcií dôjsť k ďalšiemu sprísneniu nastavenia rozpočtovej politiky, predovšetkým v dôsledku ukončenia významnej časti pandemickej krízovej núdzovej podpory. Počas posledných dvoch rokov prognózovaného obdobia má k sprísňovaniu dochádzať len v obmedzenej miere, pričom významná podpora ekonomiky pokračuje aj naďalej. Vzhľadom na vysoké riziká, ktoré v súčasnosti pramenia z viacerých zdrojov a ktoré sa už čiastočne naplňajú, by ekonomiku pomohli chrániť i rozpočtové opatrenia, okrem iného na úrovni EÚ. Rozpočtová politika sa musí viesť naďalej flexibilne prispôbiť aktuálnej situácii. Ochota uplatniť rozpočtové opatrenia nie je v rozpore s potrebou dôveryhodnej strednodobej normalizácie stavu verejných financií.

V strednodobom horizonte bude podľa základného scenára projekcií k rastu prispievať silný domáci dopyt podporovaný priaznivejšou situáciou na trhu práce. Vzhľadom na rastúci počet zamestnaných by sa mali zvyšovať aj príjmy a spotreba domácností. K tejto prognóze rastu prispieva aj svetové oživenie a pokračujúca podpora rozpočtovej a menovej politiky. Podpora rozpočtovej a menovej politiky má naďalej zásadný význam, predovšetkým v tejto zložitej geopolitickej situácii. Očakáva sa, že hospodárstvo eurozóny bude v roku 2022 naďalej dosahovať výrazný rast, no jeho tempo má byť pomalšie, než sa očakávalo pred vypuknutím vojny. Podľa marcových makroekonomických projekcií odborníkov ECB by malo ročné tempo rastu reálneho HDP predstavovať 5,4 % v roku 2021, 3,7 % v roku 2022, 2,8 % v roku 2023 a 1,6 % v roku 2024. V porovnaní s decembrovými

projekciami bol výhľad hospodárskeho vývoja na roky 2022 a 2023 upravený nadol. Tieto projekcie vychádzajú z predpokladu, že súčasné narušenie dodávok energií a nepriaznivé účinky na dôveru spojené s konfliktom budú dočasné a že globálne ponukové reťazce nebudú výrazne zasiahnuté. V nepriaznivom scenári, ktorý počítá s uvalením prísnejších sankcií na Rusko, čo by viedlo k určitému narušeniu svetových hodnotových reťazcov, vyšším nákladom na energie a určitým dočasným výpadkom produkcie eurozóny, ako aj dodatočným narušeniam finančného vývoja a dlhšie pretrvávajúcej neistote, by bol hospodársky rast eurozóny v roku 2022 o 1,2 percentuálneho bodu nižší než v základnom scenári. V roku 2023 by bol rozdiel menší a v roku 2024 by bol rast vzhľadom na účinky dobiehania o niečo rýchlejší. Podľa závažného scenára (ktorý okrem predpokladov nepriaznivého scenára zahŕňa aj silnejšiu reakciu cien energií na prísnejšie obmedzenia dodávok a výraznejšie preceňovanie na finančných trhoch), by rast HDP mohol byť v roku 2022 o 1,4 percentuálneho bodu a v roku 2023 o 0,5 percentuálneho bodu nižší než v základnom scenári, pričom účinky dobiehania v roku 2024 by boli pomerne nevýrazné.

Inflácia

Inflácia sa zvýšila z 5,1 % v januári na 5,8 % vo februári a v najbližšom období sa očakáva jej ďalší rast. Hlavnou príčinou vysokej miery celkovej inflácie je naďalej inflácia energetickej zložky, ktorá vo februári dosiahla 31,7 % a ktorá tlačí na rast cien aj v mnohých ďalších sektoroch. V dôsledku sezónnych faktorov, zvýšenej úrovne dopravných nákladov a vyšších cien hnojív vzrástli aj ceny potravín. Náklady na energie v posledných týždňoch ďalej rástli a v dôsledku vojny na Ukrajine bude pokračovať tlak na rast cien niektorých potravín a komodít. Rast cien sa rozšíril do viacerých sektorov. Za posledné mesiace väčšina ukazovateľov základnej inflácie stúpila nad 2 %. Vzhľadom na úlohu dočasných faktorov súvisiacich s pandemiou a nepriame účinky vyšších cien energií je však trvanie nárastu týchto ukazovateľov neisté. Z trhových ukazovateľov vyplýva, že ceny energií zostanú vysoké dlhšie, než sa očakávalo v minulosti, no v priebehu horizontu projekcií sa zmiernia. Odznieť by mali aj tlaky na rast cien prameniace z globálnych ponukových obmedzení. Podmienky na trhu práce sa naďalej zlepšujú: nezamestnanosť v januári klesla na 6,8 %. Hoci sa nedostatok pracovných síl týka čoraz väčšieho počtu sektorov, mzdový rast zostáva celkovo tlmený. Návrat ekonomiky k plnej kapacite by mal časom podporiť o niečo rýchlejší rast miezd. Rôzne ukazovatele dlhodobějších inflačných očakávaní odvodených z finančných trhov a prieskumov sa pohybujú na približne dvojpercentnej úrovni. I tieto faktory budú ďalej pôsobiť na základnú infláciu a prispievajú k trvalej stabilizácii celkovej inflácie na našej cieľovej úrovni 2 %.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2022 má ročná miera inflácie dosiahnuť 5,1 % v roku 2022, 2,1 % v roku 2023 a 1,9 % v roku 2024, čo v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami z decembra znamená podstatné zvýšenie projektovaných hodnôt, najmä na rok 2022. Inflácia bez cien potravín a energií má podľa projekcií dosiahnuť v priemere 2,6 % v roku 2022, 1,8 % v roku 2023 a 1,9 % v roku 2024, čo je tiež viac ako podľa decembrových projekcií. Ak by došlo k naplneniu nepriaznivého scenára opísaného vyššie, inflácia by mohla byť

v roku 2022 o 0,8 percentuálneho bodu vyššia. S normalizáciou trhov s ropou a plynom a postupným spomaľovaním prudkého rastu cien energií by mala inflácia klesnúť pod úroveň základného scenára, najmä v roku 2024. V závažnejšom scenári by bola inflácia v roku 2022 vyššia o 2 percentuálneho bodu, pričom podstatne vyššia by bola aj v roku 2023. V roku 2024 by nepriaznivý vplyv klesajúcich cien energií na infláciu prevážili silnejšie sekundárne účinky a inflácia by tak bola rovnaká ako v základnom scenári.

Hodnotenie rizík

Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho vývoja sú podľa Rady guvernérov výrazne vyššie a naklonené na stranu pomalšieho rastu. Riziká súvisiace s pandémiou sa síce znížili, no vojna na Ukrajine môže mať výraznejší vplyv na ekonomický sentiment a znova zhoršiť obmedzenia na strane ponuky. Dlhodobé vysoké náklady na energie by spolu s poklesom dôvery mohli oslabiť dopyt viac, než sa očakávalo, a obmedziť spotrebu a investície. Rovnaké faktory sú rizikami ohrozujúcimi vývoj inflácie, ktoré sú v krátkodobom horizonte na strane rýchlejšieho rastu cien. Vojna na Ukrajine predstavuje významné riziko, predovšetkým rýchlejšieho rastu cien energií. Ak sa cenové tlaky premenia do rýchlejšieho než očakávaného rastu miezd alebo ak sa prejavia dlhodobé nepriaznivé účinky na strane ponuky, inflácia by v strednodobom horizonte mohla byť ešte vyššia. Ak by však v strednodobom horizonte došlo k oslabeniu dopytu, mohli by sa znížiť aj tlaky na rast cien.

Finančné a menové podmienky

Ruská invázia na Ukrajinu spôsobila značnú volatilitu na finančných trhoch. Rast bezrizikových trhových úrokových mier pozorovaný od februárového zasadania Rady guvernérov po vypuknutí vojny zaznamenal čiastočný obrat a ceny akcií klesli. Finančné sankcie voči Rusku vrátane vylúčenia niektorých ruských bánk zo systému SWIFT zatiaľ nespôsobili výrazné napätie na peňažných trhoch ani nedostatok likvidity v bankovom systéme eurozóny. Bankové súvahy zostávajú vďaka silným kapitálovým pozíciám a nižšiemu objemu problémových úverov celkovo stabilné. Banky sú v súčasnosti rovnako ziskové ako pred pandémiou. Sadzby bankových úverov poskytovaných podnikom sa mierne zvýšili, zatiaľ čo sadzby hypotekárnych úverov zostávajú nezmenené na historicky nízkej úrovni. Tok úverov podnikom sa po výraznom náraste v poslednom štvrtroku 2021 znížil. Poskytovanie úverov domácnostiam si udržiava svoje tempo, najmä v prípade úverov na kúpu nehnuteľností na bývanie.

Rozhodnutia o menovej politike

Na základe aktualizovaného hodnotenia a so zreteľom na neisté prostredie Rada guvernérov upravila harmonogram nákupov v rámci programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP) na nasledujúce mesiace. Mesačný čistý objem nákupu

v rámci programu APP bude predstavovať 40 mld. € v apríli, 30 mld. € v máji a 20 mld. € v júni. Čistý nákup aktív v treťom štvrťroku bude nastavený na základe dostupných údajov a toho, ako Rada guvernérov zhodnotí výhľad v danom čase. Ak aktuálne údaje potvrdia očakávanie, že strednodobý inflačný výhľad je možné zachovať i po ukončení čistého nákupu aktív, Rada guvernérov čistý nákup v rámci programu APP v treťom štvrťroku ukončí. Ak dôjde k zmene strednodobého inflačného výhľadu alebo ak podmienky financovania prestanú zodpovedať ďalšiemu posunu inflácie smerom k cieľovej úrovni 2 %, je Rada guvernérov pripravená program nákupu aktív rozšíriť a/alebo predĺžiť jeho trvanie.

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

Úroková sadzba hlavných refinančných operácií a úrokové sadzby jednoduchých refinančných a jednoduchých sterilizačných operácií zostávajú nezmenené na úrovni 0,00 %, 0,25 % a –0,50 %.

Akákolvek úprava kľúčových úrokových sadzieb ECB sa uskutoční s určitým odstupom od skončenia čistého nákupu aktív v rámci programu APP a bude postupná. Vývoj kľúčových úrokových sadzieb ECB sa bude aj naďalej riadiť signalizáciou budúceho nastavenia menovej politiky Rady guvernérov a jej strategickým záväzkom stabilizovať infláciu na úrovni 2 % v strednodobom horizonte. Rada guvernérov v tomto smere očakáva, že kľúčové úrokové sadzby ECB zostanú na súčasnej úrovni, až kým nezaznamená, že inflácia dosahuje 2 % s dostatočným predstihom pred koncom časového horizontu projekcií a trvalo počas zvyšku horizontu projekcií, a neusúdi, že zaznamenaný posun základnej inflácie je dostatočne pokročilý na ustálenie inflácie na úrovni 2 % v strednodobom horizonte.

V prvom štvrťroku 2022 Rada guvernérov realizuje čistý nákup aktív v rámci programu PEPP pomalším tempom než v predchádzajúcom štvrťroku. Čistý nákup aktív v rámci programu PEPP ukončí na záver marca 2022.

Rada guvernérov mieni reinvestovať istinu zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci programu PEPP minimálne do konca roka 2024. Redukcia portfólia PEPP v budúcnosti bude v každom prípade prebiehať riadeným spôsobom, aby nenarušovala primerané nastavenie menovej politiky.

Ako sa ukazuje počas pandémie, za sťažených podmienok pružnosť v koncepcii a realizácii nákupu aktív pomáha neutralizovať pokles účinnosti transmisie menovej politiky a zvyšuje úspešnosť snáh Rady guvernérov o dosiahnutie jej cieľa. V rámci mandátu Rady guvernérov 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 obnovennej 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 vyhnúť sa prerušeniu nákupu 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.

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

Vzhľadom na vysoko neisté prostredie zapríčinené ruskou inváziou na Ukrajinu a riziko regionálneho prenosu účinkov, ktoré by mohlo nepriaznivo ovplyvniť finančné trhy v eurozóne, sa Rada guvernérov rozhodla predĺžiť platnosť repo linky Eurosystému pre centrálné banky (Eurosystem repo facility for central banks – EUREP) do 15. januára 2023. EUREP tak zostáva doplnkom bežných dohôd s centrálnymi bankami krajín mimo eurozóny o poskytovaní eurovej likvidity. Spolu predstavujú komplexný súbor podporných nástrojov na pokrytie možných potrieb eurovej likvidity v prípade nefunkčnosti trhov mimo eurozóny, ktorá by mohla nepriaznivo ovplyvniť plynulú transmisiu menovej politiky ECB. Žiadosti centrálnych bánk krajín mimo eurozóny o zriadenie jednotlivých liniek na poskytovanie eurovej likvidity bude Rada guvernérov posudzovať individuálne.

Rada guvernérov je pripravená všetky svoje nástroje podľa potreby upraviť, aby zabezpečila stabilizáciu inflácie na jej cieľovej úrovni 2 % v strednodobom horizonte.

Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2022 poukazujú na tlmenú hospodársku aktivitu vo svete na prelome rokov v dôsledku rýchleho šírenia variantu omikron koronavírusu (COVID-19), pretrvávajúcich výpadkov v dodávkach a naďalej vysokých cien komodít. Rusko-ukrajinská vojna spôsobuje značnú neistotu v súvislosti s globálnym výhľadom, a to najmä v krátkodobom horizonte. Globálny reálny HDP (bez eurozóny) sa podľa odhadov zvýšil v roku 2021 o 6,3 %, pričom jeho tempo rastu by sa malo znížiť na 4,1 % v roku 2022 a na 3,6 % v rokoch 2023 a 2024. V porovnaní s predchádzajúcimi projekciami sa odhad globálneho rastu na rok 2021 revidoval smerom nahor, keď výrazná politická podpora prispela k nárastu globálneho dopytu po tovaroch, a smerom nadol na roky 2022 a 2023, a to z dôvodu hospodárskych dôsledkov rusko-ukrajinskej vojny a postupného ukončovania politických stimulov. Po výraznom oživení v roku 2021 (12,1 %) by sa mal rast globálneho dovozu v roku 2022 znížiť v dôsledku nižšej aktivity a negatívneho vplyvu rusko-ukrajinskej vojny na obchod. Predpokladá sa, že v rokoch 2023 a 2024 bude globálny dovoz rásť pomalším tempom, čo odráža vplyv prebiehajúceho konfliktu, spomalenie vo všetkých regiónoch a predpoklad, že dopyt po spotrebiteľských tovaroch sa postupne normalizuje. Rast zahraničného dopytu eurozóny by sa mal spomaliť z 9,9 % v roku 2021 na 4 % v roku 2022, na 3,2 % v roku 2023 a na 3,6 % v roku 2024. Zahraničný dopyt eurozóny je vojenským konfliktom ovplyvnený výraznejšie než globálny dovoz, a to vzhľadom na vyššiu váhu Ruska a krajín strednej a východnej Európy v obchode eurozóny, keďže tieto krajiny sú viac vystavené nepriaznivým dôsledkom konfliktu než iné štáty nepatriace do eurozóny. V porovnaní s predchádzajúcimi projekciami zostal odhad tempa rastu zahraničného dopytu eurozóny na rok 2022 nezmenený, pretože vplyv invázie v plnej miere kompenzuje kladný efekt prenosu z roku 2021. Na roky 2023 a 2024 sa revidoval smerom nadol o 1,1 a 0,3 percentuálneho bodu. Očakáva sa, že výpadky v dodávkach sa začnú zmierňovať v roku 2022 a do roka 2023 sa úplne odstránia. Vývozné ceny konkurentov eurozóny boli na roky 2022 a 2023 upravené smerom nahor v dôsledku spolupôsobenia vyšších cien komodít, problémov s dodávkami a oživujúceho sa dopytu. Hoci budúci priebeh pandémie zostáva dôležitým rizikovým faktorom ovplyvňujúcim základné projekcie vývoja svetového hospodárstva, rusko-ukrajinská vojna výrazne prehĺbuje neistotu. Ďalšia eskalácia tohto konfliktu by v budúcnosti mohla výrazne zvýšiť riziká, narušiť globálne oživenie a prispieť k rastu inflačných tlakov.

Globálna hospodárska aktivita a obchod

Globálne hospodárstvo rástlo počas roka 2021 výrazným tempom, a to i napriek opätovnému zhoršeniu situácie v súvislosti s pandemiou a výpadkom v dodávkach. V rôznych obdobiach roka 2021 dochádzalo po celom svete k prudkému rastu počtu prípadov infekcie COVID-19, čo nepriaznivo ovplyvňovalo hospodársku aktivitu, hoci sa už nezavádzali prísne opatrenia proti šíreniu nákazy. Oživenie reálneho HDP však pokračovalo aj naďalej, k čomu prispela rozsiahla politická podpora a výrazné obnovenie rastu globálneho dopytu po priemyselných

tovaroch, keďže spotrebiteľský dopyt sa v reakcii na opatrenia proti šíreniu nákazy odklonil od služieb. Vzhľadom na ťažkosti výrobcov pri zvyšovaní dodávok tovaru v snahe uspokojiť vyšší dopyt a na narušenia v odvetví logistiky, ktoré bránili včasnej dodávke výrobných vstupov, ešte koncom roka 2020 začalo výrazné napätie v globálnych produkčných sieťach nepriaznivo ovplyvňovať globálny hospodársky cyklus, čo brzdilo hospodárske oživenie počas roka 2021.¹ V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z decembra 2021 sa globálny rast reálneho HDP (bez eurozóny) v roku 2021 upravil smerom nahor o 0,3 percentuálneho bodu na 6,3 %.

Ukazovatele z prieskumov poukazujú na pokračujúci rast aktivity v prvom štvrtroku 2022 a na výpadky na strane ponuky, ktoré dosiahli vrchol na konci roka 2021. Globálny kompozitný index nákupných manažérov (PMI) (bez eurozóny) sa zvýšil z úrovne 51 v januári na 53,1 vo februári, k čomu prispel predovšetkým sektor služieb a jeho oživenie po poklese z prelomu rokov spôsobenom šírením variantu omikron. Zvýšil sa tiež globálny PMI pre výrobu, hoci v menšej miere, čo signalizuje kladný, aj keď iba mierny rast. Celkovo sa očakáva, že hospodárske dôsledky variantu omikron budú mierne a obmedzené na prvý štvrtrok 2022. Do budúcnosti však nie je možné vylúčiť vznik nových a agresívnejších variantov vírusu. COVID-19 preto aj naďalej predstavuje riziko pomalšieho rastu globálnej ekonomiky, a to i napriek silnej ochrane, ktorú ponúkajú vakcíny. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z decembra 2021 sa globálny rast reálneho HDP (bez eurozóny) za prvý štvrtrok 2022 revidoval smerom nadol o 0,7 percentuálneho bodu na 0,5 % v medzištvrtročnom vyjadrení, a to najmä z dôvodu vplyvu variantu omikron. Globálny PMI pre dodacie lehoty dodávateľov (bez eurozóny) zaznamenal mierne zlepšenie, stále však poukazuje na dlhé dodacie lehoty, pričom zvýšené zostáva aj preťaženie námornej dopravy. Vzhľadom na výrazný rast obchodu s tovarmi a automobilovej výroby v posledných mesiacoch sa zároveň zdá, že obmedzenia na strane ponuky už mohli v niektorých sektoroch prekonať svoj vrchol. Makroekonomické projekcie odborníkov ECB z marca 2022 aj naďalej predpokladajú, že výpadky v dodávkach sa postupne začnú zmierňovať počas roka 2022 a do roka 2023 sa úplne odstránia. Príspeje k tomu skutočnosť, že spotrebiteľský dopyt sa preorientuje späť z tovarov na služby a že v dôsledku plánovaných investícií sa zvýšia prepravné kapacity a ponuka polovodičov.

Rusko-ukrajinská vojna vrhá značnú neistotu na inak solídny globálny výhľad. Ruská invázia na Ukrajinu spôsobila nervozitu v globálnej ekonomike a očakáva sa, že nepriaznivo ovplyvní globálny výhľad prostredníctvom troch hlavných kanálov. Po prvé, významné finančné a (neenergetické) obchodné sankcie uvalené na Rusko výrazne ovplyvnia v horizonte projekcií hospodársku aktivitu a obchod v krajine. Vyradenie niektorých ruských bánk zo systému SWIFT spôsobí rozsiahlejšie narušenia, s presahom aj na globálny obchod, keďže ruským podnikom vážne naruší financovanie obchodných aktivít. Po druhé, konflikt spôsobil značný tlak na rast cien komodít vzhľadom na významnú úlohu, ktorú Rusko zohráva na trhoch s energiami v EÚ a Ukrajina ako popredný vývozca potravinových komodít – najmä obilía – do EÚ. Ceny komodít už výrazne ovplyvnilo rastúce geopolitické napätie počas roka

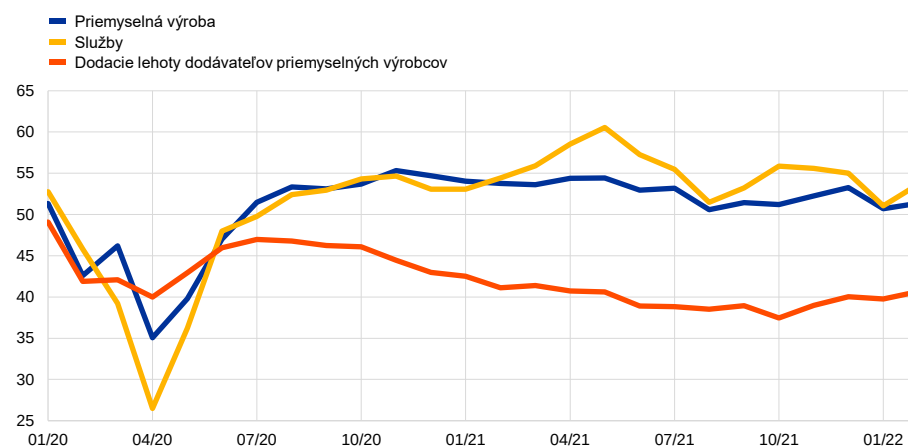
¹ Box 1 v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

2021 a invázia na Ukrajinu ich ešte viac zvýšila.² Napokon, rusko-ukrajinská vojna našttrbuje globálnu dôveru, čo nepriaznivo vplyva na situáciu na finančných trhoch a na reálnu ekonomiku. Očakáva sa, že následné zhoršovanie podmienok financovania spolu s pretrvávajúcim geopolitickým napätím a neistotou sa prejaví aj na investíciách.

Graf 1

Globálny PMI pre výrobu (bez eurozóny) podľa sektorov

(difúzný index)



Zdroj: IHS Markit a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z februára 2022.

V horizonte projekcií bude klesať podpora rastu zo strany politík. Pokračujúce inflačné prekvapenia v priebehu roka 2021 viedli centrálné banky k oznámeniu rýchlejšieho uvoľňovania stimulov prijatých v súvislosti s pandémiou, pričom niektoré rozvíjajúce sa trhové ekonomiky zahájili cyklus sprísňovania už počas roka 2021. V dôsledku toho došlo k sprísneniu podmienok financovania, čo nepriaznivo ovplyvnilo hospodársky rast v Brazílii a ďalších krajinách. K uvoľňovaniu akomodačného nastavenia menovej politiky dochádzalo aj v niektorých veľkých vyspelých ekonomikách. Bank of England pristúpila k sprísnovaniu v decembri 2021 a odvtedy už trikrát zvýšila úrokové sadzby. Federálny rezervný systém v Spojených štátoch začal utlmovať menovopolitické stimuly a v marci zvýšil sadzbu federálnych fondov. Predpokladá sa, že sprísnovanie menovej politiky bude rýchlejšie, ako sa očakávalo pred niekoľkými mesiacmi, a zahŕňa aj zníženie čistých mesačných nákupov aktív, o ktorom sa zrejme rozhodne na nadchádzajúcom stretnutí. Nastavenie menovej politiky v Číne zostáva akomodačné, keď centrálna banka v reakcii na možné zhoršenie rastu aktuálne znížila povinné minimálne rezervy pre banky aj niekoľko kľúčových politických sadzieb. Rovnako v Japonsku je menová politika naďalej akomodačná, pretože inflácia zostáva pod cieľovou úrovňou centrálnej banky.

² Hoci zatiaľ neboli prijaté sankcie namierené priamo proti energetickému sektoru, je pravdepodobné, že už došlo k určitému narušeniu dodávok. Dôvodom je, že podniky sa čoraz viac zdráhajú nakupovať ruskú ropu, veľké spoločnosti odpredávajú ruské ropné aktíva a v prípade bánk a poisťovní klesá ich ochota financovať a poisťovať ruský obchod s komoditami.

Globálne podmienky financovania sa sprísnilo tak vo vyspelých ekonomikách, ako aj v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách. Od zverejnenia

makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2021 sa podmienky financovania vo vyspelých ekonomikách stali menej akomodačné, hoci v Spojených štátoch zostávajú naďalej miernejšie, keď sa posudzujú podľa pozície ekonomiky v rámci hospodárskeho cyklu. Vývoj v tejto oblasti spočiatku určovali klesajúce obavy z variantu omikron a hrozby, ktorú predstavuje, a silnejúce očakávania, pokiaľ ide o sprísňovanie menovej politiky Federálneho rezervného systému. Aktuálne sa však pod sprísňovanie podmienok financovania podpísala najmä ruská invázia na Ukrajinu a zhoršujúci sa rizikový sentiment, predovšetkým na európskych trhoch. V rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách sa podmienky financovania naďalej sprísňovali v dôsledku nepriaznivého vplyvu rizikového sentimentu na nastavenie menovej politiky v uplynulom roku z dôvodu vysokej inflácie, a to najmä vo veľkých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov (okrem Číny).

Rast globálneho reálneho HDP (bez eurozóny) by sa mal počas sledovaného obdobia postupne spomaliť. Predpokladá sa, že globálny reálny HDP (bez

eurozóny) bude od roku 2022 vykazovať miernejšie tempá rastu. Odráža to krátkodobý vplyv variantu omikron a v dlhodobejšom horizonte aj vplyv rusko-ukrajinskej vojny. Súkromná spotreba by mala v dôsledku rastúcej inflácie zostať tlmená, zatiaľ čo horšie podmienky na trhu práce a klesajúca politická podpora (ktoré sú len čiastočne kompenzované zmierňovaním výpadkov v dodávkach) budú podľa očakávaní naďalej brzdiť hospodársky rast. Platí to najmä v prípade Spojených štátov, kde sa od roku 2022 predpokladá ukončovanie podporných opatrení menovej politiky. Aj fiškálny stimul obsiahnutý v súčasnom základnom scenári je menší, než sa predpokladalo do zverejnenia makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2021. Keďže sa neočakáva schválenie rozvojového zákona Build Back Better Act v Kongrese, základné projekcie zahŕňajú iba opatrenia prijaté počas leta. Hospodársky rast v Rusku by mali výrazne zasiahnuť dôsledky vojny na Ukrajine a uvalených sankcií. Pokiaľ ide o ďalšie rozvíjajúce sa trhov ekonomiky, rast by sa mal spomaliť aj v Brazílii, najmä v dôsledku agresívneho sprísňovania menovej politiky v reakcii na rastúce inflačné tlaky, a v Turecku, vzhľadom na turbulencie na trhu súvisiace so značnou politickou neistotou a veľmi vysokou infláciou a ich nepriaznivý vplyv na spotrebu a investície. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z decembra 2021 sa rast globálneho reálneho HDP v sledovanom období revidoval smerom nadol, a to o 0,4 percentuálneho bodu na rok 2022, o 0,3 percentuálneho bodu na rok 2023 a o 0,1 percentuálneho bodu na rok 2024. Nepriaznivý vplyv vyššie uvedených faktorov v roku 2022 čiastočne kompenzuje pozitívny efekt prenosu z konca roka 2021, zatiaľ čo revízie rastu smerom nadol v ďalších rokoch vychádzajú zo slabšieho globálneho rastu v dôsledku rusko-ukrajinskej vojny, ako aj z nižšieho rastu v Spojených štátoch a v niektorých veľkých rozvíjajúcich sa trhov ekonomikách. Rast reálneho HDP by mal dosiahnuť 4,1 % v roku 2022 a 3,6 % v rokoch 2023 a 2024.

Predpokladá sa, že v dôsledku variantu omikron a nižšej štátnej podpory sa v Spojených štátoch na prelome rokov spomalila hospodárska aktivita.

Hospodárstvo USA sa v poslednom štvrtroku 2021 značne posilnilo, k čomu prispela

najmä výrazná obnova zásob. Vzhľadom na dôsledky variantu omikron a nižšiu súkromnú spotrebu vyplývajúcu z obmedzení štátnych transferov sa však predpokladá, že na prelome rokov sa rast spomalil. Očakáva sa, že hospodárska aktivita sa následne oživí, hoci iba postupne, pretože rusko-ukrajinská vojna by mala mať vplyv na aktivitu, a to najmä v druhom štvrťroku. Inflácia spotrebiteľských cien (celková aj jadrová) vykázala aj v posledných niekoľkých mesiacoch prekvapivo vysokú úroveň, čo viedlo Federálny rezervný systém k tomu, aby začal ukončovať menovopolitické stimuly a aby v marci 2022 zvýšil úrokové sadzby. Nedávno zverejnené projekcie Federálneho výboru pre operácie na voľnom trhu z marca 2022 už počítajú so zvýšením sadzieb v roku 2022 celkovo sedemkrát, dokonca nad úroveň neutrálnej dlhodobej sadzby v rokoch 2023 až 2024. V dôsledku menej výrazného fiškálneho impulzu a sprísňovania menovej politiky sa v horizonte projekcií očakáva spomalenie rastu v Spojených štátoch. Celková inflácia by mala v prvom štvrťroku 2022 dosiahnuť svoj vrchol nad úrovňou 7 % a následne klesnúť, hoci naďalej zostane nad cieľom Federálneho rezervného systému vo výške 2 %, čo zodpovedá pozitívnej produkčnej medzere.

V Číne bola hospodárska aktivita na prelome rokov naďalej tlmená, k čomu prispeli pretrvávajúce nepriaznivé vplyvy. Ročný rast reálneho HDP sa v druhom polroku 2021 znížil v dôsledku turbulencií v sektore nehnuteľností na bývanie a nových ohnisk ochorenia COVID-19. Vzhľadom na tieto faktory a ich pokračujúci nepriaznivý vplyv na investície a spotrebu na prelome rokov by sa mal rast HDP a obchodu v prvom štvrťroku 2022 spomaliť. V druhom štvrťroku sa očakáva, že vplyv rusko-ukrajinskej vojny mierne obmedzí predpokladaný rozsah oživenia. Celková inflácia spotrebiteľských cien klesla z 1,5 % v decembri na 0,9 % v januári (medziročne), a to najmä v dôsledku deflácie cien potravín spôsobenej normalizáciou cien bravčového mäsa a zotavením ponuky potravín z výpadkov vyvolaných nepriaznivým počasím. Jadrová inflácia CPI bez potravín a energií zostala na nezmenenej úrovni 1,2 % (v medziročnom vyjadrení). Vyššie ceny komodít viedli na začiatku roka 2022 k revízii predpokladanej inflácie smerom nahor, na výhľad vývoja inflácie v rokoch 2022 až 2024 by však nemali mať výraznejší vplyv. Nastavenie menovej politiky sa stáva viac akomodačné s cieľom vyvážiť nepriaznivé vplyvy na hospodársky rast.

V Japonsku sa po dočasnom spomalení rastu na začiatku roka 2022 očakáva výraznejšie oživenie. Hospodárske oživenie v krajine sa koncom roka 2021 obnovilo po tom, ako sa na konci leta zrušili opatrenia proti šíreniu nákazy a začali sa zmierňovať niektoré obmedzenia na strane ponuky. Hoci sa očakáva, že v dôsledku vplyvu variantu omikron a pretrvávajúcich obmedzení na strane ponuky sa hospodárstvo na začiatku roka 2022 opäť spomalilo, v ďalšom období sa očakáva výraznejšie oživenie, ku ktorému by mali prispieť aj nedávno oznámené dodatočné fiškálne stimuly. Pokiaľ ide o dôsledky rusko-ukrajinskej vojny, v súčasnosti sa očakáva, že by mali byť pomerne obmedzené a najmä krátkodobého charakteru. Hospodársky rast by sa mal zmierniť a postupne sa vrátiť k trendu. Ročná inflácia CPI sa podľa očakávaní v blízkej budúcnosti zvýši, čiastočne v dôsledku odznievania niektorých dočasných faktorov (vrátane nižších poplatkov za služby mobilných operátorov), v horizonte projekcií však zostane pod cieľovou úrovňou centrálnej banky.

Výhľad v Spojenom kráľovstve by mal zostať pomerne tlmený vzhľadom na silné tlaky na rast cien a pretrvávajúce výpadky v dodávkach.

Tempo hospodárskeho oživenia zostalo v poslednom štvrťroku 2021 nízke, a to najmä z dôvodu rýchleho šírenia variantu omikron v decembri, čo prispelo k nervozite spojenej s výpadkami v dodávkach a nedostatkom pracovných síl v niektorých sektoroch. Zatiaľ čo vplyv variantu omikron sa zdá byť iba dočasný, dôsledky rusko-ukrajinskej vojny by sa mohli v krátkodobom horizonte podpísať pod spomalenie rastu. Aktivitu v Spojenom kráľovstve by v sledovanom období mali naďalej nepriaznivo ovplyvňovať aj iné, skôr štrukturálne prekážky, ktoré čiastočne súvisia s brexitom. Inflácia spotrebiteľských cien dosiahla v januári prekvapivo vysokú úroveň, k čomu prispeli vysoké ceny potravín a rastúce výdavky na služby. Celková inflácia by mala v druhom štvrťroku 2022 dosiahnuť svoj vrchol na úrovni takmer 7 % a následne klesať, pričom sa očakáva, že Bank of England pristúpi k ďalšiemu zvyšovaniu úrokových sadzieb.

Vzhľadom na nepriaznivé dosahy predovšetkým v súvislosti s vojnou na Ukrajine sa očakáva, že v členských štátoch EÚ zo strednej a východnej Európy dôjde k spomaleniu hospodárskeho rastu.

Aktivita v strednej a východnej Európe pokračovala v druhej polovici roka 2021 vo výraznom raste, podporovanom najmä silnou spotrebou domácností. Vzhľadom na ekonomický dosah vojny na Ukrajine, pretrvávajúce výpadky v dodávkach, cenové tlaky a dočasný nárast počtu prípadov COVID-19 sa však v budúcnosti predpokladá zmiernenie tempa rastu reálneho HDP. Hospodárska aktivita by mala zostať v strednodobom horizonte odolná, a to vďaka zvyšujúcemu sa domácejmu dopytu. Vývoj na trhoch s energiami a najnovšie údaje poukazujú na pretrvávajúce inflačné tlaky v rokoch 2022 a 2023, pričom na konci horizontu projekcií sa predpokladá ich postupné oslabovanie.

Hospodárstvo Ruska by malo v roku 2022 vstúpiť do recesie, a to v dôsledku invázie na Ukrajinu a následných sankcií prijatých západnými krajinami.

Tempo rastu bolo ku koncu roka 2021 vysoké, avšak prísne sankcie a negatívny sentiment by mali výrazne obmedziť domáce aj zahraničné financovanie, znížiť spotrebu a investície a narušiť medzinárodný obchod Ruska. Výrazné oslabenie rubľa viedlo centrálnu banku k tomu, aby zvýšila úrokovú sadzbu menovej politiky z 9,5 % na 20 % a zaviedla obmedzenia pohybu kapitálu s cieľom stabilizovať trhy. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, oslabenie rubľa a šoky dovozných cien v dôsledku sankcií pravdepodobne udržia infláciu na vysokej úrovni. Očakáva sa, že inflácia sa vráti k cieľu ruskej centrálnej banky na úrovni 4 % len postupne a v strednodobom horizonte. Výhľad je naďalej nejasný vzhľadom na významné geopolitické riziká.

Rýchle sprísňovanie menovej politiky v Brazílii a menej priaznivé zahraničné prostredie by mali v roku 2022 nepriaznivo vplývať na rast.

V poslednom štvrťroku 2021 sa obnovil hospodársky rast, po čiastočnom zlepšení v oblasti čistého vývozu. Oživenie domáceho dopytu však zostalo aj naďalej tlmené v dôsledku vysokej inflácie, rastúcich úrokových sadzieb, zhoršujúcej sa nálady na trhu a pretrvávajúcich výpadkov v dodávkach. Rýchle sprísňovanie menovej politiky a menej priaznivé zahraničné prostredie pravdepodobne nepriaznivo ovplyvnia rast v roku 2022, zatiaľ čo v prípade variantu omikron sa očakáva, že jeho vplyv bude len krátkodobý. So zlepšujúcou sa náladou na trhu a zmierňovaním výpadkov

v dodávkach by sa mal hospodársky rast po roku 2022 čiastočne oživiť. Obmedzený fiškálny priestor a nedostatočný pokrok v štrukturálnych reformách však budú aj naďalej obmedzovať strednodobé vyhliadky rastu. Vzhľadom na nedávny prudký nárast cien komodít sa očakáva, že inflácia spotrebiteľských cien sa vráti na cieľovú úroveň až v roku 2023.

Po silnom raste v roku 2021 sa v Turecku očakáva prudké spomalenie hospodárskej aktivity, a to pre politickú neistotu a makroekonomické nerovnováhy, ktoré ešte prehĺbuje výrazná expozícia voči dôsledkom rusko-ukrajinskej vojny.

V roku 2021 zaznamenala hospodárska aktivita v Turecku výrazné oživenie, podporené akomodačnou hospodárskou politikou, odloženým dopytom a dynamicky rastúcim zahraničným dopytom. Napriek silnejúcim inflačným tlakom a tlakom na oslabenie meny centrálna banka v decembri pristúpila k už štvrtému zníženiu úrokovej sadzby menovej politiky po sebe, tentoraz na 14 %. Výsledkom bola historicky vysoká volatilita na devízovom a akciovom trhu, ktorú neskôr obmedzili rozsiahle menové intervencie a zavedenie nového systému chránených termínovaných vkladov v lírach. Inflácia v decembri 2021 dosiahla úroveň 36,1 % a vo februári 2022 sa zvýšila takmer na 55 %. Očakáva sa, že oslabenie súkromnej spotreby spôsobené rastúcimi životnými nákladmi spolu s poklesom investícií bude mať nepriaznivý vplyv na vyhliadky rastu. Hospodársky dosah rusko-ukrajinskej vojny bude pre Turecko pravdepodobne významný vzhľadom na vysoký počet turistov z oboch krajín, ako aj na závislosť Turecka od dovozu (energií) z Ruska. Konflikt by preto mohol vážne ovplyvniť rast a makroekonomickú stabilitu, a to zosilnením inflačných tlakov, obmedzením vývozu a zvýšením deficitu bežného účtu, čo by následne mohlo ešte viac oslabiť už aj tak výrazne znehodnotenú líru.

Globálny obchod (bez eurozóny) v roku 2021 výrazne vzrástol, podporený silným dopytom po tovaroch, a to aj napriek narušeniam dodávateľských reťazcov.

Globálny obchod sa v druhom polroku 2021 ukázal byť silnejší, než sa očakávalo, a to v dôsledku výraznej dynamiky na rozvíjajúcich sa trhoch Ázie a v poslednom štvrtroku aj v Spojených štátoch. Napätie v globálnych produkčných sieťach sa naďalej prejavuje najmä v odvetví lodnej dopravy, kde ceny zostávajú na zvýšenej úrovni. Oživenie celosvetovej produkcie automobilov naopak poukazuje na určité zmierňovanie nedostatku polovodičov v posledných mesiacoch. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z decembra 2021 sa rast globálneho dovozu (bez eurozóny) v roku 2021 revidoval nahor o 1 percentuálny bod na 12,1 %.

Najnovšie vysokofrekvenčné ukazovatele poukazujú na tlmený rast obchodu na prelome rokov, hoci v tomto prípade sa očakáva, že išlo o dočasný jav.

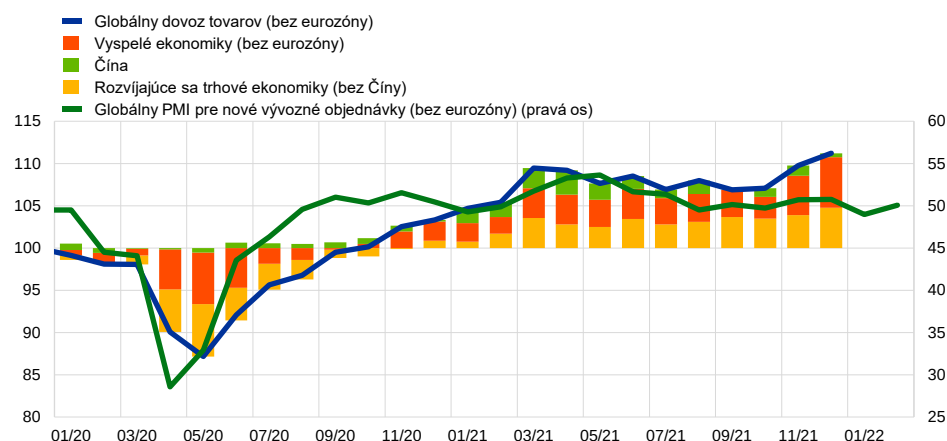
Od decembra do januára sa obchod so službami (vyjadrený týždennými ukazovateľmi rezervácií ubytovania v hoteloch a počtu letov) znížil z dôvodu zintenzívnenia pandémie. Táto volatilita sa ukázala byť len dočasná, keďže obavy o závažnosť vplyvu variantu omikron sa začali rozplývať. Vysokofrekvenčné ukazovatele za prvý štvrtrok 2022 poukazujú na pokračovanie rastu obchodu, pod ktoré sa podpísal vysoký dopyt, najmä po oceliarskych a technologických produktoch, a o niečo menej závažné výpadky v dodávkach. Taiwanské vývozné objednávky, ktoré sú

považované za globálny ukazovateľ dopytu po technológiách vo svete, od polovice roka 2021 prudko rástli a v novembri dosiahli rekordné maximum. Po prudkom poklese v treťom štvrtroku spôsobenom spomalením čínskeho realitného sektora a novými vlnami nákazy COVID-19 sa výroba ocele koncom roka 2021 výrazne oživila. Očakáva sa, že toto výrazné oživenie pokračovalo aj na začiatku roka 2022.

Graf 2

Globálny dovoz tovarov a PMI pre nové vývozné objednávky (bez eurozóny)

(ľavá os: index, december 2019 = 100; pravá os: difúzny index)



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

Poznámka: Posledné údaje o indexe PMI sú z februára 2022 a o globálnom dovoze tovarov z decembra 2021.

Rast globálneho dovozu (bez eurozóny) by sa mal počas sledovaného obdobia postupne normalizovať.

Nad očakávania priaznivý výsledok v druhom polroku 2021 povedie k výraznému efektu prenosu v roku 2022, ktorý viac než kompenzuje slabšiu dynamiku v dôsledku revízií globálnej aktivity a záporný vplyv rusko-ukrajinskej vojny na obchod. V roku 2023 by mal globálny dovoz rásť miernejším tempom, čo odráža vplyv prebiehajúceho konfliktu, spomalenie vo všetkých regiónoch a predpoklad, že dopyt po spotrebiteľských tovaroch sa bude postupne normalizovať. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z decembra 2021 sa rast globálneho dovozu revidoval na rok 2022 smerom nahor (o 0,7 percentuálneho bodu) z dôvodu kladného efektu prenosu a na roky 2023 a 2024 smerom nadol (o 0,7 a 0,2 percentuálneho bodu).

Vzhľadom na dôsledky rusko-ukrajinskej vojny sa postupné spomaľovanie v horizonte projekcií očakáva aj v prípade zahraničného dopytu eurozóny.

Po odhadovanom celkovom náraste o 9,9 % v roku 2021 by sa malo tempo rastu zahraničného dopytu eurozóny zvoľniť na 4,0 % v roku 2022, na 3,2 % v roku 2023 a na 3,6 % v roku 2024. Zahraničný dopyt eurozóny je vojenským konfliktom ovplyvnený výraznejšie než globálny dovoz, a to vzhľadom na veľký podiel Ruska na obchode eurozóny, ako aj krajín strednej a východnej Európy, ktoré sú nepriaznivým dôsledkom konfliktu vystavené vo väčšej miere než iné krajiny nepatriace do eurozóny. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z decembra 2021 zostal odhad tempa rastu zahraničného dopytu eurozóny na rok 2022 nezmenený, keďže vplyv invázie v plnej miere kompenzuje kladný efekt

prenosu z roku 2021. Na roky 2023 a 2024 sa revidoval smerom nadol o 1,1 a 0,3 percentuálneho bodu.

Vzhľadom na veľmi vysokú neistotu spojenú s projekciami sa odhaduje, že v prípade globálneho výhľadu prevládajú riziká pomalšieho rastu aktivity a rýchlejšieho rastu inflácie. Hoci pandémia naďalej predstavuje významné riziko oslabenia globálneho výhľadu, ruská invázia na Ukrajinu výrazne zvýšila globálnu neistotu a ohrozila globálny rast. Ďalšia eskalácia konfliktu by mohla výrazne zvýšiť riziká pomalšieho rastu, narušiť globálne oživenie a prispieť k rastu inflačných tlakov. Podniky môžu preniesť vyššie ceny komodít a tým aj vyššie výrobné náklady na spotrebiteľov vo forme vyšších cien konečných výrobkov. To by následne mohlo viesť k vyšším mzdovým požiadavkám a prostredníctvom mzdových a cenových špirál aj k vyšším inflačným tlakom. Konflikt medzi Ruskom a Ukrajinou môže tiež zhoršiť situáciu, pokiaľ ide o výpadky v dodávkach, a spôsobiť nedostatok komodít a najmä kritických surovín, ako aj problémy s logistikou a dopravou v dôsledku zákazu letov a námornej dopravy, ktorý ovplyvňuje obchod v celom regióne.

Vývoj globálnych cien

Vysoké a stále rastúce ceny energií predstavujú aj naďalej najväčšiu výzvu pre globálnu ekonomiku. Spotové ceny ropy od dátumu uzávierky makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2021 rýchlo rástli (o 57 % k 9. marcu) a naďalej odrážajú oživenie dopytu, ako aj obmedzenia na strane ponuky. Na strane dopytu sa zdá, že trhy s ropou odrážajú optimizmus, že variant omikron neovplyvní globálny dopyt po rope tak, ako sa pôvodne očakávalo. V poslednom čase sa pod rast cien ropy podpísali najmä riziká na strane ponuky. Po prvé, ruská invázia na Ukrajinu vyvolala obavy z krátkodobého zhoršenia dodávok ropy, keďže Rusko zabezpečuje približne 10 % celosvetových dodávok. Po druhé, členské krajiny OPEC+ naďalej zaostávajú za plánovanými cieľmi produkcie ropy, predovšetkým Nigéria a Angola z dôvodu zastaranej infraštruktúry a politickej nestability. Podľa najnovšej správy amerického Úradu pre energetické informácie je pravdepodobné, že nesplnené zostanú aj ciele stanovené na rok 2022, keďže niektoré krajiny majú ťažkosti s opätovným spúšťaním nevyužívaných kapacít. Krivka cien ropných futures pokračuje v poklese, čo odráža súčasnú napätú situáciu na trhu s ropou a vysoký tzv. výnos z príležitosti (convenience yield). S vypuknutím vojny medzi Ruskom a Ukrajinou sa však zvýšili riziká rastu na koncoch krivky. Európske spotové ceny plynu zostávajú veľmi volatilné, čo odráža obavy, že Rusko by mohlo v prípade potenciálne dlhotrvajúceho konfliktu obmedziť dodávky energií do Európy (k dátumu uzávierky 9. marca boli uvedené ceny o 62 % vyššie ako v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu z decembra 2021). Vzrástli aj ceny neenergetických komodít, a to v dôsledku zvýšenia cien kovov aj potravín, keďže vysoké ceny energií, ako aj ďalšie faktory, spôsobili rast cien kovov a hnojív. Výrazne sa zvýšila najmä cena pšenice po ruskej invázii na Ukrajinu, keďže tieto dve krajiny patria medzi najväčších svetových vývozcov obilnín a spolu predstavujú 25 % celosvetovej ponuky.

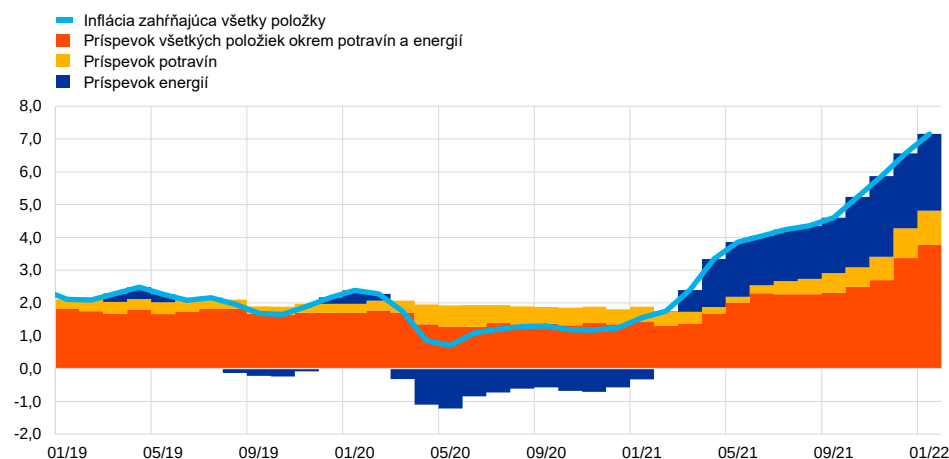
Inflácia spotrebiteľských cien vo vyspelých aj rozvíjajúcich sa ekonomikách v roku 2021 prudko vzrástla.

Vo viacerých hlavných ekonomikách inflácia spotrebiteľských cien prekvapila počas roka 2021 vysokým rastom. Spôsobili ho rôzne faktory (napr. vysoké ceny energií, napätie v globálnych produkčných sieťach a nedostatok pracovnej sily), ktoré sú zjavne dlhodobejšieho charakteru, než sa pôvodne predpokladalo. V krajinách OECD sa inflácia CPI zvýšila už štvrtý mesiac po sebe a v januári dosiahla 7,2 %, zatiaľ čo jadrová inflácia predstavovala 5,1 %. V porovnaní s decembrom išlo o veľmi prudké zvýšenie (o 0,6 a 0,5 percentuálneho bodu), čo bolo do veľkej miery spôsobené výnimočným cenovým vývojom v Turecku, kde celková inflácia vzrástla v januári na 48,7 %. Bez Turecka bol nárast celkovej inflácie síce miernejší (z 5,5 % v decembri na 5,8 %), ale stále značný a prítomný vo všetkých krajinách. Zatiaľ čo nárast inflácie v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách sa vo všeobecnosti v ničom nevymykal z historických skúseností, inflácia vo vyspelých ekonomikách dosiahla viacročné maximum.

Graf 3

Inflácia spotrebiteľských cien v OECD

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



Zdroj: ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z januára 2022.

Inflačné tlaky medzi hlavnými obchodnými partnermi eurozóny budú pravdepodobne pretrvávať aj v roku 2022, hoci v niektorých prípadoch budú mať klesajúcu tendenciu, čo naznačuje pokračujúci vysoký rast vývozných cien konkurentov eurozóny.

Globálne ceny výrobcov sa výrazne zvýšili, podporené rastúcimi cenami energií a iných komodít, najmä potravín, a to v dôsledku pretrvávajúceho nesúladu medzi ponukou a dopytom, k čomu prispeli aj politické stimuly z minulosti. Predpokladá sa preto, že ročná miera rastu vývozných cien konkurentov eurozóny bude v roku 2022 oveľa vyššia, ako sa pôvodne očakávalo, počas zvyšku sledovaného obdobia by sa však mala zmierniť.

Počas sledovaného obdobia (od 16. decembra 2021 do 9. marca 2022) boli finančné trhy v eurozóne pred 24. februárom 2022 ovplyvňované najmä zmenami vo výhlade inflácie a rastúcou geopolitickou neistotou v súvislosti s možnou vojenskou intervenciou Ruska na Ukrajine a po 24. februári 2022 rozsiahlou inváziou Ruska na Ukrajinu. V kontexte predpokladanej normalizácie menovej politiky v prostredí rastúcich krátkodobých inflačných očakávaní sa krátky koniec forwardovej krivky referenčnej krátkodobej eurovej sadzby (€STR) výrazne zvýšil, pričom táto situácia pretrvávala až do konca februára. Potom sa forwardové sadzby do určitej miery znížili, keďže trhy upravili výhľad svojej politiky v súvislosti s inváziou Ruska na Ukrajinu. V súlade s krátkodobými sadzbami sa najprv výrazne zvýšili aj dlhodobé bezrizikové sadzby jednodňových indexových swapov (OIS), ale ku koncu sledovaného obdobia došlo k ich obratu. Spready štátnych dlhopisov zostali v podstate nezmenené. Zvýšená geopolitická neistota od konca februára vyvolala výraznú volatilitu na trhoch, pričom globálne akcie zaznamenali značné straty. Spready podnikových dlhopisov eurozóny sa počas sledovaného obdobia zvýšili, pričom tento trend sa zrýchlil po ruskej invázii na Ukrajinu. Euro sa oslabilo voči väčšine hlavných mien.

Referenčná sadzba €STR dosahovala počas sledovaného obdobia

v priemere -58 bázičných bodov. Nadbytočná likvidita sa zvýšila približne o 105 mld. € na 4 483 mld. €, odrážajúc najmä nárast cenných papierov držaných na účely menovej politiky zhruba o 140 mld. €³ v rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív a programu nákupu aktív, ako aj prijatie 51,97 mld. € v desiatej operácii tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III) dňa 22. decembra 2021. Rast aktív menovej politiky bol prevažne kompenzovaný predčasnými splátkami spojenými s predchádzajúcimi operáciami TLTRO III, ktoré predstavovali požičané finančné prostriedky v hodnote 60,21 mld. €.

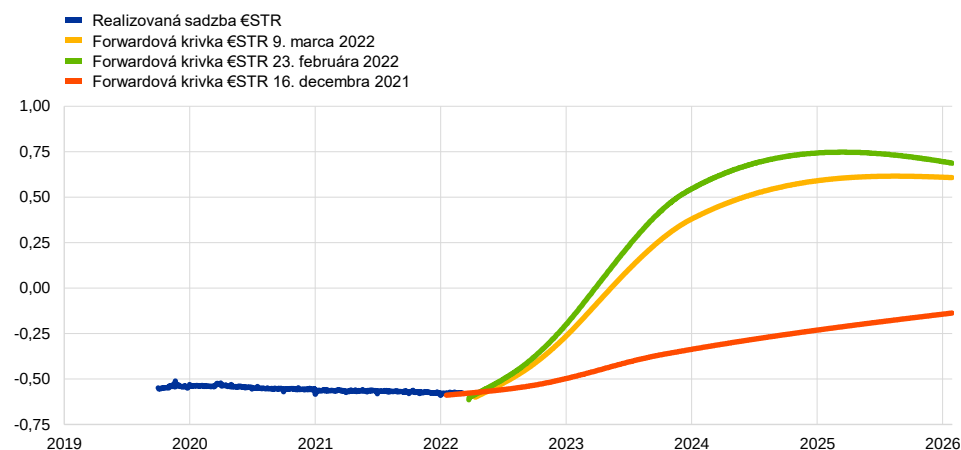
Po decembrovom zasadnutí Rady guvernérov došlo k výraznému posunu krátkeho konca forwardovej krivky €STR smerom nahor, ktorý sa zrýchlil po februárovom zasadnutí Rady guvernérov, čo naznačuje zohľadnenie očakávaného zvyšovania sadzieb v cenách na trhu, zatiaľ čo po invázii Ruska na Ukrajinu 24. februára 2022 sa krivka mierne sploštila (graf 4). Krátky koniec forwardovej krivky €STR sa pohyboval smerom nahor počas prvej časti sledovaného obdobia až takmer do konca februára v prostredí, ktoré charakterizovali prekvapivé zvýšenia celkovej inflácie a zvyšujúce sa krátkodobé inflačné očakávania. Väčší sklon výnosovej krivky bol obzvlášť výrazný vzhľadom na pevnejšie očakávania normalizácie menovej politiky, ktoré vyvolalo februárové zasadnutie Rady guvernérov. Neskôr v sledovanom období sa v reakcii na ruskú inváziu na Ukrajinu rast forwardovej krivky €STR do určitej miery obrátil vzhľadom na zvýšenú neistotu v súvislosti s hospodárskymi dôsledkami prebiehajúcej vojny. Očakávaný vývoj sadzieb a načasovanie ich zvýšenia celkovo sprevádzala veľká neistota, čo sa prejavilo v rastúcej volatilitu na peňažných trhoch.

³ Od týždňa končiaceho sa 17. decembra 2021 do týždňa končiaceho sa 4. marca 2022.

Graf 4

Forwardové sadzby €STR

(v % za rok)



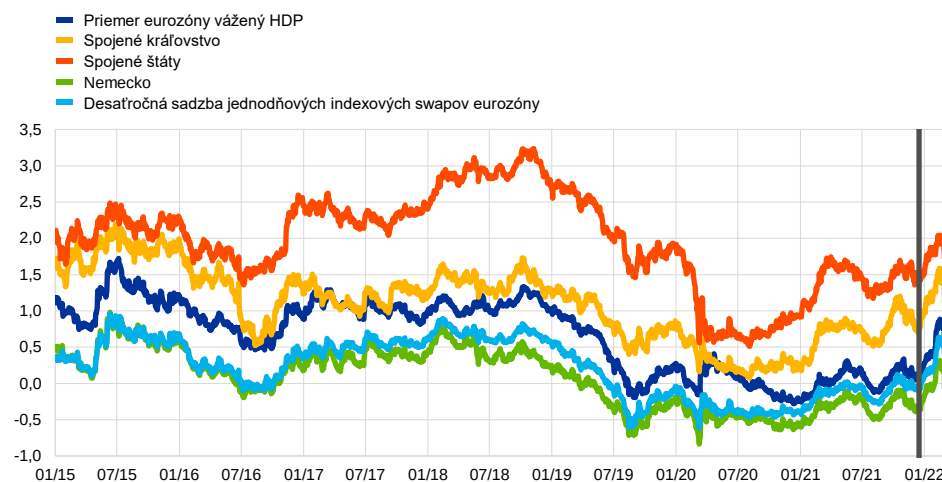
Zdroj: Bloomberg a výpočty ECB.

Priemerné dlhodobé výnosy štátnych dlhopisov eurozóny sa zvýšili v súlade s bezrizikovými sadzbami a dosiahli úroveň, ktorá bola značne vyššia ako na začiatku sledovaného obdobia, a to aj napriek prechodnému poklesu po ruskej invázii na Ukrajinu 24. februára 2022, pričom ich vývoj sa v jednotlivých krajinách eurozóny čiastočne líšil (graf 5). Od polovice decembra do polovice februára sa výnosy štátnych dlhopisov zvýšili v súlade so silným rastúcim trendom dlhodobějších bezrizikových sadzieb, čo malo za následok aj strmšiu krivku výnosov štátnych dlhopisov, ktorá odrážala vyššiu kompenzáciu za infláciu v podmienkach ustupujúcich obáv z variantu omikron koronavírusu (COVID-19) a stabilnejších očakávaní v súvislosti s normalizáciou menovej politiky. Výnosy štátnych dlhopisov však následne po ruskej invázii na Ukrajinu klesli, keďže reálne sadzby sa znížili, pričom došlo k určitým menším únikom do bezpečia a celkovo k rozsiahlemu poklesu v celej eurozóne v dôsledku očakávaní pomalšej normalizácie menovej politiky vzhľadom na neisté hospodárske vyhliadky. V sledovanom období sa priemerný výnos desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážený HDP aj desaťročná bezriziková sadzba jednoduchých indexových swapov založená na €STR zvýšili približne o 70 bázických bodov na 0,74 % a 0,64 %. Podobný vývoj sa zaznamenal v Spojených štátoch, kde sa výnosy desaťročných štátnych dlhopisov zvýšili zhruba o 50 bázických bodov a na konci sledovaného obdobia dosiahli 1,95 %.

Graf 5

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

(v % za rok)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 16. decembra 2021. Posledné údaje sú z 9. marca 2022.

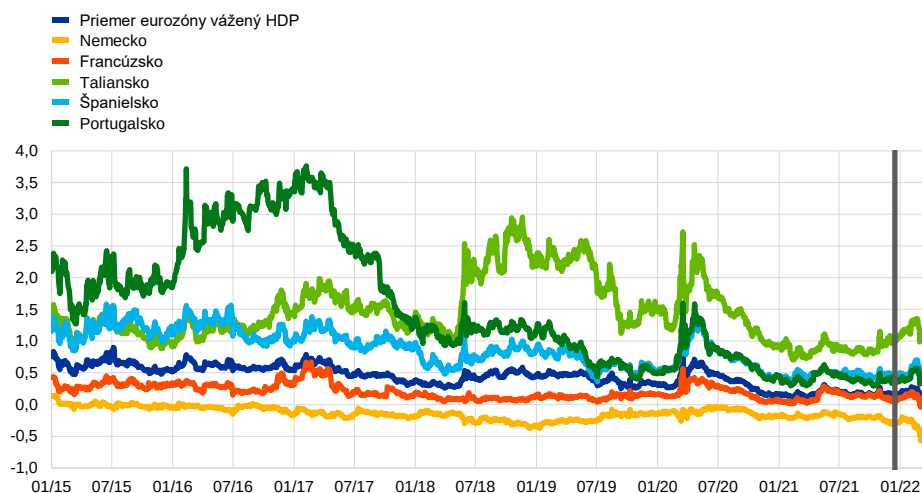
Spready dlhodobých štátnych dlhopisov eurozóny v porovnaní so sadzbami jednodňových indexových swapov €STR sa v niektorých jurisdikciách zvýšili, najmä po februárovom zasadnutí Rady guvernérov, a potom opäť klesli v dôsledku eskalácie vojny na Ukrajine (graf 6).

Na viacerých trhoch so štátnymi dlhopismi došlo v súvislosti s februárovým zasadnutím Rady guvernérov k zväčšeniu spreadov v očakávaní možnej normalizácie menovej politiky vzhľadom na rastúce obavy z inflácie (napr. v období od 2. do 4. februára 2022 o 19 bázických bodov v Taliansku, 12 bázických bodov v Portugalsku a 11 bázických bodov v Španielsku). Nedávna eskalácia rusko-ukrajinského konfliktu však viac ako zvrátila pohyb smerom nahor, keďže očakávania zvýšenia úrokových sadzieb sa zmiernili. Na konci sledovaného obdobia boli priemerné spready desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP o 7 bázických bodov nižšie ako v decembri. Táto zmena bola ovplyvnená poklesom spreadov výnosov dlhodobých štátnych dlhopisov v Nemecku, ktoré v druhej polovici sledovaného obdobia klesli takmer o 20 bázických bodov hlbšie do záporného pásma, čo mohlo byť spôsobené únikom do bezpečných krajín v dôsledku geopolitického napätia.

Graf 6

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

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

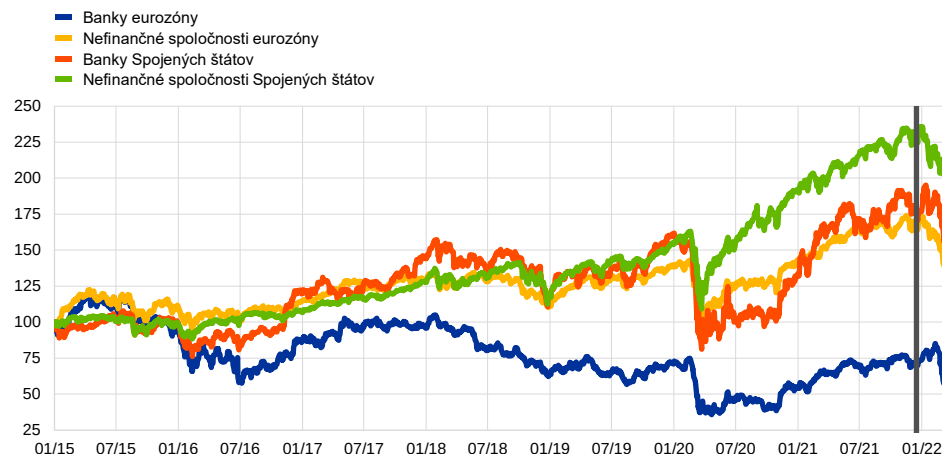
Poznámka: Tento spread sa počíta odrátaním desaťročnej sadzby jednoduchových indexových swapov €STR od výnosov desaťročných štátnych dlhopisov. Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 16. decembra 2021. Posledné údaje sú z 9. marca 2022.

Po počiatočnom náraste na historické maximá došlo k výpredaju na globálnych akciových trhoch, najprv v reakcii na rastúce bezrizikové sadzby a neskôr, čo bolo ešte výraznejšie, v dôsledku zvyšujúcej sa geopolitickej neistoty (graf 7). Zatiaľ čo na začiatku sledovaného obdobia očakávanie stabilného rastu ziskov celkovo podporovali akciové trhy, neskôr ceny akcií v eurozóne aj v Spojených štátoch klesli v reakcii na rast bezrizikových diskontných sadzieb. Koncom februára, keď napätie medzi Ruskom a Ukrajinou prerástlo do otvoreného konfliktu a západné krajiny uvalili na Rusko finančné sankcie, došlo k ďalšiemu tlaku na pokles cien akcií a k značnej volatilite na trhoch na oboch stranách Atlantiku. Konkrétnejšie, počas celého sledovaného obdobia klesli ceny akcií nefinančných spoločností o 12 % v eurozóne a o 9 % v Spojených štátoch, zatiaľ čo ceny akcií bánk v eurozóne zaznamenali pokles o 10 % a v USA o 8 %. Horšia výkonnosť akciových trhov v eurozóne v porovnaní so Spojenými štátmi odrážala relatívne vyššiu mieru vystavenia Európy hospodárskym a finančným dôsledkom konfliktu a súvisiacich sankcií.

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 16. decembra 2021. Posledné údaje sú z 9. marca 2022.

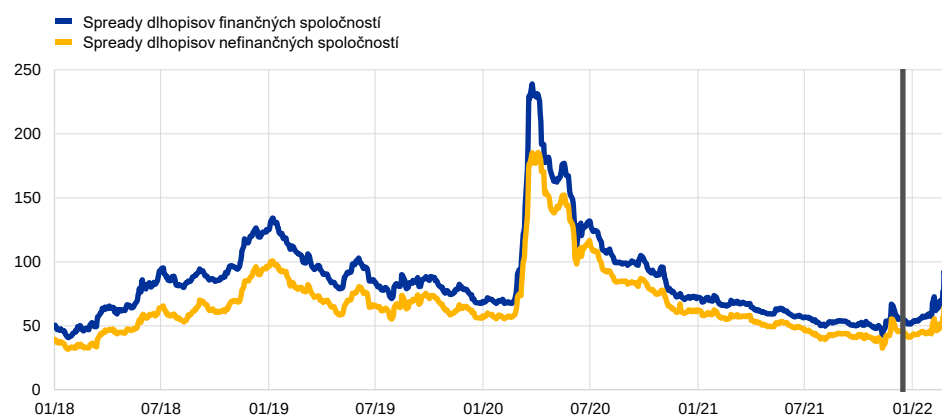
Odzrkadľujú vývoj cien akcií sa spready podnikových dlhopisov v eurozóne v sledovanom období zväčšili, najmä po invázii Ruska na Ukrajinu (graf 8).

Na začiatku sledovaného obdobia sa spread dlhopisov nefinančných spoločností investičného stupňa a spread dlhopisov finančného sektora (v porovnaní s bezrizikovou sadzbou) začal mierne zvyšovať v dôsledku očakávanej normalizácie menovej politiky, potom sa výraznejšie zvýšil v reakcii na zvýšenie napätia medzi Ruskom a Ukrajinou, ktoré eskalovalo koncom februára.

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 16. decembra 2021. Posledné údaje sú z 9. marca 2022.

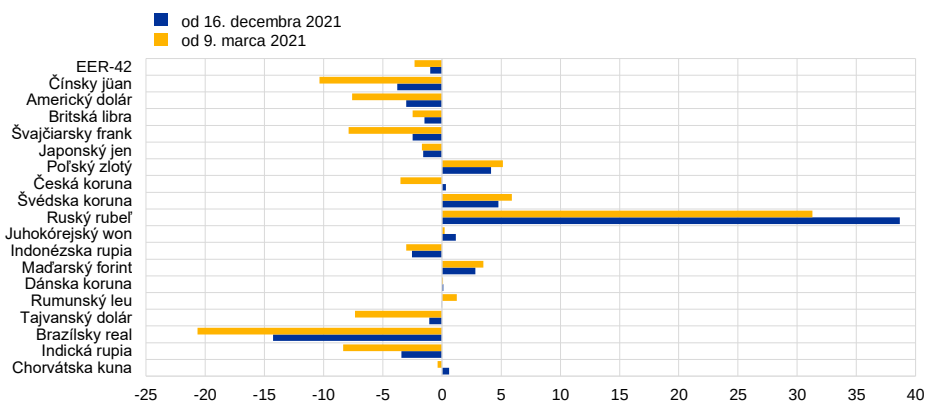
Euro vážené zahraničným obchodom na devízových trhoch sa vo všeobecnosti oslabilo (graf 9). Nominálny efektívny výmenný kurz eura meraný voči menám 42 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny sa v sledovanom

období oslabil o 1,0 %. Pokiaľ ide o vývoj bilaterálnych výmenných kurzov, euro sa naďalej oslabovalo voči americkému doláru (–3,0 %), odrážajúc zväčšovanie rozdielu krátkodobých úrokových sadzieb v eurozóne a Spojených štátoch. Tento vývoj bol dôsledkom rýchlejšieho oživenia hospodárskej aktivity a vyššej inflácie v Spojených štátoch, čo ovplyvnilo očakávaný vývoj menovej politiky USA. Euro sa oslabilo sa aj voči ostatným významným menám vrátane švajčiarskeho franku (–2,5 %), japonského jenu (–1,6 %) a britskej libry (–1,5 %). Okrem toho sa oslabilo voči menám väčšiny hlavných rozvíjajúcich sa trhových ekonomík vrátane čínskeho jüanu (–3,8 %). Zároveň došlo k výraznému posilneniu eura voči ruskému rubľu, keďže v dôsledku zavedenia bezprecedentných ekonomických a finančných sankcií voči Ruskej federácii v reakcii na jej inváziu na Ukrajinu v rozpore s medzinárodným právom klesol rubel' za jediný deň o viac ako 30 %. Vzhľadom na povahu obchodnej aktivity na trhu s rubľom ECB od 1. marca 2022 pozastavila zverejňovanie referenčného kurzu eura pre ruský rubel'. Počas referenčného obdobia sa euro výrazne zhodnotilo voči menám väčšiny členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny.

Graf 9

Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám

(percentuálna zmena)



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 9. marca 2022, s výnimkou ruského rubľa, pre ktorý bola zmena vypočítaná použitím výmenného kurzu platného 1. marca 2022, keďže zverejňovanie referenčného kurzu eura pre ruský rubel' bolo pozastavené.

3 Hospodárska aktivita

V roku 2021 vzrástol reálny HDP eurozóny o 5,3 %, čím mierne prekonal svoju predpandemickú úroveň na konci roka. V poslednom štvrtroku sa tempo expanzie zmiernilo v dôsledku nízkej súkromnej spotreby, ktorá klesla o 0,6 % pre narastajúci počet nákazy koronavírusom (COVID-19), a vyšších cien energií, ktoré nepriaznivo ovplyvnili kúpnu silu domácností. Príspevok čistého obchodu k rastu bol v poslednom štvrtroku taktiež záporný. Naproti tomu investície a spotreba verejného sektora prispeli k hospodárskemu rastu pozitívne. Na strane produkcie pokračujúce oživovanie priemyselnej výroby naznačuje naďalej vážne, no postupne sa zmierňujúce výpadky v dodávkach. Dostupné údaje, prieskumy a vysokofrekvenčné ukazovatele celkovo poukazujú na pokračujúce hospodárske oslabenie v prvom štvrtroku 2022 v dôsledku negatívnych efektov prenosu nízkej hospodárskej aktivity na konci roka 2021, pretrvávajúcich obmedzení na strane ponuky, vysokých cien energií a šíriacich sa účinkov vojny na Ukrajine.

V priebehu roka 2022 začne odoznievať viacero nepriaznivých faktorov a rast by sa tak mal zrýchliť. Očakávané zlepšenie vychádza z doznievajúcich ekonomických dopadov pandémie COVID-19, pokračujúcich priaznivých podmienok financovania a zlepšujúcich sa podmienok na trhu práce. Odhaduje sa však, že vojna na Ukrajine zníži zameranie výdavkov v blízkom období, najmä prostredníctvom jej vplyvu na náklady na energie a na dôveru, čo má za následok očakávania slabšej expanzie v druhom štvrtroku.

Toto hodnotenie sa v zásade odráža aj v základnom scenári makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2022, podľa ktorých má ročný rast reálneho HDP dosiahnuť 3,7 % v roku 2022, 2,8 % v roku 2023 a 1,6 % v roku 2024. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z decembra 2021 bola prognóza vývoja hospodárskej aktivity na rok 2022 revidovaná smerom nadol o 0,5 percentuálneho bodu, na rok 2023 o 0,1 percentuálneho bodu a na rok 2024 zostala nezmenená. Revízie na rok 2022 do veľkej miery odrážajú vplyv ukrajinskej krízy na ceny energií, dôveru a obchod. Riziká ohrozujúce výhľad ekonomického vývoja sa s ruskou inváziou na Ukrajinu výrazne zvýšili a sú naklonené smerom k nižšiemu rastu. Hoci sa riziká spojené s pandemiou znížili, vojna na Ukrajine môže mať silnejší vplyv na ekonomický sentiment a mohla by opäť zhoršiť obmedzenia na strane ponuky. Pred vypuknutím rusko-ukrajinskej vojny hospodárstvo eurozóny zaznamenávalo trvalé oživenie, pričom rast dosiahol predkrízovú úroveň, a to aj napriek nepriaznivým faktorom súvisiacim s pandemiou, obmedzeniami dodávok a vysokými cenami energií. Hoci makroekonomické projekcie odborníkov ECB predpokladajú výrazný rast hospodárskej aktivity v strednodobom horizonte, rusko-ukrajinská vojna bude mať významný vplyv na hospodársku aktivitu. V alternatívnych scenároch, ktoré zohľadňujú hospodársky vplyv vojny, by rast mohol byť výrazne tlmený prudším nárastom cien energií a komodít, ako aj výraznejším oslabením obchodnej výmeny a sentimentu.

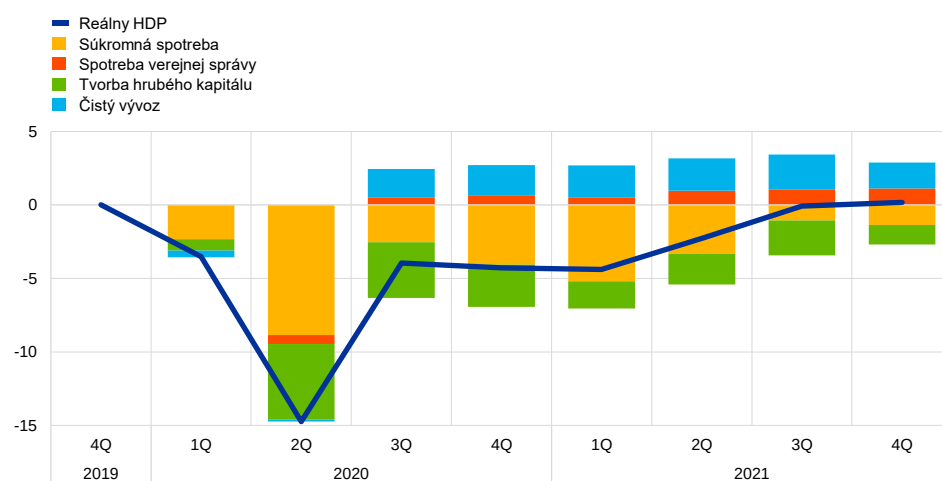
Po dvoch štvrtrokoch dynamickej expanzie sa rast reálneho HDP vo štvrtom štvrtroku 2021 spomalil. Mierna dynamika na úrovni 0,3 % vo štvrtom štvrtroku

súvisela predovšetkým s oslabením súkromnej spotreby a čistého obchodu, zatiaľ čo investície a spotreba verejného sektora spolu s vývojom zásob zaznamenali kladný príspevok k rastu (graf 10). Koncom roka 2021 produkcia mierne prekonal svoju predpandemickú úroveň a vzrástla o 5,3 % za rok ako celok. Pokiaľ ide o výrobu, vývoj v poslednom štvrtroku 2021 bol v jednotlivých sektoroch odlišný. Zatiaľ čo pridaná hodnota v sektore služieb klesla po zavedení nových obmedzujúcich opatrení v dôsledku opätovného nárastu prípadov COVID-19 (graf 11, ľavý panel), v priemyselnom sektore (bez stavebníctva) došlo k ďalšiemu zvýšeniu produkcie, ktorá v poslednom štvrtroku 2021 zaznamenala pozitívnu dynamiku.

Graf 10

Reálny HDP eurozóny a jeho zložky

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



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

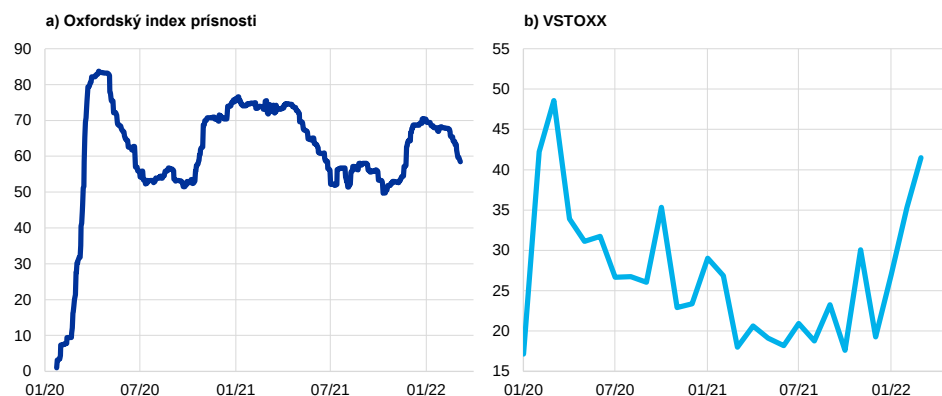
Poznámka: Posledné údaje sú za štvrtý štvrtrok 2021.

Rast HDP eurozóny by mal v prvom štvrtroku 2022 podľa odhadov zostať nízky v dôsledku negatívnych efektov prenosu slabšej hospodárskej aktivity na konci roka 2021, vysokých cien energií a prejavujúcich sa účinkov vojny na Ukrajine. Hoci sa po prvých náznakoch postupného zmierňovania výpadkov v dodávkach (box 1) a doznievania vlny omikronu očakávala normalizácia tempa rastu, súčasné spomalenie pravdepodobne ešte znásobí kombinácia vplyvu prudkého rastu cien energií a vysokej úrovne neistoty v súvislosti s vojnou na Ukrajine (graf 11, pravý panel). Dostupné údaje za prvé mesiace roka 2022 poukazujú na podobne nevýraznú mieru rastu v najbližšom období. V prostredí pretrvávajúcej neistoty súvisiacej s pandemiou a zvýšenými inflačnými tlakmi februárové kolo spotrebiteľského prieskumu Európskej komisie naznačilo ďalšie zhoršenie spotrebiteľskej dôvery a očakávaní domácností, pokiaľ ide o ich budúcu finančnú situáciu.

Graf 11

Oxfordský index prístnosti a miera neistoty v eurozóne

(index)



Zdroj: Bloomberg, Oxford University a výpočty ECB.

Poznámka: Oxfordský index prístnosti COVID-19 je zložený ukazovateľ založený na deviatich ukazovateľoch reakcie vrátane zatvorenia škôl, zatvorenia pracovísk a zákazu cestovania, ktorý sa upravuje na hodnotu z 0 na 100 (100 = najprísnejší). Index VSTOXX meria volatilitu indexu EURO STOXX 50. Posledné údaje sú z 9. marca 2022 v prípade oxfordského indexu prístnosti a z marca 2022 v prípade indexu VSTOXX.

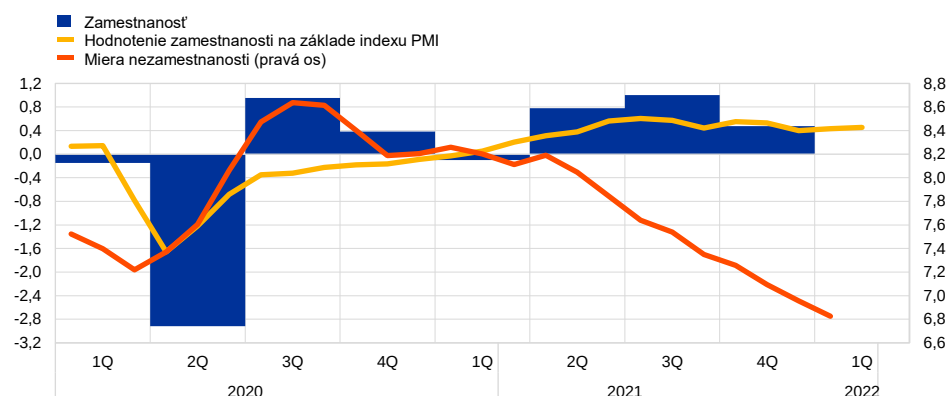
Trh práce v eurozóne sa vo štvrtom štvrťroku 2021 ďalej posilňoval.

Zamestnanosť vzrástla v poslednom štvrťroku 2021 medzištvrťročne o 0,5 % (graf 12), čím prekonal svoju úroveň pred pandémiou. Rastúci dopyt po pracovnej sile sa odrazil aj na ďalšom zvyšovaní celkovej miery voľných pracovných miest na novú úroveň 2,7 % v poslednom štvrťroku 2021. Okrem toho sa tento rast prejavil vo viacerých sektoroch. Veľkosť pracovnej sily a miera účasti pracovnej sily sa vo štvrtom a treťom štvrťroku 2021 vrátili blízko k úrovniam spred pandémie. Po priemernej hodnote 7,1 % v poslednom štvrťroku 2021 miera nezamestnanosti ďalej klesla a v januári 2022 dosiahla 6,8 %. Podpora zo schém na udržanie pracovných miest však zostala značná, pričom jej využitie v januári mierne vzrástlo na 1,5 % pracovnej sily, keďže boli opätovne zavedené opatrenia proti šíreniu nákazy.

Graf 12

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

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



Zdroj: Eurostat, Markit a výpočty ECB.

Poznámka: Ukazovateľ zamestnanosti indexu nákupných manažérov (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 desiatimi. Posledné údaje sú za štvrtý štvrťrok 2021 v prípade zamestnanosti, za február 2021 v prípade indexu PMI a za január 2022 v prípade miery nezamestnanosti.

Údaje z prieskumov poukazujú na pokračujúci silný rast zamestnanosti

v prvých mesiacoch roka 2022. Hodnota mesačného zloženého ukazovateľa zamestnanosti PMI, ktorý zahŕňa priemysel aj služby, dosiahla vo februári hodnotu 54,5, takže v porovnaní s januárom sa v podstate nezmenila a zostala výrazne nad hranicou 50, ktorá naznačuje rast zamestnanosti. Tento výsledok bol zaznamenaný napriek zintenzívneniu pandémie počas prvých týždňov roka a ťažkostiam pri obsadzovaní voľných pracovných miest. Naopak, určitý tlak na znižovanie priemerného počtu odpracovaných hodín bol pravdepodobne spôsobený absenciami v práci v súvislosti s variantom omikron, aj keď sa zrejme zmenil nárastom počtu odpracovaných hodín spolupracovníkov.

Súkromná spotreba sa na konci roka 2021 znížila a očakáva sa, že zostane nízka aj v prvom štvrtroku 2022.

V prostredí prudkého nárastu nákazy COVID-19 a sprísňovania obmedzení v sektoroch s intenzívnym osobným kontaktom sa súkromná spotreba na konci roka 2021 medzištvrtročne znížila o 0,6 %. Na konci roka 2021 bola o 2,5 % nižšia ako pred pandemiou. Najnovšie údaje nenaznačujú, že by sa mal tento rozdiel v prvom štvrtroku 2022 vyrovnáť. Maloobchodné tržby zaznamenali v januári 2022 mierny mesačný nárast o 0,2 % po medzimesačnom poklese o 3 % v decembri, keď sa znížil aj počet registrácií nových áut o 5,4 %. Spotrebiteľská dôvera vo februári naďalej klesala, pravdepodobne v dôsledku pretrvávajúcej neistoty spojenjej s pandemiou, ako aj zvýšených inflačných tlakov. Celkovo možno skonštatovať, že nepriaznivý vplyv pandémie na služby s intenzívnym osobným kontaktom, znásobený vyššími cenami energií, ktoré výrazne ovplyvňujú kúpnu silu domácností, naznačuje utlmenú dynamiku spotreby v prvom štvrtroku 2022. Následne by mala zostať hlavnou hybnou silou hospodárskeho rastu súkromná spotreba, podporovaná pokračujúcou normalizáciou správania v sporení, keďže domácnosti budú využívať nadmerné úspory nahromadené počas pandémie. Napriek zvýšeným preventívnym motívom

vyplývajúcim z konfliktu na Ukrajine sa očakáva, že vysoký objem úspor bude do určitej miery tlmieť energetický cenový šok.

Vo štvrtom štvrťroku 2021 prudko rástli podnikové (nestavebné) investície, keďže obmedzenia na strane ponuky vykazovali známky uvoľňovania a dopyt po investičnom tovare zostal silný. Nestavebné investície v eurozóne sa vo štvrtom štvrťroku medzištvrťročne zvýšili o 6,3 %, čím sa po poklese v treťom štvrťroku opäť zvýšili, no boli stále približne o 13 % nižšie ako pred pandemiou. Z najväčších krajín eurozóny vzrástli nestavebné investície v Španielsku a Holandsku, medzištvrťročne o takmer 7 %, v Nemecku a Francúzsku narástli o približne 1 % a v Taliansku o takmer 2 %. Spomedzi zložiek nestavebných investícií vzrástli investície do produktov duševného vlastníctva (o 13 %) a v eurozóne celkovo výrazne vzrástli investície do dopravných zariadení, pričom niektoré krajiny po poklese počas troch štvrťrokov zaznamenali dvojciferný rast. Mierne zlepšenie niektorých ukazovateľov dodacích lehôt a tvorby zásob odvodených z prieskumov môže naznačovať prvé známky postupného uvoľňovania obmedzení na strane ponuky. Pokiaľ ide o budúci vývoj, vyššia podnikateľská dôvera vo februári a optimistickejšie hodnotenie nevybavených objednávok výrobcov investičného tovaru poukázali pred vojnou na Ukrajine na priaznivé podmienky pre podnikové investície v prvom polroku 2022. Po oslabení existujúcich obmedzení na strane ponuky by okrem toho silný rast príjmov podnikov a vysoká úroveň ich úspor mohli podporiť investície (box 4). Očakáva sa však, že vojna na Ukrajine so súvisiacimi obmedzeniami a neistotou utlmí podnikateľské investície v eurozóne, a to najmä v blízkej budúcnosti. Okrem toho by zvyšovanie cien energií mohlo výrazne ovplyvniť výrobu energeticky náročných investičných tovarov.

Investície do nehnuteľností na bývanie vo štvrtom štvrťroku minulého roka vzrástli a očakáva sa, že v krátkodobom horizonte budú ďalej rásť. Investície do nehnuteľností na bývanie sa vo štvrtom štvrťroku 2021 zvýšili o 0,7 % v porovnaní s tretím štvrťrokom, keď medzištvrťročne klesli o 1,4 %. Ukazovateľ najnovších trendov stavebnej aktivity Európskej komisie v prvých dvoch mesiacoch 2022 v priemere markantne zvýšil a zostal výrazne nad svojím dlhodobým priemerom. Index PMI pre bytovú výstavbu tiež významne vzrástol a posunul sa ďalej do rastového pásma. Pokiaľ ide o domácnosti, údaje z prieskumu Európskej komisie poukazujú na silnejúci dopyt, pričom zábery spotrebiteľov na renováciu v blízkej budúcnosti zostanú v prvom štvrťroku 2022 na veľmi vysokej úrovni, aj keď mierne poklesli, zatiaľ čo ich zámer kupovať alebo stavať dom v nasledujúcich dvoch rokoch naďalej rástol. Priaznivý vývoj dopytu sa odráža aj na strane podnikov, kde sa zlepšilo hodnotenie spoločností, pokiaľ ide o úroveň nevybavených objednávok, a vnímané obmedzenia stavebnej činnosti spôsobené nedostatočným dopytom naďalej mierne klesli. Zároveň sa zdá, že výpadok dodávok je naďalej zvýšený, pričom spoločnosti vo februári zaznamenali len mierny pokles nedostatku materiálu a pracovnej sily z veľmi vysokých úrovní v dôsledku predlžovania dodacích lehôt dodávateľov a zvyšovania cien vstupov. Okrem toho nedávne vypuknutie rusko-ukrajinského konfliktu a súvisiace neistoty predstavujú pre krátkodobý výhľad ďalšie riziká.

Vývoz tovaru vo štvrtom štvrťroku mierne vzrástol, zatiaľ čo vývoz služieb bol utlmený variantom omikron. Vývoz tovarov a služieb do krajín mimo eurozóny sa

vo štvrtom štvrťroku zvýšil o 2,9 %. Štruktúra vývozu tovaru naznačuje, že hybnou silou dynamiky vývozu boli USA, kým Spojené kráľovstvo zostalo stabilné a vývoz do Číny poklesol. Dovoz tovarov a služieb z krajín mimo eurozóny vo štvrtom štvrťroku vzrástol o 4,6 %. Nárast dovozu tovaru po poklese v predchádzajúcom štvrťroku odráža odložený dopyt priemyselného sektora. Obzvlášť výrazný nominálny rast zaznamenal dovoz v dôsledku prudkého rastu globálnych cien energií. Výhľadové ukazovatele poukazujú na predbežné známky uvoľnenia prekážok dodávateľského reťazca, toto zlepšenie by však mohlo byť vyvážené narušením obchodu v dôsledku rusko-ukrajinského konfliktu. Čo sa týka služieb, po spomalení aktivity v sektore cestovného ruchu v dôsledku novej vlny koronavírusu naznačujú výhľadové ukazovatele zlepšenie vývozu služieb cestovného ruchu po uvoľnení obmedzení v súvislosti s COVID-19. Nedávne vypuknutie rusko-ukrajinského konfliktu však výhľadu medzinárodného obchodu pridáva ďalšiu vrstvu neistoty.

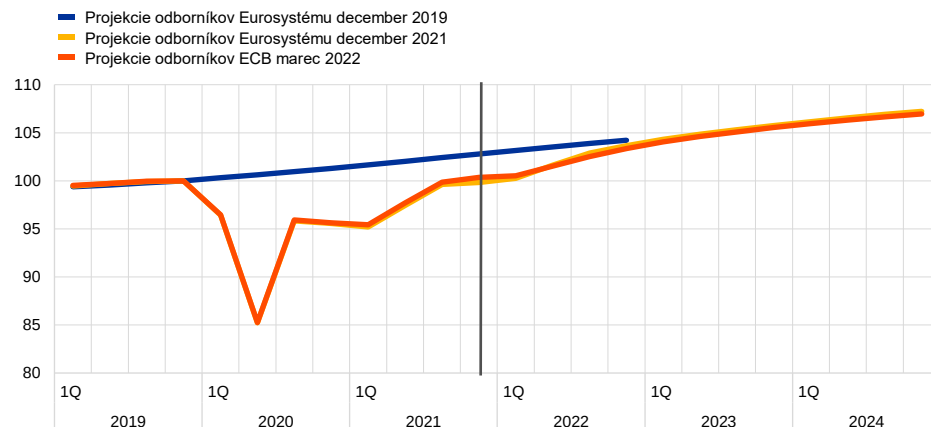
V prostredí zvýšenej neistoty sa očakáva, že hospodárska aktivita sa v priebehu roka 2022 v eurozóne zvýši. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2022 sa v eurozóne v roku 2022 predpokladá ročný rast reálneho HDP na úrovni 3,7 % a potom 2,8 % v roku 2023 a 1,6 % v roku 2024 (graf 13). V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z decembra 2021 bol profil rastu na rok 2022 revidovaný smerom nadol a na roky 2023 a 2024 zostáva v podstate nezmenený. Revízie výhľadu na najbližšie obdobie smerom nadol vo veľkej miere odrážajú silnejší energetický cenový šok, než sa očakávalo, a to aj napriek tomu, že bol čiastočne tlmený vysokými úsporami nahromadenými počas pandémie, a negatívne šoky súvisiace s dôverou, ktoré vyvolal konflikt medzi Ruskom a Ukrajinou. Napriek výkyvom je rast v strednodobom horizonte naďalej podporovaný ďalším zvyšovaním domáceho dopytu spolu so zlepšujúcou sa situáciou na trhu práce a posilňovaním globálneho rastu, ako aj pokračujúcou podporou politických opatrení. Ďalším faktorom, ktorý by mal podporiť oživenie, je pokrok vo využívaní programu Next Generation EU.⁴

⁴ Článok s názvom [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, marec 2022](#), zverejnený 10. marca 2022 na internetovej stránke ECB.

Graf 13

Reálny HDP eurozóny (vrátane projekcií)

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



Zdroj: Eurostat a článok [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, marec 2022](#), zverejnený 10. marca 2022 na internetovej stránke ECB.

Poznámka: Vertikálna čiara predstavuje začiatok horizontu projekcií z marca 2022, pričom posledné údaje o reálnom HDP eurozóny sú za štvrtý štvrťrok 2021.

Riziká ohrozujúce výhľad ekonomického vývoja sa s ruskou inváziou na Ukrajinu výrazne zvýšili a sú naklonené smerom k nižšiemu rastu. Hoci sa riziká spojené s pandemiou znížili, vojna na Ukrajine môže mať silnejší vplyv na ekonomický sentiment a mohla by opäť zhoršiť obmedzenia na strane ponuky. Pretrvávajúce vysoké náklady na energie spolu so stratou dôvery by mohli znížiť dopyt viac, ako sa očakávalo, a zároveň obmedziť spotrebu aj investície.

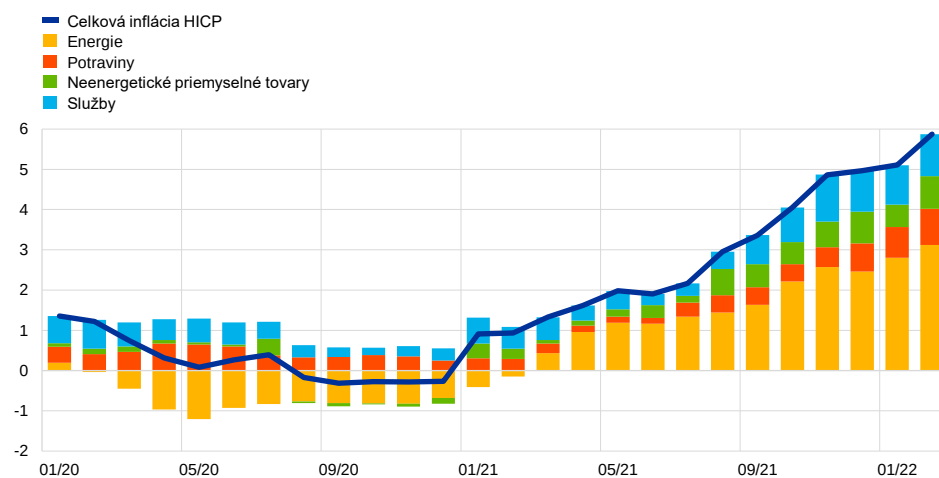
Inflácia HICP v eurozóne sa vo februári 2022 zvýšila z januárových 5,1 % na 5,8 % a v krátkodobom horizonte pravdepodobne zostane vysoká. Hlavnou príčinou zvýšenej miery inflácie sú aj naďalej ceny energií. Vo februári sa priamo podieľali na viac ako polovici celkovej inflácie a tlačili nahor ceny aj v mnohých ďalších sektoroch. Ceny potravín sa zvýšili aj v dôsledku sezónnych faktorov, zvýšených nákladov na dopravu a rastu cien hnojív. V budúcnosti treba očakávať ďalší tlak na ceny niektorých potravín a komodít v dôsledku vojny na Ukrajine. Zvyšovanie cien sa rozšírilo, pričom sa výrazne zvýšili ceny veľkého počtu tovarov a služieb. Väčšina ukazovateľov základnej inflácie sa v posledných mesiacoch zvýšila, hoci vzhľadom na úlohu dočasných faktorov súvisiacich s pandémiou a na nepriame účinky vyšších cien energií je trvanie nárastu týchto ukazovateľov neisté. Trhové ukazovatele poukazujú na spomalenie dynamiky cien energií v priebehu roka 2022 a cenové tlaky vyplývajúce z obmedzení v globálnych dodávateľských reťazcoch by mali odznievať. Trhové ukazovatele a ukazovatele odvodené z prieskumov dlhodobej inflácie sa pohybujú okolo 2 %. Vojna na Ukrajine predstavuje značné riziko pre výhľad inflácie v blízkej budúcnosti, najmä pokiaľ ide o ceny energií.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu sa inflácia HICP vo februári 2022 ďalej zvyšovala a dosiahla 5,8 % (graf 14). Išlo o ďalšie historické maximum, keď v januári dosiahla 5,1 % a v decembri 5,0 %. Táto miera však stále len čiastočne odrážala vplyv vojny na Ukrajine. K zvýšeniu celkovej inflácie prispeli všetky hlavné zložky – ceny energií, potravín, služieb a neenergetických priemyselných tovarov. Inflácia HICP bez potravín a energií (HICPX) vzrástla vo februári na 2,7 %, pričom po dočasnom spomalení v januári opäť vzrástla na 2,3 %. Toto zvýšenie bolo odrazom dynamiky cien služieb a cien priemyselných tovarov bez energií.

Graf 14

Celková inflácia a jej hlavné zložky

(ročné percentuálne zmeny; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB

Poznámka: Posledné údaje sú z februára 2022.

Inflácii HICP naďalej dominovali ceny energií, pričom inflácia cien energií dosiahla vo februári nové historické maximum 31,7 %, oproti 28,8 % v januári.

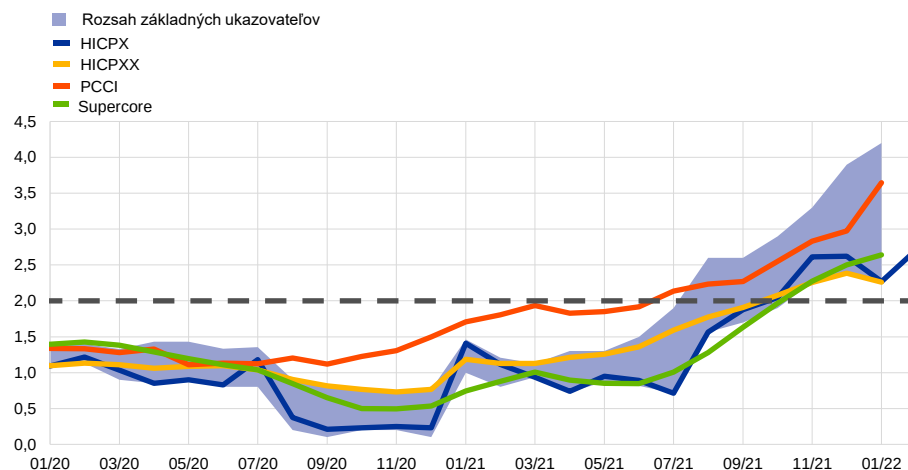
Údaje za január naznačujú, že rekordný nárast v prvom mesiaci roka odrážal najmä vyššie ceny plynu a elektrickej energie, pričom ceny boli v mnohých krajinách na nový rok prepočítané. Plyn a elektrina sa tiež veľkou mierou podieľali na nedávnej heterogenite inflácie cien energií, pričom v krajinách ako Taliansko a Holandsko sa na vývoji inflácie cien energií výraznou a trvale rovnakou mierou podieľala výroba elektrickej energie a plynu, a v Španielsku výroba elektrickej energie. Tieto rastúce náklady na energie pravdepodobne prispeli aj k zvýšeniu ostatných zložiek HICP vrátane inflácie cien potravín a cien neenergetických priemyselných tovarov (ktoré vo februári dosiahli 4,1 % a 3,0 %), keďže ceny energií sú vstupom tak pre výrobu, ako aj pre distribúciu.

Ukazovatele základnej inflácie pokračujú v nedávnom raste, hoci je to pravdepodobne do určitej miery spôsobené odrazom nepriamych účinkov dynamiky cien energií a faktorov súvisiacich s pandémiou. Ukazovatele inflácie, ktoré sa snažia odstrániť účinok dočasných faktorov, mali v posledných mesiacoch tendenciu rásť (graf 15). Napríklad inflácia HICPX vzrástla z 2,3 % v januári na 2,7 % vo februári. Údaje o iných ukazovateľoch základnej inflácie sú k dispozícii len do januára. Inflácia HICPXX (ktorá okrem energií a potravín nezahŕňa ani položky súvisiace s cestovným ruchom, oblečenie a obuv) sa v tomto mesiaci zmiernila z decembrových 2,4 % na 2,3 %. Ukazovateľ Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) založený na modeloch vzrástol z decembrových 3,0 % na 3,6 % (zatiaľ čo príspevok PCCI bez energií stúpol na 2,3 % z decembrových 2,1 %) a ukazovateľ Supercore, ktorý zahŕňa cyklicky citlivé položky HICP, stúpol z decembrových 2,5 % na 2,6 %. Hoci sa všetky ukazovatele základnej inflácie v súčasnosti pohybujú nad úrovňou 2 %, vzhľadom na úlohu dočasných faktorov súvisiacich s pandémiou (napr. problémov v dodávateľských reťazcoch a účinkov otvorenia po obmedzeniach súvisiacich s koronavírusom) a na nepriame účinky vyšších cien energií je trvanie nárastu týchto ukazovateľov neisté.

Graf 15

Ukazovatele základnej inflácie

(ročné percentuálne zmeny)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB

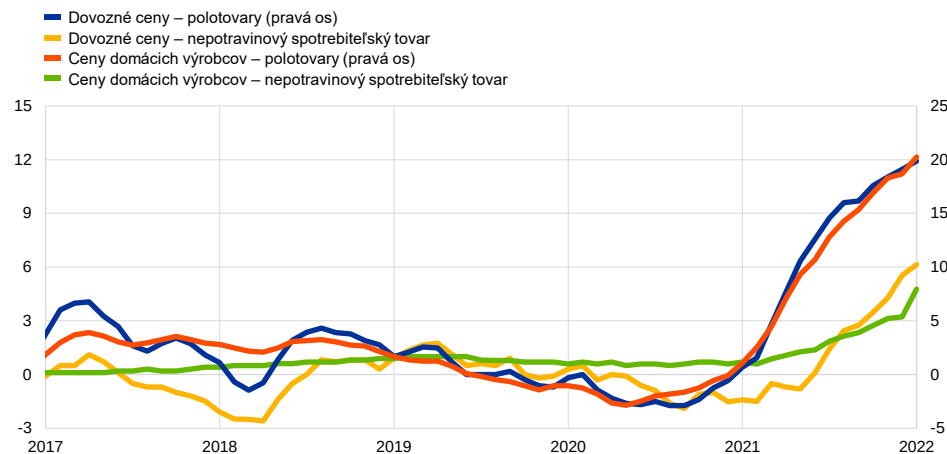
Poznámka: Medzi ukazovatele základnej inflácie patrí HICP bez energií, HICP bez energií a nespracovaných potravín, HICPX (HICP bez energií a potravín), HICPXX (HICP bez energií, potravín, položiek súvisiacich s cestovným ruchom, oblečenia a obuvi), orezané priemery 10 % a 30 % a vážený medián. Posledné údaje sú z januára 2022, okrem indexu HICPX (získaného z rýchleho odhadu za február 2022).

Tlaky v ponukovom reťazci na spotrebiteľské ceny priemyselných tovarov bez energií naďalej rástli, pričom ukazovatele dosiahli rekordné vysoké hodnoty (graf 16). Tlaky na náklady sa v porovnaní s predchádzajúcim rokom podstatne zvýšili v dôsledku rastúcich globálnych cien komodít a najmä cien energií. K tlaku na vstupné náklady prispeli aj narušenia dodávateľských reťazcov a oživenie dopytu vo svete. Pri pohľade na počiatočné fázy cenového reťazca vidno, že ročná miera rastu cien výrobcov pri predaji polotovarov na domácom trhu sa ďalej zvýšila z decembrových 18,7 % na 20,2 % v januári. Podobne sa ročná miera rastu cien dovážaných polotovarov zvýšila z 19,1 % v decembri na 19,9 % v januári. Tlaky, ktoré vznikli v počiatočných fázach cenového reťazca, sa tiež výraznejšie prejavujú na jeho neskorších stupňoch, pričom inflácia cien výrobcov pri domácom predaji nepotravinových spotrebiteľských tovarov dosiahla v januári nové historické maximum 4,8 %, zatiaľ čo v predchádzajúcom mesiaci to bolo 3,2 %. Inflácia dovozných cien nepotravinových spotrebiteľských tovarov dosiahla v januári 6,1 %, pričom rozdiel voči cenám domácich výrobcov pravdepodobne súvisel s minuloročným oslabením eura. Dovozné a výrobné ceny nepotravinových spotrebiteľských tovarov sú hlavným ukazovateľom dynamiky inflácie neenergetických priemyselných tovarov v HICP, z čoho vyplýva, že tlak na spotrebiteľské ceny sa v blízkej budúcnosti pravdepodobne nezmenší.

Graf 16

Ukazovatele tlakov v ponukovom reťazci

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB

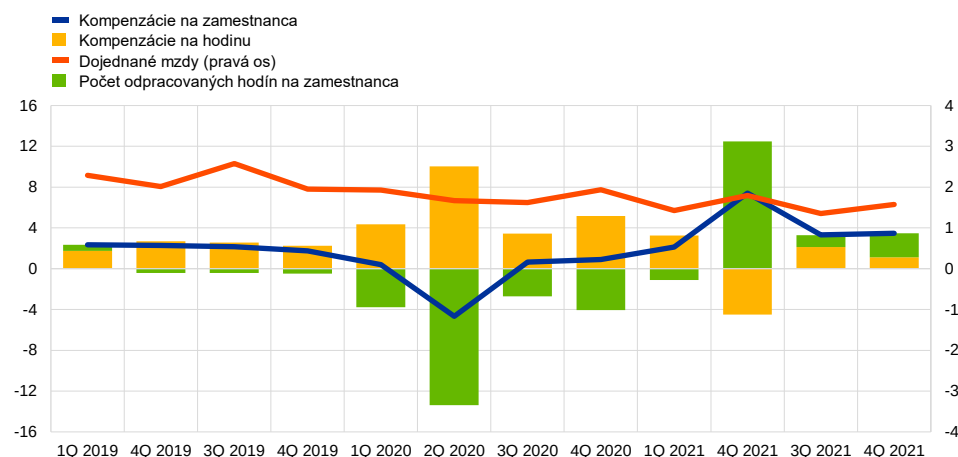
Poznámka: Posledné údaje sú z januára 2022.

Rast miezd v eurozóne zostáva zatiaľ mierny (graf 17). Rast kompenzácií na zamestnanca sa mierne zvýšil a v poslednom štvrtroku 2021 dosiahol úroveň 3,5 %, a to v dôsledku zvýšenia počtu odpracovaných hodín na zamestnanca, ako aj kompenzácií na hodinu (aj keď ročná miera rastu kompenzácií na hodinu klesla v poslednom štvrtroku o 1,1 %). Tento nárast počtu odpracovaných hodín je znakom ďalšej normalizácie po opätovnom otvorení sa ekonomík jednotlivých krajín. Vývoj rastu kompenzácií na zamestnanca je zároveň aj odrazom meniaceho sa vplyvu vládnych podporných opatrení súvisiacich s programami na udržanie pracovných miest. Dojednané mzdy, na ktoré vývoj počtu odpracovaných hodín alebo evidencia výhod vyplývajúcej z programov na záchranu pracovných miest zavedených v reakcii na pandémiu nemajú priamy vplyv, sú ďalším dôležitým ukazovateľom tlaku na rast miezd. Rast dojednaných miezd bol v poslednom štvrtroku 2021 naďalej mierny, dosiahol úroveň 1,5 % oproti 1,4 % v predchádzajúcom štvrtroku (a v priemere 1,5 % za celý rok 2021, čo je menej ako 1,8 % v roku 2020). Je však nepravdepodobné, že by tento ukazovateľ odrážal vplyv súčasných vysokých úrovní inflácie, keďže je založený na predchádzajúcich dohodách o mzdových dojednaniach. Prieskum ECB vo veľkých európskych spoločnostiach naznačuje, že rast miezd by v roku 2022 mohol byť o niečo rýchlejší, pričom niektorí respondenti uvádzali súčasnú vysokú úroveň inflácie ako faktor, ktorý k tomu prispieva.

Graf 17

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

(ročné percentuálne zmeny)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB

Poznámka: Posledné údaje sú zo štvrtého štvrťroka 2021.

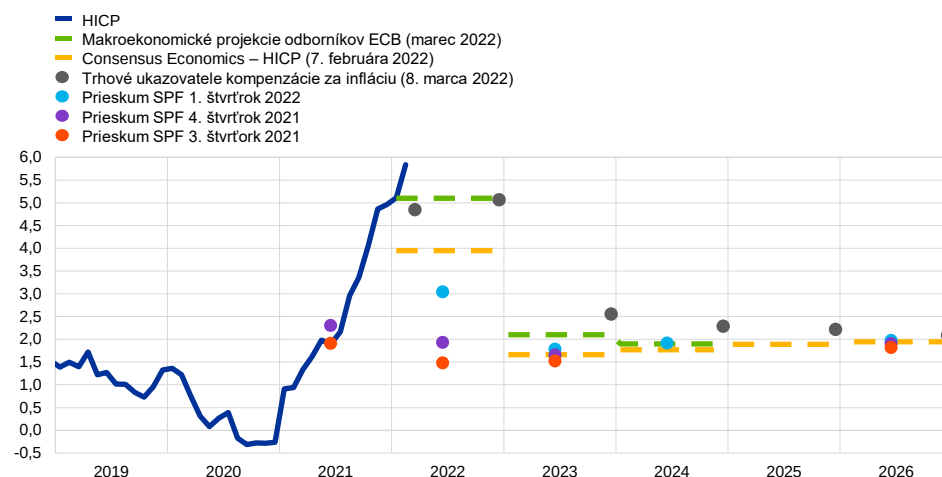
Trhové ukazovatele kompenzácie za infláciu sa vzhľadom na mimoriadne výkyvy v tomto období výrazne zvýšili, pričom ukazovatele inflačných očakávaní odvodené z výsledkov prieskumov od začiatku roka 2022 tiež vzrástli. Invázia Ruska na Ukrajinu viedla k značnému preceňovaniu ropy

a zemného plynu v očakávaní prudkého zhoršenia dodávok, pričom krátkodobé inflačné tlaky boli silné už pred uvedenými udalosťami. V dôsledku toho značne vzrástli krátkodobé forwardové kompenzácie za infláciu v eurozóne. Na trhoch v súčasnosti prebieha prudší a trvalejší rast inflácie v eurozóne v porovnaní s rastom v poloviciu decembra, pričom jednoročná forwardová miera inflačne indexovaných swapov (inflation-linked swap – ILS) o jeden rok sa v súčasnosti pohybuje okolo 2,50 %, čo je približne o 78 bazických bodov viac ako 16. decembra 2021, na začiatku sledovaného obdobia. Dlhodobejšie forwardové miery ILS najprv klesli v očakávaní sprísnenia menovej politiky, no po zintenzívnení geopolitického napätia a vypuknutí vojny na Ukrajine opäť vzrástli. Päťročná forwardová miera ILS o päť rokov na konci sledovaného obdobia mierne klesla a koncom januára sa pohybovala okolo 1,85 %, potom začiatkom marca vzrástla na 2,16 %. Podľa výsledkov prieskumu ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) za prvý štvrťrok 2022 uskutočneného v druhom januárovom týždni, ako aj na základe prognóz Consensus Economics z januára 2022, sa dlhodobejšie inflačné očakávania zvýšili na 2,0 %, z 1,9 % v príslušných predchádzajúcich kolách prieskumov (graf 18).

Graf 18

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

(ročné percentuálne zmeny)



Zdroj: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, Survey of Professional Forecasters, Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu 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 8. marca 2022. Prieskum ECB Survey of Professional Forecasters za prvý štvrťrok 2022 sa uskutočnil 7. až 13. januára 2022. Dňom uzávierky prieskumu Consensus Economics za roky 2024, 2025 a 2026 bol 10. január 2022 a za roky 2022 a 2023 to bol 7. február 2022. Redakčná uzávierka údajov uvedených v makroekonomických projekciách odborníkov ECB bola 2. marca 2022.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2022 má inflácia zostať v nasledujúcich mesiacoch zvýšená a v druhej polovici roka klesnúť, pričom celková inflácia by sa mala na konci horizontu projekcií ustáliť na úrovni 1,9 %. Inflácia HICP, ktorá vo februári 2022 dosiahla 5,8 %, by mala v nasledujúcich mesiacoch zostať vysoká, pričom v druhej polovici roka by mala mierne klesnúť. Podľa základného scenára projekcií by celková inflácia HICP mala dosiahnuť v priemere 5,1 % v roku 2022, 2,1 % v roku 2023 a 1,9 % v roku 2024 (graf 19). Prudký nárast celkovej inflácie v roku 2022 odráža veľký nárast cien energií (v dôsledku rastu cien elektriny a plynu), výrazný rast cien potravín, vplyv opätovného otvárania sektora služieb s väčšou mierou osobných kontaktov a cenové tlaky v celom cenovom reťazci (vrátane nákladov na energetické vstupy). V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z decembra 2021 bola inflácia HICP upravená smerom nahor v celom horizonte projekcií, najmä na rok 2022, v prípade ktorého revízia predstavovala 1,9 percentuálneho bodu. Revíziu smerom nahor možno čiastočne pripísať nedávnym nečakaným výsledkom inflácie a výraznejšiemu než očakávanému vývoju súčasných a budúcich cien energií, ktoré sú ešte znásobené geopolitickým napätím v súvislosti s inváziou na Ukrajinu. Očakáva sa, že inflácia HICPX sa bude v nasledujúcich dvoch štvrťrokoch pohybovať okolo úrovne 2,6 % a vo štvrtom štvrťroku 2022 klesne na 2,3 % (v priemere 2,6 % za celý rok 2022). Očakáva sa, že silný dopyt, nepriame účinky vyšších cien energií a cenové tlaky v rámci cenového reťazca v dôsledku obmedzení na strane ponuky budú vyvíjať tlak na rast inflácie. Vplyv týchto faktorov by sa mal v strednodobom horizonte zmierniť a priemerná inflácia HICPX by mala klesnúť na 1,8 % v roku 2023 a na 1,9 % v roku 2024. Rast miezd by mal dosiahnuť v roku 2022 úroveň 3,6 % a v roku 2024 klesnúť na 2,9 %,

čo je viac ako historický priemer od roku 1999 (2,2 %) a viac ako miera zaznamenaná pred globálnou finančnou krízou (2,6 %), čo odráža sprísnenie situácie na trhu práce a určité obmedzené sekundárne účinky vyššej inflácie.

Graf 19

Inflácia HICP v eurozóne (vrátane projekcií)

(ročné percentuálne zmeny)



Zdroj: Eurostat a [Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu \(marec 2022\)](#).

Poznámka: Vertikálna čiara naznačuje začiatok sledovaného obdobia. Posledné údaje sú za štvrtý štvrťrok 2021 (údaje) a štvrtý štvrťrok 2024 (projekcie). Redakčná uzávierka údajov uvedených v tejto publikácii bola 2. marca 2022.

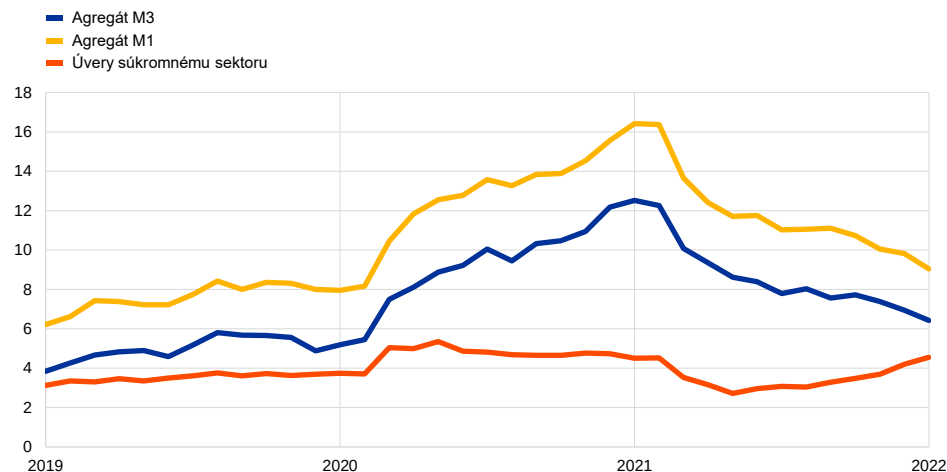
Tvorba peňažnej zásoby v eurozóne sa v januári 2022 naďalej normalizovala napriek volatilnejšiemu prostrediu a zvýšeným geopolitickým rizikám. Dominantnou hybnou silou tvorby peňažnej zásoby sú naďalej nákupy aktív Eurosystémom. Rast úverov súkromnému sektoru sa zvýšil vďaka priaznivým podmienkam financovania a zlepšujúcej sa hospodárskej situácii. Sadzby bankových úverov zostali v januári 2022 blízko svojich historických miním, napriek miernemu nárastu sadzieb z úverov podnikom. V poslednom štvrtroku 2021 sa celkový objem financovania podnikov z vonkajších zdrojov ďalej zvyšoval, najmä v dôsledku výrazného nárastu bankových úverov. Celkové náklady firiem na financovanie z vonkajších zdrojov sa od októbra 2021 do januára 2022 zvýšili na maximum, ktoré sa naposledy zaznamenali v marci 2020, a to v dôsledku nárastu nákladov na dlhové financovanie prostredníctvom trhu a štatistických faktorov. Aktuálne výkyvy na trhu, vyvolané ruskou inváziou na Ukrajinu, prispeli k ďalšiemu zvýšeniu nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu a k vyšším nákladom na vlastný kapitál v dôsledku výrazného poklesu na akciových trhoch.

V januári 2022 sa tempo rastu širokej peňažnej zásoby stabilizovalo takmer na úrovni pred pandémie. Ročná miera rastu agregátu M3 sa v januári znížila na 6,4 % z decembrových 6,9 % (graf 20) v prostredí väčšej volatility a napriek zvýšeným geopolitickým rizikám, ktoré zvyšujú dopyt po likvidných aktívach. Štvrťročné tempo rastu peňažnej zásoby sa vrátilo na úroveň blízku svojmu dlhodobějšímu priemeru, pričom krátkodobejšia dynamika agregátu M3 naďalej ťažila z výraznej podpory, ktorú poskytli politické opatrenia súvisiace s pandemiou. Na strane zložiek k rastu agregátu M3 prispieval najmä úzky agregát M1, ktorý obsahuje najlikvidnejšie zložky agregátu M3. V počiatočných fázach pandémie v roku 2020 držitelia peňazí uprednostňovali z preventívnych dôvodov likvidné aktíva. Po uvoľnení opatrení na obmedzenie šírenia pandémie a oživení hospodárskej aktivity sa rast agregátu M1 v roku 2021 spomalil z vysokých mier zaznamenaných v roku 2020. V januári 2022 ročná miera rastu agregátu M1 ďalej poklesla z 9,8 % na 9,0 %, čo bolo najmä odrazom normalizácie rastu jednoduchových vkladov. Ročná miera rastu peňazí v obehu, ktorá sa od prvého štvrtroka 2021 spomaľovala, dosiahla v januári úroveň 7,7 %. Príspevok ostatných krátkodobých vkladov a obchodovateľných nástrojov bol v tomto mesiaci neutrálny, čo odráža nízke úročenie týchto nástrojov.

Graf 20

Agregáty M3 a M1 a úvery súkromnému sektoru

(ročná percentuálna zmena; očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Úvery sú očistené od predaja úverov, sekuritizácie a účelového vytvárania spoločných peňažných fondov. Posledné údaje sú z januára 2022.

Rast jednoduchých vkladov sa ďalej zmiernil, no zostal na vysokej úrovni.

V januári klesla ročná miera rastu jednoduchých vkladov na 9,2 % z 10,2 % zaznamenaných v decembri. Na tomto poklese sa podieľali vklady podnikov a domácností, ktoré zo sektorového hľadiska predstavovali najväčší príspevok. Od začiatku pandémie sa zaznamenal značný prílev jednoduchých vkladov, ktorý odzrkadľuje zvýšenú ekonomickú neistotu.⁵ Rast držby vkladov podnikov a domácností sa v jednotlivých krajinách líšil, čo odrážalo rozdiely v potrebe likvidity a vo vnútroštátnych opatreniach (fiškálnej) podpory. V poslednom štvrtroku 2021 akumulácia vkladov domácností dočasne klesla pod predpandemický priemer, čo bolo odrazom nárastu spotrebiteľskej dôvery a spotreby, ako aj vyšších cien energií, ktoré stlačili disponibilný príjem. V januári 2022 však došlo k rozsiahlemu oživeniu tokov vkladov, čo naznačuje, že domácnosti zvýšili úspory a znížili spotrebu. Okrem toho naďalej rástli vklady podnikov, aj keď miernejšie ako vklady domácností.

K tvorbe peňažnej zásoby naďalej prispievali nákupy aktív Eurosystémom

v januári 2022. Najväčší príspevok k rastu agregátu M3 predstavovali čisté nákupy štátnych cenných papierov Eurosystémom v rámci programu nákupu aktív (APP) a núdzového pandemického programu nákupu aktív (PEPP) (červené časti grafu 21). Napriek tomu sa mierne spomalil. Rast agregátu M3 ďalej podporil vyšší príspevok úverov súkromnému sektoru (modré časti grafu). Tvorbu peňažnej zásoby však tlmili tri faktory. Po prvé, bankové úvery verejnej správy predstavovali záporný príspevok v dôsledku predaja štátnych dlhopisov (svetlozelené časti grafu). Po druhé, čisté peňažné toky z vonkajších zdrojov sa zvýšili (žlté časti grafu), čo súviselo s oslabovaním efektívneho výmenného kurzu eura. Po tretie, odlev

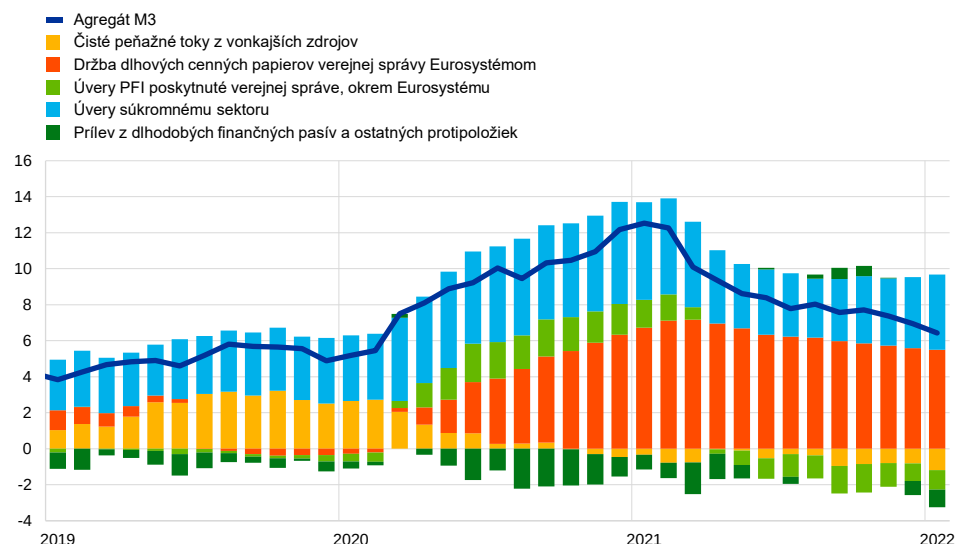
⁵ Viac v boxe [COVID-19 and the increase in household savings: an update](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2021.

z ostatných protipoložiek prevýšil mierny prílev z dlhodobejších finančných záväzkov (tmavozelené časti grafu).

Graf 21

Agregát M3 a jeho protipoložky

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



Zdroj: ECB.

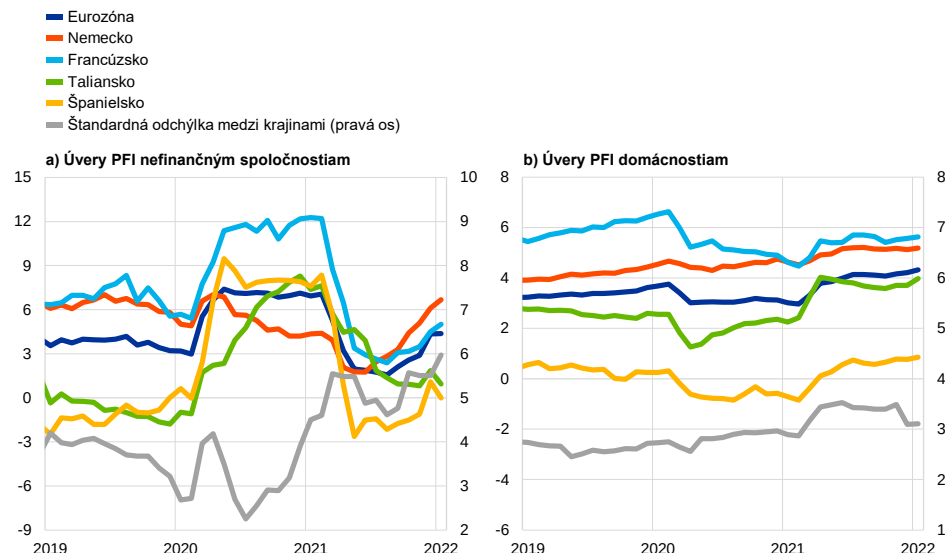
Poznámka: Úvery súkromnému sektoru zahŕňajú úvery peňažných finančných inštitúcií (PFI) súkromnému sektoru a dlhové cenné papiere vydané súkromným sektorom nepeňažných finančných inštitúcií eurozóny v držbe PFI. Ako také zahŕňajú aj nákupy dlhových cenných papierov nepeňažných finančných inštitúcií Eurosystemom v rámci programu nákupu cenných papierov podnikového sektora a núdzového pandemického programu nákupu aktív. Posledné údaje sú z januára 2022.

Ročná miera úverov súkromnému sektoru sa v január 2022 zvýšila. Rast úverov súkromnému sektoru sa v január ďalej zvýšil na 4,6 % zo 4,2 % v decembri (graf 20). Tento vývoj bol podporený poskytovaním úverov podnikom aj domácnostiam, ktoré naďalej ťažili z priaznivých podmienok financovania a prebiehajúceho hospodárskeho oživenia. Ročná miera rastu úverov nefinančným spoločnostiam sa v januári mierne zvýšila na 4,4 % z decembrových 4,3 % (graf 22, časť a), čo bolo spôsobené dlhodobými úvermi a pravdepodobne to odrážalo potrebu fixných investícií. Miera rastu úverov domácnostiam sa v januári mierne zvýšila na 4,3 % zo 4,2 % v decembri (graf 22, časť b). Bolo to najmä v dôsledku veľkého objemu hypotekárnych úverov, keďže rast spotrebiteľských úverov zostal slabý. Celkovo tento vývoj bankových úverov maskuje rozdiely medzi jednotlivými krajinami eurozóny, ktoré okrem iného odrážajú nerovnomerný vplyv pandémie a rôzny priebeh zotavovania ekonomiky v jednotlivých krajinách.⁶

⁶ Viac v boxe [The heterogeneous economic impact of the pandemic across euro area countries](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2021.

Graf 22**Úvery PFI vo vybraných krajinách eurozóny**

(ročná percentuálna zmena; štandardná odchýlka)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Údaje sú očistené od predaja a sekuritizácie 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 januára 2022.

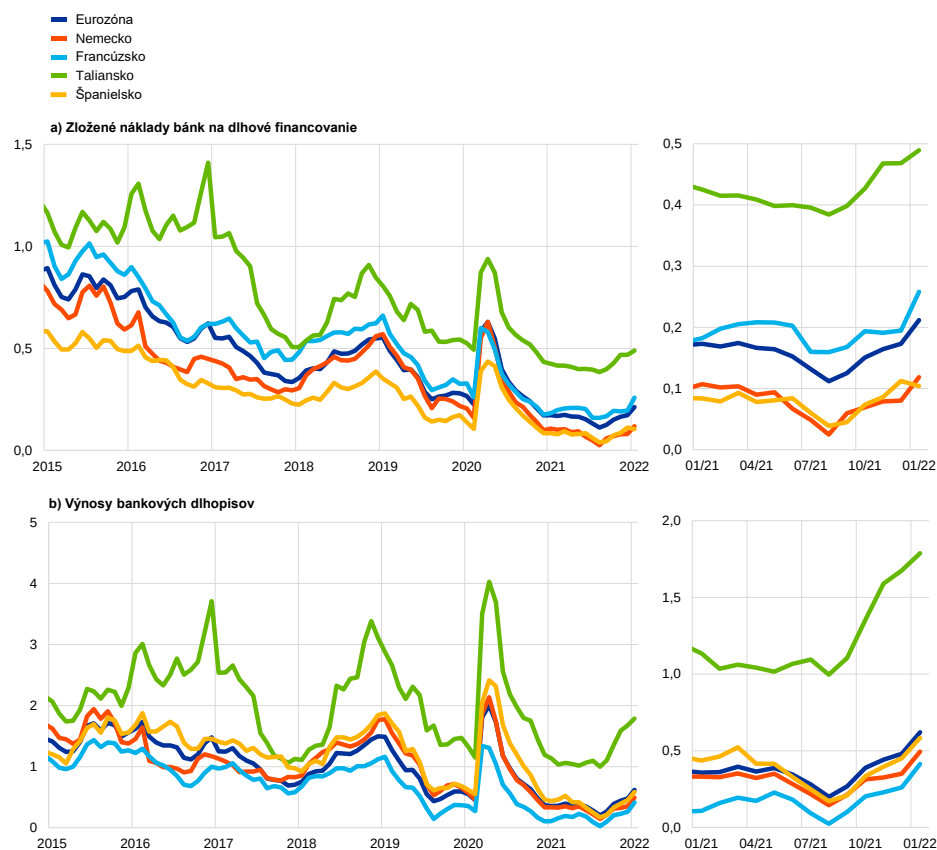
Náklady na financovanie dlhu bánk v eurozóne sa začali zvyšovať

a v súčasnosti sa pohybujú približne na úrovni pred pandémie. Nedávne zvýšenie zložených nákladov na dlhové financovanie (graf 23, časť a) bolo spôsobené vyššími výnosmi dlhopisov bánk (graf 23, časť b) a odráža zvýšenie bezrizikových sadzieb, zatiaľ čo sadzby vkladov zostali stabilné na historických minimách. Doterajšie opatrenia menovej politiky ECB pomohli obmedziť tlak na zvyšovanie výnosov dlhopisov bánk a zmenšiť rozdiely v podmienkach financovania medzi jednotlivými krajinami, rizikovými triedami a splatnosťami. Pred posledným štvrťrokom zostali náklady na financovanie bánk izolované od tlaku na rast z troch dôvodov, a to pokračujúceho preceňovania vkladov na záporné sadzby; poklesu podielu bánk na financovaní dlhu a prístupu bánk k financovaniu centrálnou bankou za priaznivých podmienok, prostredníctvom tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III) a pandemických núdzových dlhodobějších refinančných operácií (PELTRO). Ak sa však trhové sadzby budú ďalej zvyšovať, existuje riziko, že náklady na financovanie bánk budú vystavené väčšiemu tlaku na rast, najmä vzhľadom na očakávané splatenie nesplatených finančných prostriedkov získaných prostredníctvom TLTRO. V konečnom dôsledku sa to môže prejaviť vo vyšších sadzbách bankových úverov pre podniky a domácnosti.

Graf 23

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 januára 2022.

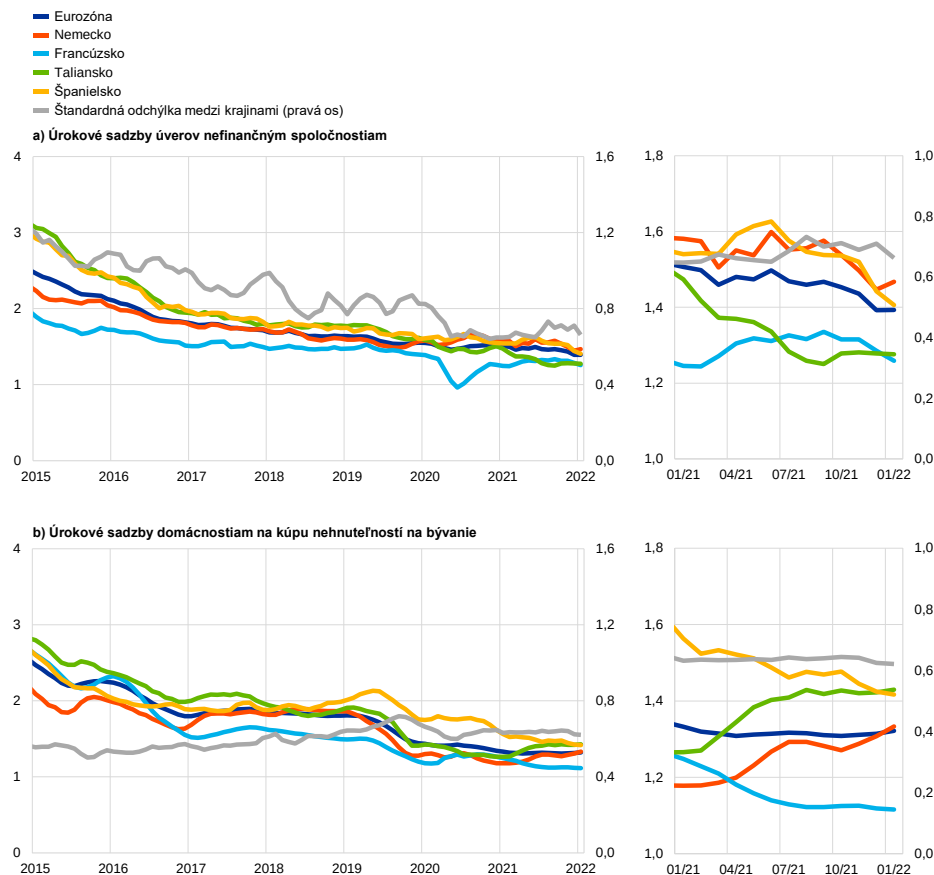
Úrokové sadzby bankových úverov zostali v januári 2022 na úrovni blízkej historickým minimám (graf 24) aj napriek tomu, že sadzby z úverov pre podniky sa mierne zvýšili. Zložené úrokové sadzby bankových úverov

nefinančným spoločnostiam sa zvýšili na 1,43 %, čím vyrovnali pokles v poslednom štvrtroku 2021, zatiaľ čo zodpovedajúce úrokové sadzby úverov domácnostiam na nákup nehnuteľností na bývanie zostali v podstate nezmenené na úrovni 1,33 %. Zvýšenie úrokových sadzieb úverov pre podniky, ktoré bolo najvýraznejšie pri úveroch so strednodobou splatnosťou, odrážalo rozsiahle zvýšenie trhových sadzieb v prostredí existujúcich rozdielov medzi krajinami. Spread medzi úrokovými sadzbami veľmi malých bankových úverov a veľkých bankových úverov sa v podstate nezmenil a zostal pod úrovňou pred pandémie. Nárast výnosov v eurozóne v posledných mesiacoch by mohol vyvolať tlak na zvyšovanie úrokových sadzieb domácich úverov. Opatrenia menovej politiky ECB zatiaľ bránili rozsiahlemu sprísňovaniu podmienok financovania, ktoré by mohlo zosilniť nepriaznivý vplyv pandémie na ekonomiku eurozóny.

Graf 24

Zložené úrokové sadzby bankových úverov vo vybraných krajinách eurozóny

(v % za rok, trojmesačný kľzavý priemer; štandardná odchýlka)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Zložené úrokové sadzby bankových úverov sa počítajú agregovaním krátkodobých a dlhodobých sadzieb použitím 24-mesačného kľzavého priemeru objemov nových obchodov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú z januára 2022.

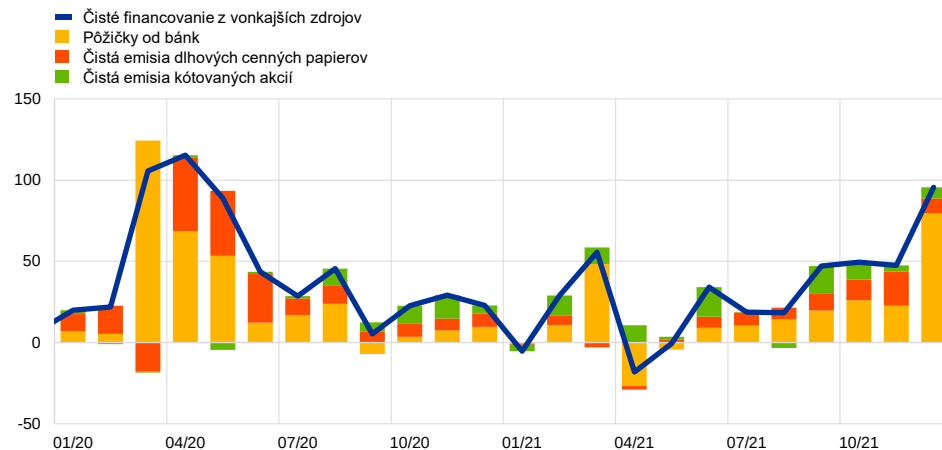
V poslednom štvrtroku 2021 sa ďalej zvýšil celkový objem financovania podnikov z vonkajších zdrojov.

Ročná miera rastu financovania z vonkajších zdrojov sa v decembri zvýšila na 2,8 % z 2,3 % zaznamenaných v októbri, k čomu prispela väčšia potreba financovania podnikov a nízke náklady na dlhové financovanie. Väčšie toky financovania z vonkajších zdrojov pochádzali najmä z nárastu bankových úverov podnikom, zatiaľ čo väčšia emisia dlhových cenných papierov a kótovaných akcií tvorili len menší príspevok (graf 25). Tento dopyt po úveroch bol podporený investíciami podnikov a vyššími výdavkami na prevádzkový kapitál, čo čiastočne súviselo s pretrvávajúcimi výpadkami na strane ponuky.⁷ V krajinách a odvetviach, ktoré boli zvlášť postihnuté výpadkami dodávok, viedla potreba väčšieho prevádzkového kapitálu (v dôsledku oneskorenia výroby a obnovy zásob) k nárastu krátkodobých pôžičiek.

⁷ Viac v boxe Výpadky v dodávateľských reťazcoch v eurozóne a Spojených štátoch: aká je súčasná situácia?, v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

Graf 25**Čisté toky financovania nefinančných spoločností v eurozóne z vonkajších zdrojov**

(mesačné toky v mld. €)



Zdroj: ECB a výpočty ECB, Eurostat a Dealogic.

Poznámka: Čisté financovanie z vonkajších zdrojov je súčtom úverov od bánk (úvery PFI), čistej emisie dlhových cenných papierov a čistej emisie kótovaných akcií. Úvery PFI sú očistené od predaja úverov, sekuritizácie a účelového vytvárania spoločných peňažných fondov. Posledné údaje sú z decembra 2021.

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 októbra 2021 do januára 2022 zvýšili, a to najmä v dôsledku nákladov na financovanie prostredníctvom trhu. Náklady na financovanie z vonkajších zdrojov vzrástli v januári 2022 na 5,2 % (graf 26), čo je na rovnakej úrovni ako maximum zaznamenané v marci 2020 a 110 bázických bodov nad historickým minimom zaznamenaným v marci 2021. Tento nárast bol spôsobený najmä vyššími nákladmi na financovanie dlhu prostredníctvom trhu, ako aj zvýšením váhy vlastného kapitálu pri výpočte celkových nákladov na financovanie.⁸ Toto zvýšenie váhy viac ako kompenzovalo mierny pokles nákladov na akcie v januári v porovnaní s októbrom, ktorý bol spôsobený nižšou rizikovou prémie akcií, čo prevážilo vplyv vyšších bezrizikových sadzieb. Náklady na bankové úvery sa od októbra do januára prakticky nezmenili. Vyššie bezrizikové sadzby a širšie rozpätia podnikových dlhopisov, tak v segmente dlhopisov investičného stupňa, ako aj dlhopisov s vysokým výnosom, stáli za zvýšením nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu, ktoré dosiahli úroveň naposledy zaznamenanú v auguste 2020. V poslednom období sa odhaduje, že celkové náklady na financovanie sa od konca januára do 9. marca ďalej zvýšili, čo odráža vyššie náklady na vlastný kapitál v súvislosti s výrazným poklesom cien akcií od konca februára, ktorý vyvolala vojna

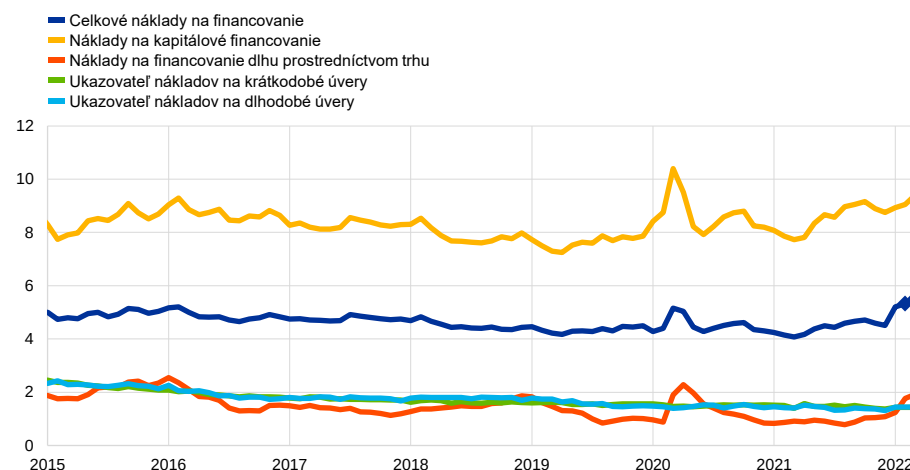
⁸ Náklady na financovanie sa vypočítavajú ako vážený priemer nákladov na financovanie prostredníctvom akcií, nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu a nákladov na krátkodobé a dlhodobé bankové úvery. Váhy predstavujú podiel jednotlivých finančných nástrojov na celkových nesplatených nástrojoch financovania nefinančných spoločností z vonkajších zdrojov. Preto je príspevok každej zložky k úrovni celkových nákladov na financovanie v ktoromkoľvek okamihu súčinnom jej nákladov (v percentách) a jej váhy. Váhy sa pravidelne aktualizujú s cieľom zohľadniť zmeny v štruktúre financovania nefinančných spoločností. Zmena príspevku konkrétnej zložky k zmene celkových nákladov na financovanie je teda čistým výsledkom zmeny nákladov a zmeny váhy.

na Ukrajinu. K zvýšeniu nákladov na financovanie prispeli aj väčšie spready podnikových dlhopisov spolu s ďalším zvýšením bezrizikovej sadzby.

Graf 26

Nominálne náklady na financovanie nefinančných spoločností eurozóny 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 modelový odhad celkových nákladov na financovanie vo februári a marci 2022 (vrátane údajov k 9. marcu), za predpokladu, že náklady na bankové úvery zostanú nezmenené na úrovni z januára 2022. Posledné údaje sú z 9. marca 2022 v prípade nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu (mesačný priemer denných údajov), zo 4. marca 2022 v prípade nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom akcií (týždenné údaje) a z februára 2022 v prípade nákladov na úvery z bánk (mesačné údaje).

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2022 sa saldo rozpočtu verejnej správy eurozóny naďalej zlepšuje z veľmi vysokých deficitov zaznamenaných v dôsledku krízy spôsobenej koronavírusom (COVID-19). Riziká ohrozujúce tento základný scenár vývoja sú však značné a čoraz viac naklonené k vyšším rozpočtovým deficitom, ktoré súvisia najmä s ruskou vojnou na Ukrajine. Podľa základného scenára by mal pomer deficitu v roku 2021 klesnúť na 5,5 % HDP, z maximálnej úrovne 7,2 % z roku 2020. V roku 2022 má podľa projekcií ďalej klesnúť na 3,1 % a do konca horizontu projekcií na 2 %. Čo sa týka nastavenia rozpočtovej politiky eurozóny, po výraznej expanzii v roku 2020 nasledovalo v roku 2021 po očistení od vplyvu grantov z programu Next Generation EU (NGEU) mierne sprísnenie. V roku 2022 má podľa projekcií dôjsť k ďalšiemu sprísneniu nastavenia rozpočtovej politiky, najmä v dôsledku ukončenia významnej časti núdzovej podpory súvisiacej s pandémiou koronavírusu. Počas posledných dvoch rokov prognózovaného obdobia má k sprísňovaniu dochádzať len v obmedzenej miere, pričom významná podpora hospodárstva pokračuje aj naďalej. Vzhľadom na vysoké riziká, ktoré v súčasnosti pramenia z viacerých zdrojov a ktoré sa už čiastočne naplňajú, by ekonomiku pomohli chrániť i rozpočtové opatrenia, okrem iného na úrovni EÚ. Rozpočtová politika sa musí viesť naďalej flexibilne prispôbiť aktuálnej situácii. Ochota uplatniť rozpočtové opatrenia nie je v rozpore s potrebou dôveryhodnej cesty k znižovaniu rozpočtových nerovnováh v strednodobom horizonte.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2022 sa rozpočtové saldo verejnej správy eurozóny naďalej zlepšuje, pričom pokračuje v trajektórii, ktorá sa začala v roku 2021.⁹ Odhaduje sa, že pomer deficitu verejnej správy eurozóny k HDP v roku 2021 klesol na 5,5 % HDP, pričom v roku 2020 sa vyšplhal na bezprecedentnú úroveň 7,2 %. Podľa projekcií má v roku 2022 klesnúť ešte výraznejšie na 3,1 % HDP a v nasledujúcich dvoch rokoch na 2,1 % a 2,0 % (graf 27). Po tom, čo opatrenia hospodárskej podpory v reakcii na pandémiu COVID-19 dosiahli v roku 2020 úroveň približne 4,0 % HDP, sa podpora oživenia po kríze v roku 2021 podľa odhadov zvýšila približne na 4,3 % HDP. Odráža to skutočnosť, že vlády predĺžili a postupne rozšírili rozsah núdzových opatrení a/alebo prijali nové opatrenia na podporu oživenia vrátane opatrení, ktoré stanovili štáty vo svojich národných plánoch obnovy a odolnosti v rámci NGEU.¹⁰ Veľká záporná cyklická zložka síce v roku 2020 prispela k výraznému zvýšeniu deficitu verejnej správy, no v roku 2021 už tento príspevok podľa odhadov začal klesať, aj keď len mierne. Očakáva sa, že k výraznejšiemu zlepšeniu rozpočtového salda od roku 2022 prispieje vyššie cyklicky upravené primárne saldo, keďže sa ukončí veľká časť mimoriadnych opatrení, ktoré nie sú financované z grantov NGEU. Okrem toho by sa mal od roku 2022 rýchlo zmierniť aj záporný príspevok hospodárskeho cyklu a od roku 2023 by mal byť mierne kladný. K zlepšeniu rozpočtového salda prispeli,

⁹ Viac informácií v [Makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2022](#), zverejnených na internetovej stránke ECB 11. marca 2021.

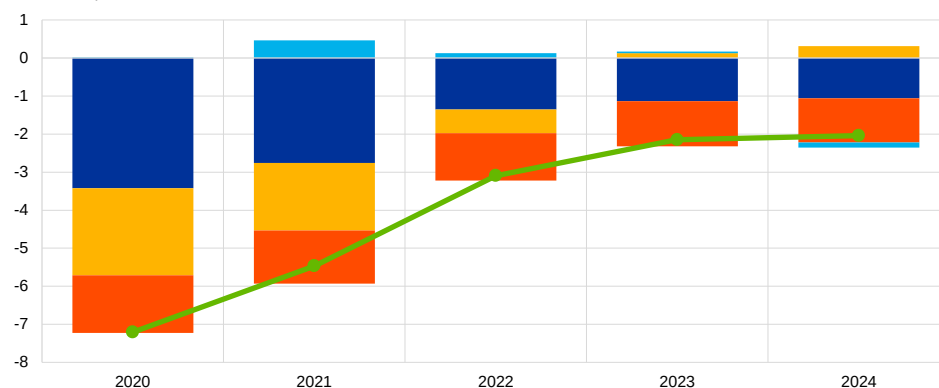
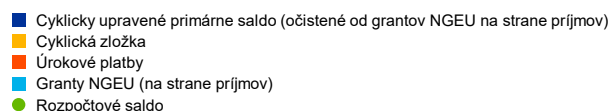
¹⁰ Granty NGEU dosahujú počas horizontu projekcií priemernú výšku približne 0,5 % HDP a po roku 2022 budú postupne klesať. Spolu s obmedzeným objemom úverov by mali financovať rozpočtové výdavky na úrovni 2,5 % HDP. Fiškálny vývoj opísaný v tejto časti nezahŕňa európsky nadnárodný deficit a dlh súvisiaci s prevodmi NGEU.

hoci v menšej miere, aj o niečo nižšie úrokové platby ako v niekoľkých posledných rokoch. V aktuálnych projekciách sa tento účinok vzťahuje najmä na rok 2022 a v rokoch 2023 až 2024 odznieva.

Graf 27

Rozpočtové saldo a jeho zložky

(v % HDP)



Zdroj: ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov ECB z marca 2022.

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

Po veľmi expanzívnej fáze v roku 2020 sa celkové nastavenie rozpočtovej politiky eurozóny v roku 2021 podľa odhadov mierne sprísnilo.¹¹

Úrovně podpory po očistení príjmov od grantov z programu NGEU sú stále vysoké, no vzhľadom na doznievanie fiškálnej podpory v dôsledku ukončenia pandemických a dočasných podporných opatrení sa v roku 2022 očakáva výraznejšie sprísnenie nastavenia rozpočtovej politiky. V rokoch 2023 a 2024 sa má nastavenie rozpočtovej politiky podľa projekcií sprísniť len nepatrne.¹² Napriek sprísneniu však úroveň fiškálnej podpory na oživenie hospodárstva zostáva v celom horizonte projekcií vysoká, čo sa prejavuje v jednoznačne záporných hodnotách celkového primárneho rozpočtového salda.

V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z decembra 2021 sa rozpočtové saldo na konci horizontu projekcií upravilo mierne nadol. Najvýraznejšia ročná revízia sa týka priaznivejšieho odhadu rozpočtového salda na rok 2021. Konkrétne na rok 2021 sa rozpočtové saldo verejnej správy eurozóny ako podiel na HDP upravilo nahor o 0,5 percentuálneho

¹¹ Nastavenie rozpočtovej politiky odráža smerovanie a rozsah vplyvu rozpočtových 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. Keďže 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.

¹² Celkové nastavenie rozpočtovej politiky eurozóny bolo v roku 2020 -4,2 percentuálneho bodu HDP a v roku 2021 sa odhaduje na +0,5 percentuálneho bodu HDP. V rokoch 2022, 2023 a 2024 by sa podľa projekcií malo pohybovať na úrovni +0,9, +0,2 a +0,1 percentuálneho bodu HDP po očistení od príjmov súvisiacich s grantmi NGEU.

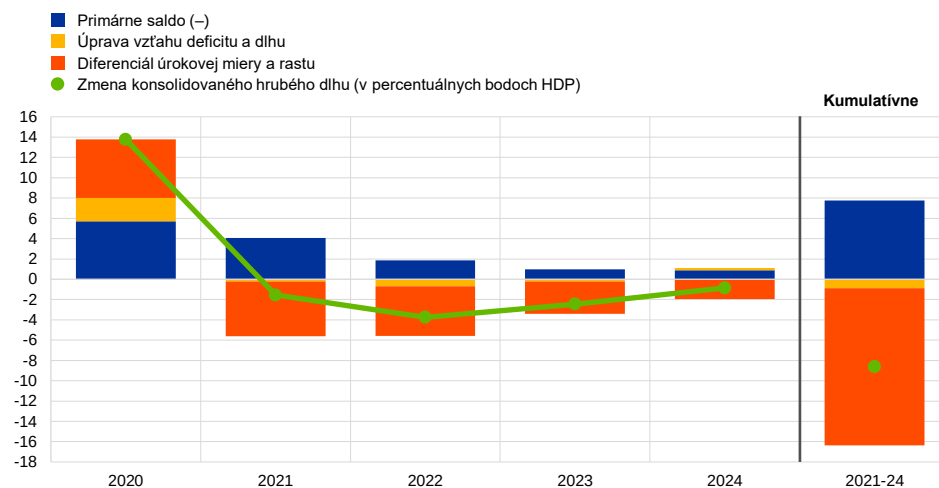
bodú na -5,5 % HDP, predovšetkým v dôsledku vyššieho ako očakávaného cyklicky upraveného primárneho salda. Napriek tomuto zlepšeniu sa rozpočtové saldo na rok 2022 upravilo nahor len nepatrne, o 0,1 percentuálneho bodu, na rok 2023 zostáva nezmenené a na rok 2024 sa upravilo nadol o 0,2 percentuálneho bodu. Revízia rozpočtového salda smerom nadol na konci horizontu projekcií v základnom scenári vývoja vyplýva zo zhoršenia makroekonomického výhľadu vyvolaného krízou na Ukrajine a z revízie podielu úrokových platieb na HDP smerom nahor.

Pomer dlhu verejnej správy eurozóny k HDP v roku 2020 síce výrazne vzrástol, no v roku 2021 už podľa odhadov mierne klesol na približne 96 % a v roku 2024 by mal ďalej klesnúť až na 89 %. Po zvýšení pomeru dlhu o takmer 14 percentuálnych bodov v roku 2020 sa odhaduje, že klesajúci, ale stále vysoký primárny deficit bol v roku 2021 viac ako vykompenzovaný výrazným príspevkom diferenciálu úrokových mier a rastu znižujúcim dlh. V rokoch 2022 a 2023 sa očakáva rýchlejší pokles pomeru dlhu, pretože klesajúce primárne deficity zvyšujúce dlh budú vyvážené priaznivými príspevkami diferenciálov úrokových mier a rastu a v menšej miere aj zápornými úpravami vzťahu deficitu a dlhu (graf 28). Na konci horizontu projekcií v roku 2024 sa očakáva, že pomer dlhu k HDP klesne na úroveň tesne pod 89 %, čo je približne 5 percentuálnych bodov nad predkrízovou úrovňou z roku 2019. Celkovo mala kríza spojená s pandémiou COVID-19 na vývoj celkového dlhu eurozóny výrazne menší nepriaznivý vplyv, ako sa všeobecne očakávalo v jej počiatočnej fáze.¹³

Graf 28

Faktory zmeny verejného dlhu eurozóny

(v % HDP, pokiaľ nie je uvedené inak)



Zdroj: ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov ECB z marca 2022.

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

Riziká ohrozujúce tento základný scenár fiškálneho vývoja sú však značné a čoraz viac naklonené k zvyšovaniu rozpočtových deficitov. Neistotu vyvolávajú najmä makroekonomické účinky vojny na Ukrajine a potenciálne

¹³ Napríklad v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu z júna 2020 sa predpokladalo, že úroveň dlhu k HDP bude na konci roku 2022 zhruba o 8 percentuálnych bodov vyššia ako v aktuálnych projekciách.

dodatočné fiškálne stimuly v eurozóne. Tieto stimuly by mohli pochádzať najmä z troch zdrojov: i) dodatočná podpora v reakcii na vysoké ceny energií; ii) vyššie výdavky na obranu a iii) zvýšené výdavky na utečencov. Okrem toho však nie je možné vylúčiť ani fiškálne riziká spojené s ďalšími vlnami pandémie COVID-19.

Vzhľadom na vývoj situácie by národné rozpočtové politiky mali zostať pružné, no nemali by strácať zo zreteľa ani udržateľnosť verejných financií

v strednodobom horizonte. Vzhľadom na vysoké riziká, ktoré v súčasnosti pramenia z viacerých zdrojov a ktoré už čiastočne naplňajú, by ekonomiku pomohli ochrániť i rozpočtové opatrenia, okrem iného na úrovni EÚ. Rozpočtová politika sa musí viesť naďalej flexibilne prispôbiť aktuálnej situácii. Rázy posun smerom k prorastovej štruktúre verejných financií a k štrukturálnym reformám, ktoré zvyšujú rastový potenciál ekonomík eurozóny, by v prípade potreby vytvoril dodatočný manévrovací priestor a tiež by pomohol znížiť rozpočtovú nerovnováhu. Ochota uplatniť rozpočtové opatrenia nie je v rozpore s potrebou dôveryhodnej cesty k znižovaniu rozpočtových nerovnováh v strednodobom horizonte.

Boxy

1 Výpadky v dodávateľských reťazcoch v eurozóne a Spojených štátoch: aká je súčasná situácia?

Maria Grazia Attinasi, Roberto A. De Santis, Claudia Di Stefano, Rinalds Gerinovics a Máté Barnabás Tóth

Napätie v globálnych dodávateľských reťazcoch tovaru má od konca roka 2020 negatívny vplyv na svetový hospodársky cyklus.

Výpadky v dodávateľských reťazcoch sú dôsledkom vzájomného pôsobenia viacerých faktorov. Po prvé, výrazné oživenie globálneho dopytu po priemyselných výrobkoch (ktoré bolo čiastočne vyvolané odklonom spotreby od služieb v kontexte protipandemických opatrení) sa nestretlo so zodpovedajúcim nárastom v ponuke tovarov. Po druhé, niektoré sektory boli zasiahnuté vážnym nedostatkom na strane ponuky, najmä v oblasti polovodičov, pričom ponuka mala problém vyrovnať sa s prudkým rastom dopytu v oblasti elektronických produktov a zariadení a tiež v automobilovom sektore, ktorý sa po prudkom poklese výroby v roku 2020 postupne zotavuje. Výpadky v dodávkach napokon ešte viac prehĺbilo narušenie logistiky súvisiace predovšetkým s činnosťou kontajnerových lodí, preťažením prístavov a prísnyimi opatreniami na obmedzenie pohybu v niektorých kľúčových ázijských krajinách, ktoré vyrábajú medziprodukty.¹⁴

Vzhľadom na mnohostrannú povahu výpadkov v dodávkach je pri zisťovaní ich príčin užitočné sledovať pomerne rozsiahly súbor ukazovateľov.

Vďaka tomu možno ľahšie identifikovať prípadné známky zlepšenia alebo zhoršenia v konkrétnych hospodárskych sektoroch v skoršom štádiu. V tomto boxe sa na tento účel hodnotí závažnosť výpadkov v dodávkach, pričom sa využíva komplexný súbor ukazovateľov z výrobného sektora a sektora služieb, ako aj údaje o cenách dopravy a komodít.¹⁵

V ďalšej časti textu sú sektorové ukazovatele výpadkov v dodávkach v eurozóne a Spojených štátoch znázornené v podobe teplotných máp.

Zatiaľ čo výber ukazovateľov závisí od dostupnosti údajov, teplotné mapy oboch regiónov zahŕňajú indexy nákupných manažérov (Purchasing Managers' Indices – PMI) pre dodacie lehoty dodávateľov (suppliers' delivery times – SDT), nevybavené objednávky, pomer objednávok k zásobám a ceny medzivstupov. V prípade dostupnosti sú zahrnuté aj korešpondujúce PMI pre sektor služieb. Teplotné mapy

¹⁴ Podrobná analýza týchto faktorov a ich hospodárskeho vplyvu je v Lane, P.R., [Bottlenecks and monetary policy](#), *The ECB Blog*, ECB, 10 February 2022, a v týchto boxoch: [What is driving the recent surge in shipping costs?](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2021; [Nedostatok polovodičov a jeho dôsledky pre obchod, výrobu a ceny v eurozóne](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2021; [Obmedzenia na strane ponuky a ich vplyv na obchod](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2021, a [Zdroje výpadkov v dodávateľskom reťazci a ich vplyv na výrobu v eurozóne](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, 2021.

¹⁵ Podobný prístup navrhujú Van Roye, B., Murray, B. a Orlik, T., [Supply chain crisis risks taking the global economy down with it](#), *Bloomberg*, November 2021; a Benigno, G., di Giovanni, J., Groen, J.J.J. a Noble, A.I., [A new barometer of global supply chain pressures](#), *New Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, January 2022.

okrem toho pokrývajú aj náklady na dopravu, ktoré zahŕňajú sadzby za prepravu nákladu v leteckej a námornej doprave. V prípade námornej prepravy treba rozlišovať medzi nákladmi spojenými s kontajnermi a nákladmi na prepravu suchého voľne loženého nákladu. Zatiaľ čo preprava suchého voľne loženého nákladu sa používa na prepravu komodít, kontajnerové lode sa zvyčajne používajú na prepravu medziproduktov a hotových výrobkov. Na posúdenie závažnosti súčasných výpadkov v dodávkach sú preto relevantnejšie náklady na kontajnerovú lodnú prepravu, keďže sa zdá, že obmedzenia majú väčšinou vplyv na medziprodukty a hotové výrobky. Z tohto dôvodu teplotné mapy vychádzajú z indexu prepravných nákladov Harper Petersen (HARPEX), ktorý sleduje globálne zmeny v sadzbách za prenájom kontajnerových lodí, a z indexu Freightos Baltic Index (FBX), ktorý meria smerové sadzby za kontajnerovú prepravu z Číny do EÚ a Spojených štátov.¹⁶ Teplotná mapa eurozóny tiež meria nedostatok vstupov v celej ekonomike (napr. pracovných síl, zariadení a stavebných materiálov, pričom údaje o stavebných materiáloch sú dostupné len za Nemecko) na základe prieskumov s cieľom zachytiť pretrvávajúce narušenia dodávateľských reťazcov z pohľadu dotknutých firiem. V prípade Spojených štátov je zahrnutý pomer voľných pracovných miest k nezamestnanosti v sektore dopravy s cieľom zachytiť nedostatok pracovnej sily v logistickom sektore. Na umožnenie porovnania rôznych ukazovateľov sa vypočítavajú Z-skóre odrátaním priemeru vzorky od údajov každého časového radu a vydelením rozdielu štandardnou odchýlkou vzorky. Kladné hodnoty jednotlivých ukazovateľov udávajú štandardné odchýlky, koľko sú jednotlivé indexy nad priemerom, kým záporné hodnoty udávajú štandardné odchýlky, koľko sú jednotlivé indexy pod priemerom. Záporné Z-skóre, ktoré naznačujú deficit ponuky a dopytu, poukazujú na výpadky v dodávkach a sú zvýraznené červenou farbou. Všeobecne povedané, Z-skóre pod -1,5 naznačujú, že výpadky v dodávkach sú vážne.

Aktuálne údaje naznačujú, že výpadky v dodávkach v eurozóne aj Spojených štátoch zostávajú na historicky vysokých úrovniach. Teplotné mapy (graf A), ktorých farebná škála sa pohybuje od tmavomodrej (bohatá ponuka v pomere k dopytu) po tmavočervenú (nedostatok ponuky), ukazujú, že všetky ukazovatele sa v priebehu roka 2021 posunuli do pásma červenej a v januári/februári 2022 zostali v oboch ekonomikách väčšinou červené. Situácia vo všeobecnosti zostáva zložitá, najmä v eurozóne. Nedávno to potvrdil aj náš pravidelný prieskum kontaktov v podnikovom sektore, ktorý naznačil, že problémy s dodávkami sa v posledných mesiacoch vo všeobecnosti nezmiernili a očakáva sa, že budú pokračovať aj v roku 2022.¹⁷ Obmedzenia dodávok spôsobené problémami v doprave a logistike sú zvlášť rozšírené, a ak nedôjde k zmierneniu globálneho dopytu, pravdepodobne budú trvalejšie.

¹⁶ Sledovanie indexu Baltic Dry Index nie je neobvyklé. Tento index je však zostavený tak, aby sledoval len náklady na prepravu komodít (napr. uhlia, rudy a obilia), ktoré sa zdajú byť menej ovplyvnené výpadkami v dodávkach.

¹⁷ Viac informácií o názoroch firiem na trvanie obmedzení v dodávkach je v boxe [Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2022.

Graf A

Tlaky v dodávateľských reťazcoch – teplotné mapy pre eurozónu a Spojené štáty

(Z-skóre)



Zdroj: Americký úrad pre štatistiku trhu práce, Európska komisia (EK), ISM, IHS Markit, ifo Institute, Bloomberg a výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Teplotné mapy ukazujú Z-skóre, ktoré sa vypočítavajú odrátaním priemeru od nameraných údajov v čase t a vydelením rozdielu štandardnou odchýlkou. Priemer a štandardná odchýlka sa vypočítavajú z dostupnej vzorky od januára 1999. Pre dopravné náklady a ceny komodít sú uvedené Z-skóre založené na medziročných mierach rastu. Mäkké ukazovatele sú znázomené spolu s ich zdrojmi. Údaje označené X ešte nie sú k dispozícii.

Súhrnné ukazovatele odvodené z teplotnej mapy potvrdzujú, že tlaky vyplývajúce z narušení dodávateľských reťazcov stále pretrvávajú, hoci v niektorých sektoroch sa môžu zmierňovať. Index PMI SDT je užitočný

ukazovateľ na monitorovanie narušení dodávok v logistickom sektore.¹⁸ Na zhrnutie údajov z ostatných meraní sa pomocou modelu dynamického faktora (dynamic factor model – DFM) zostavuje jeden súhrnný ukazovateľ.¹⁹ Prvý faktor modelu DFM, ktorý

¹⁸ Index PMI SDT poskytuje percentuálny podiel spoločností, ktoré hlásili zlepšenie, zhoršenie alebo žiadnu zmenu dodacích lehôt medziproduktov a hotových výrobkov. Z indexu pod 50 vyplýva, že dodacie lehoty sa v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom zhoršili.

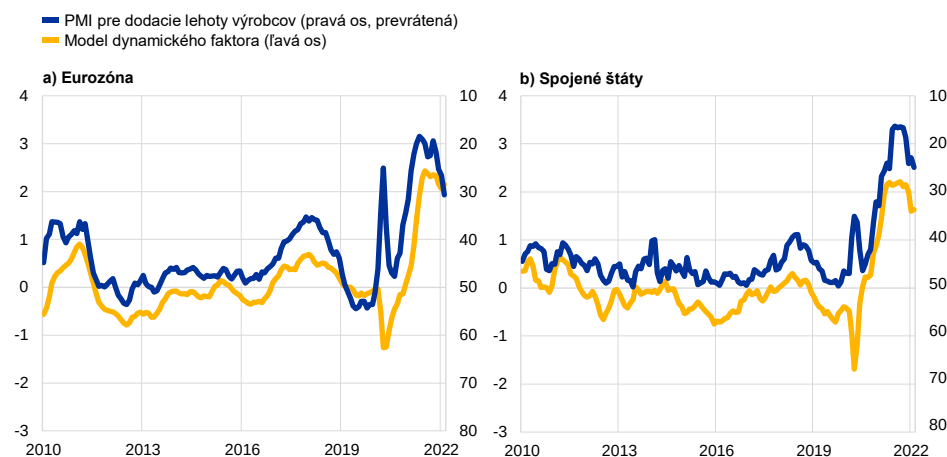
¹⁹ Na overenie spoľahlivosti údajov sa vypočítala aj súhrnná štatistika založená na modeli hlavného komponentu, ktorá poskytla veľmi podobné výsledky. Výhodou DFM oproti modelu hlavného komponentu je, že umožňuje nahradiť medzery v údajoch pomocou odhadovaného spoločného komponentu (Stock, J. H. a Watson, M. W., *Macroeconomic Forecasting Using Diffusion Indexes*, *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 20, Issue 2, 2002, pp. 147-162, a Doz, C., Giannone, D. a Reichlin, L., *A two-step estimator for large approximate dynamic factor models based on Kalman filtering*, *Journal of Econometrics*, Vol. 164, Issue 1, 2011, pp. 188-205). Model DFM preto zahŕňa aj indexy prepravných nákladov FBX, ktoré sú k dispozícii len od roku 2016.

tvorí viac ako 50 % celkového rozptylu podkladových ukazovateľov, úzko koreluje s indexom PMI SDT v eurozóne aj v Spojených štátoch (graf B), takže zachytáva podobný trend vo výpadkoch v dodávkach. Údaje za PMI SDT a DFM z januára/februára 2022 naznačujú, že tlaky v dodávateľských reťazcoch, ktoré sú stále historicky vysoké, dosiahli v oboch ekonomikách maximá a začali klesať (graf B). Najmä v Spojených štátoch dochádza k zlepšovaniu PMI pre pomer objednávok k zásobám, čo naznačuje, že firmy začínajú obnovovať zásoby a že výpadky sa môžu zmierňovať. Šírenie variantu omikron ochorenia COVID-19 a ním spôsobené potenciálne zatváranie tovární a prístavov však vyvoláva ďalšiu neistotu, najmä v krátkodobom horizonte. K ďalšiemu narušeniu dodávateľských reťazcov môže dôjsť najmä v prípade, že Čína bude naďalej uplatňovať prísnu stratégiu nulovej tolerancie koronavírusu. Voľna na Ukrajine môže tiež viesť k opätovnému zhoršeniu výpadkov v dodávkach.

Graf B

Tlaky v dodávateľských reťazcoch v eurozóne a Spojených štátoch

(ľavá os: štandardné odchýlky od dlhodobého priemeru, pravá os: difúznny index)



Zdroj: Americký úrad pre štatistiku trhu práce, Európska komisia, ISM, IHS Markit, ifo Institute, Haver Analytics, Haver Analytics, Bloomberg a výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: DFM obsahuje len mesačné ukazovatele (nedostatok pracovnej sily a vybavenia v eurozóne, ktoré sú k dispozícii štvrťročne, nie sú zahrnuté). Na zabezpečenie stacionárnosti sa v radoch použili vhodné transformácie. Posledné údaje sú z februára 2022.

Kreditné riziko a jeho úloha pri súčasnom globálnom oceňovaní podnikových dlhopisov

Livia Chițu, Magalena Grothe a Tatjana Schulze¹

S nástupom pandémie koronavírusu (COVID-19) sa na celom svete veľmi výrazne zvýšila zraniteľnosť podnikov a aj napriek následnému oživeniu by mohla byť v niektorých častiach trhu stále zdrojom obáv. Nárast zraniteľnosti bol výrazný, pričom podniky na celom svete zaznamenali vlnu znižovania úverových ratingov (graf A, časť a). V priebehu roka 2021 sa kreditná kvalita podnikov opäť mierne zvýšila (podľa hodnotenia ratingových agentúr) a napríklad v Spojených štátoch podniky zaznamenali viac prípadov zvýšenia úverových ratingov než zníženia. Úverové ratingy sa však zatiaľ úplne nevrátili na predpandemickú úroveň, keďže v niektorých sektoroch, najmä tých, ktoré boli pandémiou zasiahnuté výraznejšie, vládne neistota týkajúca sa dlhodobějších vyhliadok. Navyše, zatiaľ čo sa výnosy na jednu akciu v priemere zvýšili, prebiehajúca pandémia má dlhodobý nepriaznivý účinok, pričom niektorým podnikom sa aj napriek verejným podporným opatreniam znížili výnosy (graf A, časť b) ktorá sa zameriava na podniky zahrnuté do indexu S&P 500].

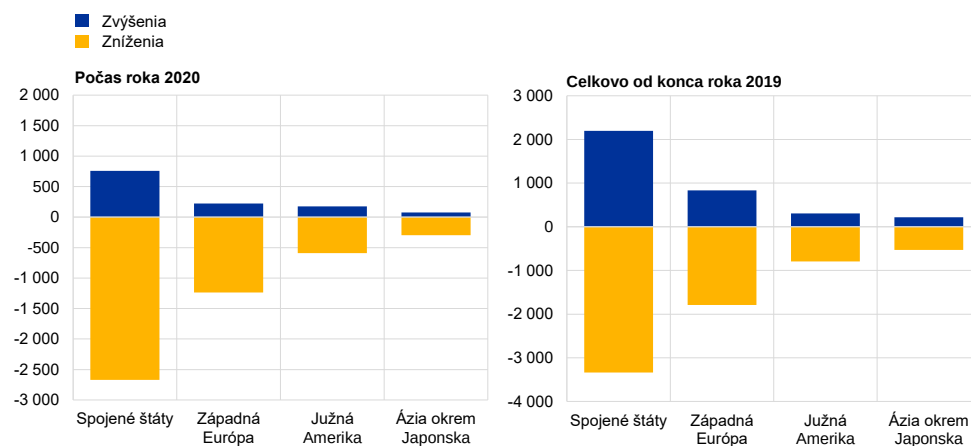
¹ Tatjana Schulze sa podieľala na príprave tohto boxu v rámci svojej stáže v Európskej centrálnej banke.

Graf A

Zmena kreditnej kvality podnikov počas pandémie

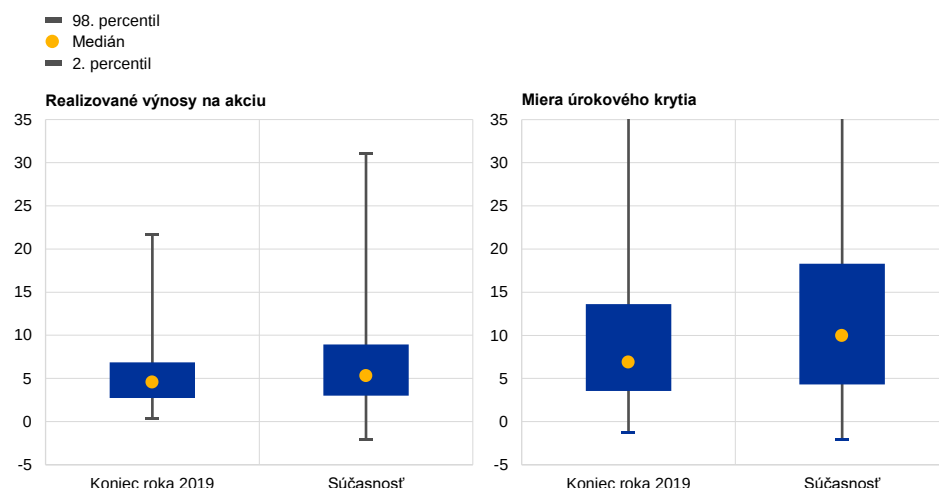
a) Zmena dlhodobých podnikových ratingov

(počet zvýšení a snížení ratingov)



b) Výnosy na jednu akciu a miera úrokového krytia podnikov zahrnutých do S&P 500

(výnosy na akciu v USD; miera úrokového krytia v %)



Zdroj: Bloomberg a výpočty ECB.

Poznámka: Časť a) zobrazuje počet nefinančných korporácií v rôznych regiónoch, ktorých úverové ratingy boli zvýšené a znížené i) v roku 2020 a ii) v období od konca roka 2019, pričom najnovšie údaje sú za prvý štvrtrok 2022. Časť b) zobrazuje realizované výnosy na jednu akciu a mieru úrokového krytia (pomer úrokových platieb k výnosom) podnikov zahrnutých do indexu S&P 500, pričom body predstavujú medián, stĺpce zobrazujú medzikvartilové rozpätie (25. až 75. percentil) a zvislé čiary, tzv. fúzy označujú 2. a 98. percentil. V pravom grafe v časti b) dosahujú 98. percentily dvoch distribúcií miery úrokového krytia (neznázornených v grafe) úroveň približne 130 % na konci roka 2019 a približne 390 % na konci sledovaného obdobia. Najnovšie údaje v časti b) sú k 14. januáru 2022 (výnosy na akciu; týždenné údaje) a za štvrtý štvrtrok 2021 (miera úrokového krytia; štvrtročné údaje).

Napriek pretrvávajúcim zraniteľnostiam sa ceny podnikových dlhopisov

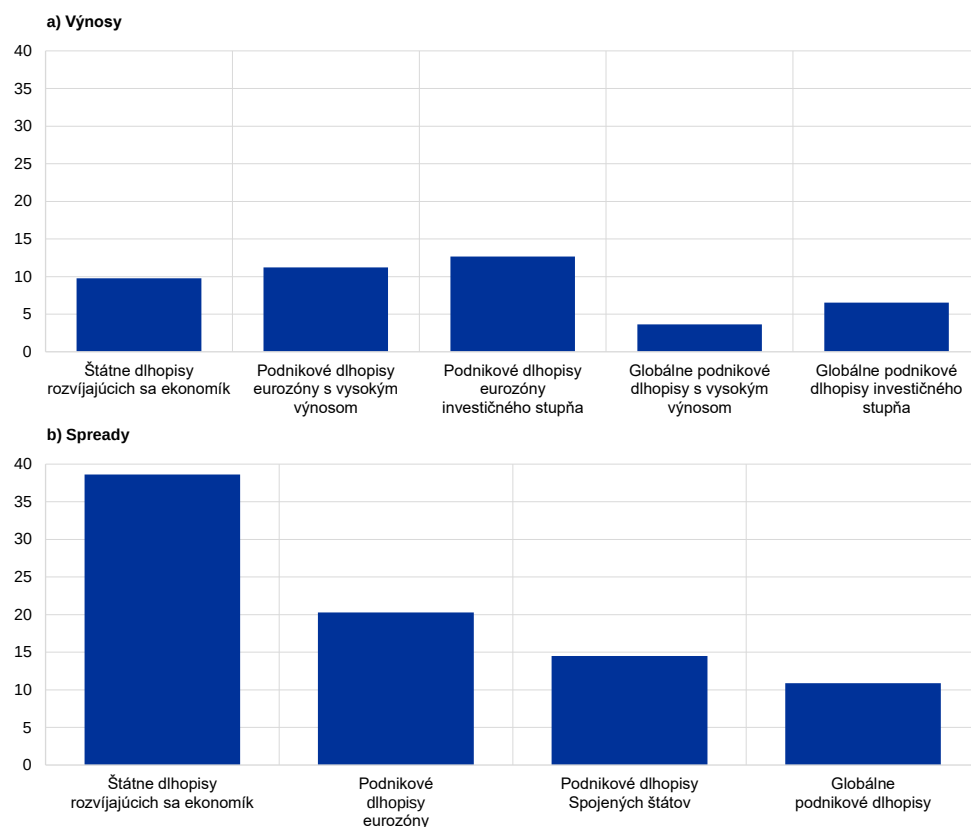
pohybujú v blízkosti historických maximálnych úrovní. Platí to najmä v prípade sektorov s nižším ratingom. Po prudkom raste v marci 2020 klesli výnosy amerických podnikových dlhopisov vo všetkých ratingových triedach na historické minimá. Nízke výnosy čiastočne odrážajú nízku úroveň úrokových sadzieb, keďže centrálné banky znížili kľúčové úrokové sadzby a využívali programy nákupu aktív s cieľom znížiť časové prémie štátnych dlhopisov. Ocenenia podnikových dlhopisov sú však veľmi vysoké aj v relatívnom vyjadrení, keďže zvyčajne sa merajú ako rozdiel medzi výnosmi vysokorizikových a nízkorizikových podnikových dlhopisov alebo ako rozdiel medzi výnosmi podnikových dlhopisov a bezrizikovými sadzbami. Podnikové

spready sa vrátili na predpandemickú úroveň a pohybujú sa v blízkosti historických minimálnych úrovní zaznamenaných pred vypuknutím globálnej finančnej krízy. V súvislosti s ďalším zužovaním spreadov pozorovaným v posledných mesiacoch vo väčšine tried aktív sa objavili obavy z možného nadhodnotenia v niektorých segmentoch trhu s podnikovými dlhopismi (graf B).²

Graf B

Ocenenia na globálnych trhoch s dlhopismi

(v % mesiacov od januára 1999, keď boli zaznamenané nižšie výnosy/spready)



Zdroj: Bloomberg, Refinitiv Datastream a výpočty ECB.

Poznámka: Ocenenia vychádzajú z indexov podnikových dlhopisov ICE BofA a z indexov JPM EMBI pre trhy so štátnymi dlhopismi rozvíjajúcich sa ekonomík denominovanými v amerických dolároch. Podnikové spready v grafe predstavujú rozdiel medzi podnikovými dlhopismi s vysokým výnosom a podnikovými dlhopismi investičného stupňa. Najnovšie údaje sú za január 2022.

Napriek nedávnemu nárastu podnikových spreadov na niektorých trhoch bol výrazný pokles zaznamenaný od vyvrcholenia krízy COVID-19 do značnej miery spojený so zvýšenou ochotou investorov podstupovať riziko.

Vychádzajúc z odbornej literatúry venovanej oceňovaniu podnikových dlhopisov, vývoj v oblasti globálneho oceňovania podnikových dlhopisov možno interpretovať pomocou modelu, ktorý zahŕňa kreditné riziko a faktory zachytávajúce širšie podmienky na trhu a likviditu trhu. Kreditné riziko sa meria pomocou ukazovateľa očakávanej miery zlyhania (expected default frequency – EDF) vytvoreného ratingovou agentúrou Moody's. Ukazovateľ vychádza z teórie oceňovania opcí a vyjadruje mieru pravdepodobnosti, že podnik v priebehu nasledujúcich

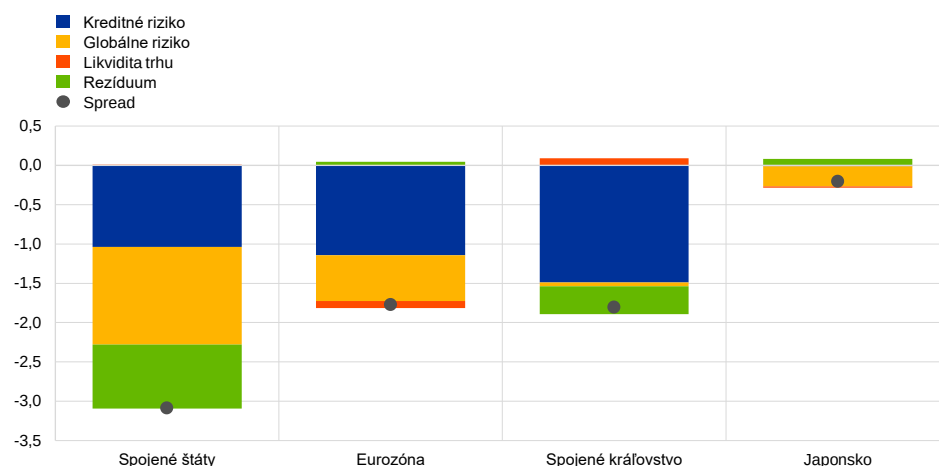
² Podrobné informácie o rizikách súvisiacich s oceňovaním na trhoch aktív sa nachádzajú v správe ECB o finančnej stabilite (*Financial Stability Review*, November 2021, [Chapter 2](#)).

12 mesiacov zlyhá (t. j. nezrealizuje plánované splátky istiny alebo úrokov).³ Odráža teda hodnotenie trhu, pokiaľ ide o kreditnú kvalitu podnikov. Na zachytávanie neistoty na trhu a averzie voči riziku model využíva index VIX, ktorý je vyjadrením očakávanej volatility na akciových trhoch odvodené z cien opcií (a ktorý sa na finančných trhoch bežne používa ako zástupný, tzv. proxy ukazovateľ neistoty a averzie voči riziku). Stav likvidity model zachytáva pomocou spreadu peňažného trhu, ktorý sa definuje ako rozdiel medzi trojmesačnou medzibankovou úrokovou sadzbou a výnosmi trojmesačných štátnych dlhopisov. Odhady odvodené z modelu naznačujú, že celkový pokles globálnych spreadov podnikových dlhopisov od vyvrcholenia pandémie – napriek nedávnemu nárastu v niektorých segmentoch – bol spôsobený zmiernením neistoty na trhu, ako aj relatívne priaznivým hodnotením rizika zlyhania podnikov zo strany trhu (graf C).⁴ Príspevky modelových rezíduí na niektorých trhoch poukazujú na možné nadhodnotené ocenenia a naznačujú, že investori sú mimoriadne ochotní podstupovať riziko.

Graf C

Faktory prispievajúce k oživeniu globálnych podnikových spreadov od marca 2020

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Bloomberg, Refinitiv Datastream a výpočty ECB.

Poznámka: Graf zobrazuje modelové odhady príspevkov kreditného rizika, neistoty na trhu a likvidity trhu ku zmenám spreadov podnikových dlhopisov s ratingom BBB zaznamenaným od marca 2020. Podnikové spready v tomto prípade vyjadrujú rozdiel medzi výnosmi podnikových dlhopisov a štátnych dlhopisov s rovnakou splatnosťou a v tej istej jurisdikcii. Podnikové spready sa na úrovni indexu jednotlivých krajín merajú pre dlhopisy s ratingom BBB so splatnosťou od troch do piatich rokov. Kreditné riziko vyjadruje hodnotenie trhu, pokiaľ ide o riziko zlyhania podnikov na základe ukazovateľa EDF vytvoreného spoločnosťou Moody's. V prípade globálneho rizika sa ako zástupný ukazovateľ (proxy) používa index VIX. Likvidita trhu je vyjadrená zástupným ukazovateľom spreadu peňažného trhu, t. j. rozdielu medzi trojmesačnou medzibankovou úrokovou sadzbou a výnosmi trojmesačných štátnych dlhopisov (napr. spread TED v prípade Spojených štátov). Model je odhadnutý na základe denných údajov za obdobie od júna 2006, pričom najnovšie údaje sú zo 17. februára 2022.

Uvedené výsledky sa dajú overiť ich porovnaním so zisteniami druhého modelu založeného na podrobnejších údajoch, ktorý potvrdzuje úlohu ochoty podstupovať riziko pri súčasnom oceňovaní a poukazuje na možné riziko preceňovania na trhu. Pri použití údajov na úrovni jednotlivých dlhopisov a podnikov v Spojených štátoch, jednom z najväčších podnikových trhov na svete,

³ Viac napríklad v Moody's Analytics: [EDF Overview](#), 2011.

⁴ Výsledky sú spoľahlivé aj v prípade použitia alternatívnych ukazovateľov vysvetľujúcich premenných. Širší pohľad na ocenenia v eurozóne sa nachádza napríklad v Altavilla, C., Lemke, W., Linzert, T., Tapking, J. a von Landesberger, J.: [Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014](#), *Occasional Paper Series*, No 278, ECB, September 2021.

odhady založené na modeloch skutočne poukazujú na kľúčovú úlohu ochoty investorov podstupovať riziko pri súčasnom oceňovaní podnikových dlhopisov nefinančných korporácií zahrnutých do indexu S&P 500. Model vychádza z predpokladu, že existuje lineárny vzťah medzi podnikovými spreadmi a rizikom zlyhania špecifickým pre konkrétny podnik a vektorom charakteristických vlastností jednotlivých dlhopisov.⁵ Kladnú hodnotu modelového rezídua dlhopisu, známu tiež ako „nadmerná prémia dlhopisu“, možno interpretovať ako kompenzáciu za vznik expozície voči dlhopisu, ktorá prevyšuje kompenzáciu zvyčajne vyžadovanú v prípade očakávaných zlyhaní. Od vyvrcholenia krízy COVID-19 nadmerná prémia dlhopisu klesala a dostala sa do záporného pásma, a to nad úroveň zaznamenanú pred rokom 2007 a na podobnú úroveň ako pred pandémiou. To naznačuje, že výrazná ochota investorov podstupovať riziko stlačila rizikové prémie mierne pod úroveň trhového oceňovania rizika zlyhania v minulosti (graf D).

Graf D

Nadmerné prémie dlhopisov nefinančných korporácií zahrnutých do S&P 500

(v bázičných bodoch)



Zdroj: Bloomberg, Moody's Analytics, Refinitiv Datastream a výpočty ECB.

Poznámka: Zložka nadmernej prémie dlhopisu v rámci podnikových spreadov očistených od opcií bola odhadnutá pre vzorku nefinančných korporácií zahrnutých do indexu S&P 500 a agregovaná na úrovni jednotlivých podnikov, podľa metódy používanej Gilchristom a Zakrajšekom. Graf zobrazuje nadmerné prémie dlhopisov podnikov vykazujúcich mediánovú ziskovosť, pokiaľ ide o realizované výnosy na akciu. Pri odhade sa zohľadňuje ukazovateľ očakávaného zlyhania špecifický pre konkrétny podnik (ako ho zachytáva ukazovateľ EDF vytvorený spoločnosťou Moody's) a vektor charakteristických vlastností konkrétneho dlhopisu (vrátane durácie, kupónu, veku a objemu, a umelej, tzv. dummy premennej pre zvolateľné dlhopisy), ako aj sektorové fixné efekty a dvojité štandardné chyby. Ukazovateľ podnikových spreadov očistených od opcií zohľadňuje prítomnosť vnorených opcií v podskupine vzorky dlhopisov. Najnovšie údaje sú zo 17. decembra 2021 (týždenné údaje).

Možné celotrhové šoky spôsobené rizikami by mohli podnikom výrazne zvýšiť náklady na financovanie a očakávanú pravdepodobnosť zlyhania, a to najmä v prípade podnikov s najslabšími súvahami. Preceňovanie aktív v reakcii na zmenu globálneho rizikového sentimentu by mohlo prehĺbiť zraniteľnosť podnikov, pokiaľ ide o financovanie, a zvýšiť pravdepodobnosť ich zlyhania. Najvýraznejšie by sa to mohlo dotknúť podnikov so slabými fundamentmi (napr. so slabými vyhládkami ziskovosti alebo s nízkou mierou úrokového krytia). Modelové odhady zamerané na reakciu na globálny šok spôsobený rizikom nám umožňujú odhadnúť možný vplyv

⁵ Tento prístup je v súlade s Gilchrist, S. a Zakrajšek, E.: [Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations](#), *American Economic Review*, Vol. 102, No 4, June 2012, pp. 1692-1720 a s Favara, G., Gilchrist, S., Lewis, K. a Zakrajšek, E.: [Updating the Recession Risk and the Excess Bond Premium](#), *FEDS Notes*, 2016.

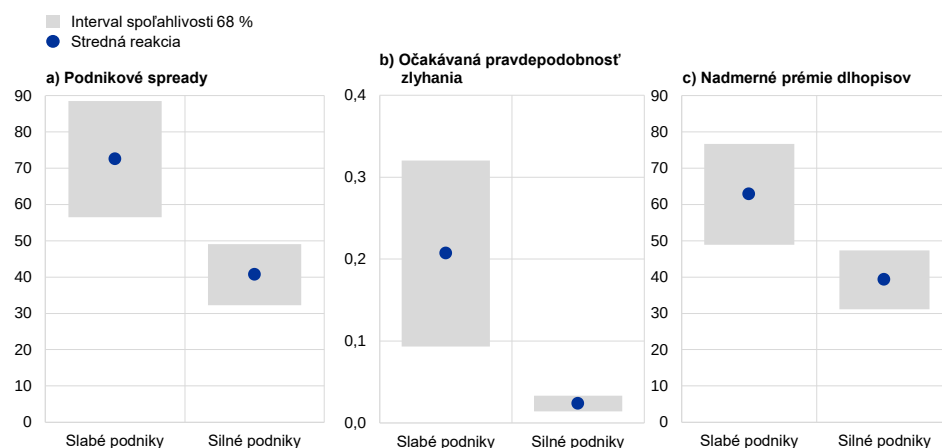
zhoršenia nálady investorov na podnikové spready a na pravdepodobnosť zlyhania.⁶ Výsledky ukazujú, že podnikové spready sú veľmi citlivé na globálne šoky spôsobené rizikami, predovšetkým pokiaľ ide o najslabšie podniky. Odhadovaná reakcia v podobe preceňovania tri týždne po šoku bola v prípade týchto podnikov na úrovni približne 70 bázických bodov, zatiaľ čo v prípade silnejších firiem predstavovala približne 40 bázických bodov (graf E, časť a). Zároveň sa zvyšuje aj očakávaná pravdepodobnosť zlyhania podniku v budúcom roku, a to o 0,2 percentuálneho bodu (graf E, časť b), čo je podstatné zvýšenie vzhľadom na skutočnosť, že očakávaná miera zlyhania mediánovej nefinančnej korporácie v Spojených štátoch spravidla nepresahuje 1 %. Citlivosť nákladov na financovanie možno v prevažnej miere pripísať zvýšeniu averzie investorov voči riziku, vyjadrenej zástupným ukazovateľom nadmernej prémie dlhopisu (graf B, časť c).

⁶ Tento šok sa odhaduje pomocou denného BVAR modelu opísaného v Brandt, L., Saint Guilhem, A., Schröder, M. a Van Robays, I.: [What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk](#), *Working Paper Series*, No 2560, ECB, 2021. Model využíva kombináciu znamienkových a naratívnych reštrikcií a reštrikcií relatívnej veľkosti. Vďaka tomuto prístupu globálny rizikový šok zachytáva dynamiku „úniku do bezpečia“, a to za predpokladu, že zvýšená globálna averzia voči riziku vedie k presunu od akcií k bezpečným dlhodobým americkým dlhopisom a zároveň vedie k posilneniu amerického dolára vzhľadom na jeho postavenie ako bezpečného útočiska. Okrem toho sa na deň krachu banky Lehman Brothers zavádza naratívna udalosť, čím sa globálny rizikový šok stal v ten deň najdôležitejším faktorom rastu cien akcií. Vplyv šoku je kalibrovaný ako pokles výnosov dlhodobých štátnych dlhopisov Spojených štátov o 10 bázických bodov v priebehu piatich dní. Za poskytnutie časového radu globálneho rizikového šoku použitého pri tomto projekte ďakujeme Ine Van Robaysovej.

Graf E

Vplyv celotrhových šokov spôsobených rizikami na podnikové spready, očakávanú pravdepodobnosť zlyhania a nadmerné prémie dlhopisov najsilnejších a najslabších podnikov

(podnikové spready a nadmerné prémie dlhopisov v základných bodoch; očakávaná pravdepodobnosť zlyhania v %)



Zdroj: Bloomberg, Moody's Analytics, Refinitiv Datastream a výpočty ECB.

Poznámka: Graf zobrazuje odhadovanú reakciu podnikových spreadov, očakávanej pravdepodobnosti zlyhania a nadmerných prémie dlhopisov tri týždne po globálnom šoku spôsobenom rizikom v prípade vzorky nefinančných korporácií zahrnutých do indexu S&P 500. Reakcie sa odhadujú metódou čiastkových projekcií. Slabé podniky predstavujú 20 % podnikov zo vzorky s najnižšou mierou úrokového krytia; silné podniky zahŕňajú 20 % podnikov zo vzorky s najvyššou mierou úrokového krytia. Šoky sa odhadujú pomocou denného BVAR modelu využívajúceho kombináciu znamienkových a naratívnych reštrikcií a reštrikcií relatívnej veľkosti, pričom sú kalibrované ako pokles výnosov dlhodobých štátnych dlhopisov Spojených štátov o 10 základných bodov v priebehu piatich dní. Odhady metódou čiastkových projekcií sú založené na týždenných údajoch, vzťahujú sa na obdobie od januára 2005 do mája 2021, kontrolujú index Citigroup Economic Surprise Index, sadzby dvojročných štátnych dlhopisov Spojených štátov a index VIX, ako aj umelé (dummy) premenné pre globálnu finančnú krízu a krízu COVID-19, a zohľadňujú fixné efekty podnikov. Štandardné chyby sú zoskupené podľa sektora a času. Očakávaná pravdepodobnosť zlyhania sa meria pomocou ukazovateľa EDF vytvoreného spoločnosťou Moody's, ktorý zachytáva mieru pravdepodobnosti zlyhania podniku (t. j. že nezrealizuje plánované splátky istiny alebo úrokov) v priebehu nasledujúceho roka. Zložka nadmernej prémie dlhopisu v rámci podnikových spreadov sa odhaduje pre vzorku dlhopisov podnikov zahrnutých do indexu S&P 500 a agreguje sa na úrovni jednotlivých podnikov, podľa metódy používanej Gilchristom a Zakrajšekom. Pri odhade sa zohľadňuje ukazovateľ očakávaného zlyhania špecifický pre konkrétny podnik (ako ho zachytáva ukazovateľ EDF vytvorený spoločnosťou Moody's) a vektor charakteristických vlastností konkrétneho dlhopisu (vrátane durácie, kupónu, veku a objemu, a umelej, tzv. dummy premennej pre zvolateľné dlhopisy), ako aj sektorové fixné efekty. Najnovšie údaje sú zo 17. decembra 2021 (týždenné údaje).

Celkovo tento box poukazuje na dôležitú úlohu ochoty podstupovať riziko pri oceňovaní podnikových dlhopisov, a to tak na medzinárodnej úrovni, ako aj v jednotlivých podnikoch na jednom z najväčších trhov s podnikovými dlhopismi. Z modelovej analýzy vyplýva, že hoci výrazný pokles spreadov podnikových dlhopisov v jednotlivých krajinách od vyvrcholenia pandémie COVID-19 do určitej miery odrážal hodnotenie trhu, pokiaľ ide o zlepšujúcu sa kreditnú kvalitu podnikov, vo veľkej miere bol tiež spôsobený nárastom ochoty investorov podstupovať riziko. Potvrdzuje to analýza ocenení jednotlivých dlhopisov na americkom podnikovom trhu. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, box naznačuje, že vzhľadom na relatívne zlý stav súvah niektorých podnikov a možné zmeny nálady investorov by celotrhové šoky spôsobené rizikami pravdepodobne mohli viesť k výraznému nárastu nákladov podnikov na financovanie a očakávanej pravdepodobnosti zlyhania, a to najmä v prípade najslabších podnikov.

Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 3. novembra 2021 do 8. februára 2022

Ross James Murphy a Nikolaus Solonar

V tomto boxe sa opisujú operácie menovej politiky ECB a vývoj likvidity počas siedmeho a ôsmeho obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv

v roku 2021. Tieto dve udržiavacie obdobia trvali spoločne od 3. novembra 2021 do 8. februára 2022 (sledované obdobie).

Priemerná nadbytočná likvidita v bankovom systéme eurozóny v sledovanom období vzrástla o 45,6 mld. € a dosiahla rekordnú úroveň 4 412,6 mld. €.

Dôvodom boli nákupy aktív realizované v rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív (pandemic emergency purchase programme – PEPP) a programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP). Vplyv týchto nákupov aktív na nadbytočnú likviditu bol čiastočne kompenzovaný výrazným nárastom čistých autonómnych faktorov. Program TLTRO III po prvýkrát viedol k čistému poklesu likvidity.

Potreba likvidity

Priemerná denná potreba likvidity bankového systému, definovaná ako súčet čistých autonómnych faktorov a požiadaviek na povinné minimálne rezervy, sa zvýšila o 205,4 mld. € a v sledovanom období dosiahla v priemere 2 495,7 mld. €.

Nárast v porovnaní s predchádzajúcimi dvomi udržiavacími obdobiami bol takmer úplne spôsobený nárastom čistých autonómnych faktorov o 202,5 mld. € na 2 340,8 mld. € (časť tabuľky A s názvom Ostatné informácie o likvidite). Požiadavky na povinné minimálne rezervy sa pritom zvýšili len okrajovo, o 2,9 mld. € na 154,8 mld. €.

Autonómne faktory absorbujúce likviditu sa v sledovanom období zvýšili o 55,3 mld. € na 3 172,0 mld. €, najmä v dôsledku nárastu ostatných autonómnych faktorov a bankoviek v obehu.

Ostatné autonómne faktory (tabuľka A) v sledovanom období stúpili o 76,4 mld. € na 1 035,8 mld. €. Hodnota bankoviek v obehu sa zároveň zvýšila o 27,3 mld. € na 1 531,0 mld. €. Vládne vklady zostávajú na vysokej úrovni napriek tomu, že sa znížili o 48,3 mld. € na 605,2 mld. €, je to však výrazne pod rekordne vysokou hodnotou 729,8 mld. € dosiahnutou počas sledovaného obdobia, ktoré zahŕňa piate a šieste udržiavacie obdobie roka 2020.

Autonómne faktory poskytujúce likviditu sa znížili o 147,2 mld. € na 831,4 mld. €.

Tento pokles bol čistým výsledkom zníženia čistých aktív denominovaných v eurách o 174,7 mld. € a zvýšenia čistých zahraničných aktív o 27,5 mld. €. Pokles čistých aktív denominovaných v eurách bol do značnej miery spôsobený zvýšením súvahovej položky Eurosystému L.6 (záväzky voči nerezidentom eurozóny v eurách) v dôsledku zvýšenia vkladov v službe

Eurosystému v oblasti správy rezerv a operácií požičiavania cenných papierov za hotovostný kolaterál s protistranami mimo eurozóny na konci roka. Súvahová položka L.6 dosiahla k 31. decembru 2021 hodnotu 710 mld. €, čo je doteraz najvyššia zaznamenaná úroveň, keďže umiestnenie likvidity v eurách na trhu bolo na konci roka veľmi nákladné.

V tabuľke A je uvedený prehľad vyššie spomínaných autonómnych faktorov¹ a ich zmien.

Tabuľka A

Stav likvidity v Eurosystéme

Pasíva

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie 3. novembra 2021 – 8. februára 2022						Predchádzajúce sledované obdobie 28. júla 2021 – 2. novembra 2021
	Siedme a ôsme udržiavacie obdobie		Siedme udržiavacie obdobie 3. novembra – 21. decembra		Ôsme udržiavacie obdobie 22. decembra – 8. februára		Piate a šieste udržiavacie obdobie
Autonómne faktory likvidity	3 172,0	(+55,3)	3 146,4	(-0,6)	3 197,5	(+51,1)	3 116,6 (+120,3)
Bankovky v obeh	1 531,0	(+27,3)	1 521,4	(+14,0)	1 540,6	(+19,2)	1 503,7 (+28,7)
Vládne vklady	605,2	(-48,3)	628,3	(-43,0)	582,0	(-46,3)	653,5 (+36,6)
Ostatné autonómne faktory (čisté) ¹	1 035,8	(+76,4)	996,7	(+28,4)	1 074,9	(+78,2)	959,4 (+55,1)
Bežné účty presahujúce povinné minimálne rezervy	3 673,0	(+58,5)	3 689,1	(+35,4)	3 656,9	(-32,2)	3 614,5 (+143,3)
z toho oslobodené nadbytočné rezervy v rámci dvojstupňového systému	919,6	(+15,3)	919,6	(+10,4)	919,6	(+0,0)	904,2 (+17,1)
z toho neoslobodené nadbytočné rezervy v rámci dvojstupňového systému	2 769,5	(+60,0)	2 769,5	(+25,8)	2 769,5	(+0,0)	2 709,5 (+123,2)
Povinné minimálne rezervy²	154,8	(+2,9)	154,2	(+1,4)	155,4	(+1,2)	151,9 (+3,0)
Limit na oslobodenie³	928,9	(+17,7)	925,4	(+8,5)	932,5	(+7,0)	911,3 (+18,1)
Jednodňové sterilizačné operácie	739,6	(-12,9)	745,0	(+6,5)	734,2	(-10,8)	752,6 (+32,2)
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 na [internetovej stránke ECB](#).

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

Aktíva

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie 3. novembra 2021 – 8. februára 2022						Predchádzajúce sledované obdobie 28. júla 2021 – 2. novembra 2021	
	Siedme a ôsme udržiavacie obdobie		Siedme udržiavacie obdobie 3. novembra – 21. decembra		Ôsme udržiavacie obdobie 22. decembra – 8. februára		Piate a šieste udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory likvidity	831,4	(-147,2)	870,5	(-99,5)	792,3	(-78,3)	978,6	(-47,5)
Čisté zahraničné aktíva	858,4	(+27,5)	839,2	(+4,1)	877,7	(+38,5)	830,9	(+15,6)
Čisté aktíva v eurách	-27,0	(-174,7)	31,4	(-103,6)	-85,4	(-116,7)	147,7	(-63,1)
Nástroje menovej politiky	6 908,3	(+251,0)	6 864,5	(+142,2)	6 952,0	(+87,5)	6 657,3	(+346,3)
Operácie na voľnom trhu	6 908,3	(+251,0)	6 864,5	(+142,2)	6 952,0	(+87,5)	6 657,3	(+346,3)
Úverové operácie	2 205,4	(-6,3)	2 208,9	(-1,1)	2 201,8	(-7,1)	2 211,7	(+63,5)
Hlavné refinančné operácie	0,2	(+0,1)	0,2	(+0,0)	0,3	(+0,2)	0,2	(+0,0)
3-mesačné dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO)	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,1)
Operácie TLTRO II	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Operácie TLTRO III	2 202,2	(+7,2)	2 206,3	(+5,2)	2 198,1	(-8,2)	2 195,0	(+74,3)
Núdzové pandemické dlhodobejšie refinančné operácie (PELTRO)	2,9	(-13,5)	2,4	(-6,2)	3,4	(+1,0)	16,4	(-10,8)
Portfóliá priamych nákupov	4 702,9	(+257,3)	4 655,6	(+143,3)	4 750,2	(+94,5)	4 445,6	(+282,8)
Prvý program nákupu krytých dlhopisov	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,1)	0,4	(-0,0)
Druhý program nákupu krytých dlhopisov	2,1	(-0,3)	2,4	(+0,0)	1,8	(-0,6)	2,4	(-0,0)
Tretí program nákupu krytých dlhopisov	297,7	(+1,8)	298,1	(+0,9)	297,3	(-0,7)	295,9	(+4,4)
Program pre trhy s cennými papiermi	6,5	(-3,0)	6,5	(+0,0)	6,5	(+0,0)	9,5	(-7,7)
Program nákupu cenných papierov krytých aktívami	28,3	(+1,3)	28,7	(+2,1)	28,0	(-0,7)	27,0	(-1,4)
Program nákupu aktív verejného sektora	2 487,7	(+39,8)	2 479,3	(+23,0)	2 496,2	(+16,9)	2 448,0	(+36,0)
Program nákupu aktív podnikového sektora	310,2	(+15,4)	307,1	(+8,2)	313,2	(+6,1)	294,8	(+15,4)
Núdzový pandemický program nákupu aktív	1 570,0	(+202,4)	1 533,2	(+109,0)	1 606,8	(+73,7)	1 367,5	(+236,1)
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 3. novembra 2021 – 8. februára 2022						Predchádzajúce sledované obdobie 28. júla 2021 – 2. novembra 2021
	Siedme a ôsme udržiavacie obdobie		Siedme udržiavacie obdobie 3. novembra – 21. decembra		Ôsme udržiavacie obdobie 22. decembra – 8. februára		Piate a šieste udržiavacie obdobie
Celková spotreba likvidity ¹	2 495,7	(+205,4)	2 430,5	(+100,3)	2 560,9	(+130,4)	2 290,2 (+170,8)
Čisté autonómne faktory ²	2 340,8	(+202,5)	2 276,2	(+98,9)	2 405,5	(+129,2)	2 138,4 (+167,8)
Nadbytočná likvidita ³	4 412,6	(+45,6)	4 434,1	(+42,0)	4 391,1	(-43,0)	4 367,0 (+175,5)

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 autonómnymi faktormi likvidity na strane pasív a autonómnymi 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 sadziieb

(priemerné hodnoty; v %)

	Aktuálne sledované obdobie 3. novembra 2021 – 8. februára 2022						Predchádzajúce sledované obdobie 28. júla 2021 – 2. novembra 2021
	Siedme a ôsme udržiavacie obdobie		Siedme udržiavacie obdobie 3. novembra – 21. decembra		Ôsme udržiavacie obdobie 22. decembra – 8. februára		Piate a šieste 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)
€STR	-0,576	(-0,006)	-0,574	(-0,004)	-0,578	(-0,004)	-0,570 (-0,005)
RepoFunds Rate Euro Index	-0,746	(-0,156)	-0,615	(-0,018)	-0,878	(-0,263)	-0,590 (+0,003)

Zdroj: ECB, RepoFunds Rate (CME Group).

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

Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

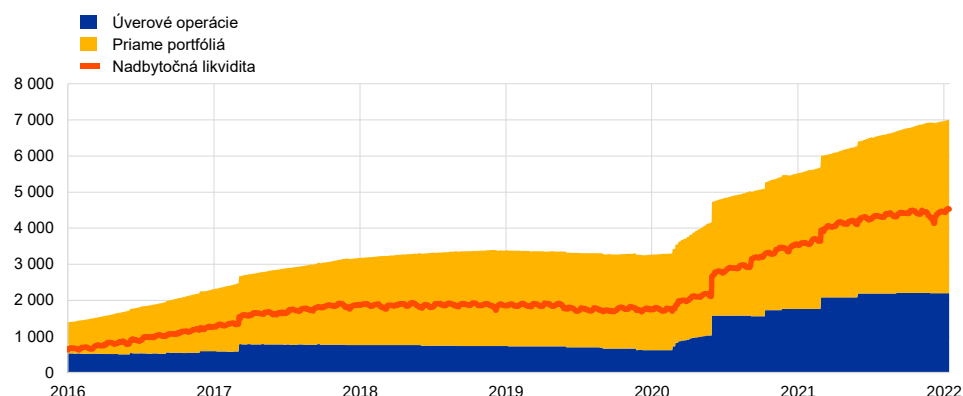
Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom nástrojov menovej politiky sa v sledovanom období zvýšil o 251,0 mld. € na 6 908,3 mld. € (graf A).

Tento nárast bol výsledkom čistých nákupov v rámci programov nákupu aktív, predovšetkým PEPP, kým splatné úverové operácie a splátky TLTRO likviditu znížovali.

Graf A

Vývoj likvidity poskytovanej prostredníctvom operácií na voľnom trhu a nadbytočnej likvidity

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 8. februára 2022.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom úverových operácií sa

v sledovanom období znížil o 6,3 mld. €. Najväčšiu časť tohto poklesu spôsobila splatnosť núdzových pandemických dlhodobějších refinančných operácií (PELTRO) v predchádzajúcom sledovanom období, ktorých efekt sa naplno prejavil až v tomto období. V rámci PELTRO bolo v poslednej operácii v decembri 2021 pridelených iba 1,1 mld. €. Nové pridelenia PELTRO a splatné tendre celkovo viedli k priemernej čistej absorpcii likvidity vo výške 13,5 mld. € v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím. Vyrovnanie 51,97 mld. € v desiatej operácii TLTRO III 22. decembra bolo kompenzované dobrovoľným splatením predchádzajúcich operácií TLTRO III vo výške 60,2 mld. € k rovnakému dátumu, takže operácie TLTRO III v čistom vyjadrení po prvýkrát od svojho spustenia viedli k zníženiu likvidity. Hlavné refinančné operácie (MRO) a trojmesačné dlhodobější 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 zvýšili

o 257,3 mld. € na 4 702,9 mld. €. Priemerné podiely na PEPP dosiahli 1 570,0 mld. €, čo v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím predstavuje nárast o 202,4 mld. €. Nákupy v rámci programu PEPP zaznamenali najväčší nárast spomedzi programov nákupu aktív ECB. Po nich nasledovali nákupy v rámci programu nákupu aktív verejného sektora (public sector purchase programme – PSPP) a programu nákupu aktív podnikového sektora (corporate sector purchase programme – CSPP), ktoré sa v priemere zvýšili pri PSPP o 39,8 mld. € na 2 487,7 mld. € a pri CSPP o 15,4 mld. € na 310,2 mld. €. V dôsledku splatnosti cenných papierov držaných v neaktívnych programoch sa objem priamych portfólií znížil o 3,4 mld. €.

Nadbytočná likvidita

Priemerná nadbytočná likvidita sa zvýšila o 45,6 mld. € na nové rekordné maximum 4 412,6 mld. € (graf A). Nadbytočná likvidita je súčet bankových rezerv presahujúcich požiadavky na povinné minimálne rezervy a objemu jednodňových sterilizačných operácií mínus objem dostupných jednodňových refinančných operácií. Odzrkadľuje rozdiel medzi celkovou likviditou poskytovanou bankovému systému a potrebami likvidity bánk. Objem prostriedkov na bežných účtoch bánk, ktorý presiahol povinné minimálne rezervy, vzrástol o 58,5 mld. € na 3 673,0 mld. €, kým priemerný objem jednodňových sterilizačných obchodov sa znížil o 12,9 mld. € na 739,6 mld. €.

Nadbytočné rezervy oslobodené od zápornej sadzby jednodňových sterilizačných obchodov v rámci dvojstupňového systému² vzrástli o 15,3 mld. € na 919,6 mld. €. Neoslobodená nadbytočná likvidita, ktorá zahŕňa jednodňové sterilizačné operácie, sa zvýšila o 47,1 mld. € a dosiahla 3 509,2 mld. €. Agregovaná miera využitia maximálneho limitu na oslobodenie, t. j. pomer oslobodených rezerv k maximálnej oslobodenej sume,³ ktorá sa od tretieho udržiavacieho obdobia roka 2020 držala nad 98 %, sa mierne znížila z 99,2 % na 99,0 %. Podiel oslobodených nadbytočných rezerv na celkovej nadbytočnej likvidite predstavoval 20,8 % v porovnaní s 20,7 % v predchádzajúcom sledovanom období.

Vývoj úrokových sadzieb

Priemerná sadzba €STR zostala v sledovanom období takmer nezmenená na úrovni -57,6 bázičného bodu. V dôsledku vysokej úrovne nadbytočnej likvidity je €STR naďalej pomerne málo pružná, a to aj v reakcii na výrazné výkyvy likvidity. Sadzba EONIA zanikla 3. januára 2022, a preto sa už nevykazuje. Úrokové sadzby ECB – sadzby jednodňových sterilizačných operácií, HRO a jednodňových refinančných obchodov – zostali počas sledovaného obdobia nezmenené.

Priemerná repo sadzba v eurozóne, meraná indexom RepoFunds Rate Euro Index, sa počas sledovaného obdobia znížila o 15,6 bázičného bodu na -0,746 %. Tento pokles bol nezvyčajne veľký a celoplošný a ovplyvnil nielen repo sadzby pre transakcie s nemeckými a francúzskymi štátnymi dlhopismi ako kolaterálom, ale aj s talianskymi a španielskymi štátnymi dlhopismi ako kolaterálom. Tento pokles možno pripísať koncoročnému trendom, ktoré boli zvlášť výrazné. Dňa 31. decembra 2021, po stabilnom klesajúcom trende v skoršej časti sledovaného obdobia, vykázali repo sadzby veľmi prudký pokles, keď RepoFunds Rate Euro Index klesol na vôbec najnižšiu zaznamenanú úroveň -4,498 %. V januári 2022 sa táto sadzba rýchlo normalizovala a vrátila sa do blízkosti priemeru siedmeho udržiavacieho obdobia.

² Viac informácií o dvojstupňovom systéme úročenia držby nadbytočných rezerv je na [internetovej stránke ECB](#).

³ Maximálna oslobodená suma sa počíta ako súčet minimálnych rezerv a limitu na oslobodenie, ktorý sa rovná šesťnásobku sumy minimálnych rezerv.

Gabe de Bondt

V tomto boxe sa skúma vývoj miery úspor nefinančných korporácií počas pandémie v eurozóne a v najväčších krajinách eurozóny. Zameriava sa na podnikové úspory ako súčasť integrovaných účtov eurozóny, pričom rozlišuje medzi úsporami vrátane „spotreby fixného kapitálu“, tiež známej ako náklady na odpisy, a čistými úsporami, ktoré sa často označujú ako nerozdelený zisk. Podnikové úspory sú súčasťou podnikateľských príjmov, ktoré sa nerozdeľujú vo forme dividend akcionárom. Podniky vo všeobecnosti akumulujú úspory, pretože im pomáhajú chrániť sa v prípade finančnej krízy, môžu ich použiť na úhradu prevádzkových aj kapitálových výdavkov, pomáhajú im pri získavaní prístupu k externému financovaniu, znižujú finančné napätie a zvyšujú mieru ich finančnej slobody. Úspory sú dôležitým interným zdrojom pri financovaní investícií. Podľa teórie hierarchického poriadku podniky využívajú zdroje financovania v určitom poradí. Na prvom mieste je financovanie z interných zdrojov, potom nasleduje dlh a až nakoniec siahajú po emisii akcií.¹ Vysoká miera úspor môže okrem toho podnikom uľahčiť požičiavanie si finančných prostriedkov, keďže naznačuje, že podnik zodpovedne pristupuje k riadeniu svojej súvahy a má priaznivé podnikateľské vyhliadky. Dlhodobá vysoká miera úspor však môže tiež naznačovať nedostatok produktívnych investičných príležitostí alebo neochotu podstupovať podnikateľské riziko.²

Miera podnikových úspor dosiahla v posledných štvrtrokoch rekordné hodnoty. Po dosiahnutí rekordných maximálnych úrovní v roku 2017 začala miera úspor nefinančných korporácií v eurozóne klesať, hoci zotrávala nad historickými priemermi. Miera hrubých úspor nefinančných korporácií eurozóny klesla aj na začiatku krízy COVID-19, a to najmä z dôvodu klesajúcich príjmov. Pokles úspor bol ešte výraznejší v čistom vyjadrení, teda bez započítania spotreby fixného kapitálu (graf A, časť a). Hlavným zdrojom úspor boli podnikateľské príjmy, ktoré sa v druhom štvrtroku 2020 prudko znížili. Približne od polovice roka 2020 úspory opäť výrazne rástli – tiež najmä v dôsledku vývoja v oblasti podnikateľských príjmov – pričom dosiahnutá miera úspor výrazne prevyšovala priemerné hodnoty zaznamenané od roku 1999. K uvedenému oživeniu významne prispeli menovopolitické opatrenia

¹ Empirické dôkazy o tom, že dostupnosť interných zdrojov financovania zohráva významnú úlohu, pokiaľ ide o agregátne podnikateľské investície v eurozóne a v Spojených štátoch, sa nachádzajú v de Bondt, G. a Diron, M.: Investment, financing constraints and profit expectations: new macro evidence, *Applied Economics Letters*, Vol. 15(8), 2008, p. 577-581. Panelové dôkazy zo 47 krajín o tom, že vyššie podnikové úspory výrazne súvisia s vyššími podnikovými investíciami, sa nachádzajú v Bebczuk, R. a Cavallo, E.: Is business saving really none of our business?, *Applied Economics*, Vol. 48(24), 2016, p. 2266-2284. V tejto štúdii sa konštatuje, že podnikové úspory a externé financovanie predstavujú navzájom sa dopĺňajúce zdroje financovania investícií.

² V Japonsku boli napríklad nadmerné podnikové úspory dávane do súvisu s nedostatkom možností rastu a s nedostatočným podnikovým riadením. Viac napríklad v Tong, J. a Bremer, M.: Stock repurchases in Japan: A solution to excessive corporate saving?, *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 41(C), 2016, pp. 41-56; v Aoyagi, C. a Ganelli, G.: Unstash the Cash! Corporate Governance Reform in Japan, *Journal of Banking and Financial Economics*, Vol. 1(7), University of Warsaw, Faculty of Management, 2017, pp. 51-69; v Sun, Z. a Wang, Y.: Corporate precautionary savings: Evidence from the recent financial crisis, *Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 56(C), 2015, pp. 175-186; a v Dudley, E. a Zhang, N.: Trust and corporate cash holdings, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 41(C), 2016, pp. 363-387.

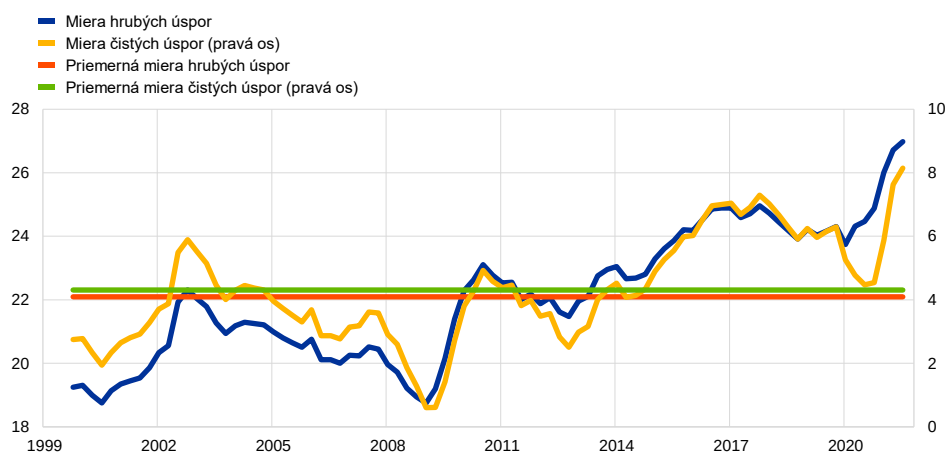
a úsilie podnikov zlepšiť svoju likviditu.³ Tento vývoj bol zaznamenaný vo všetkých krajinách. Miera hrubých úspor nefinančných korporácií v posledných štvrtrokoch dosiahla alebo takmer dosiahla rekordnú úroveň v troch zo štyroch najväčších krajín eurozóny, t. j. s výnimkou Španielska. Rozdiely medzi jednotlivými krajinami zaznamenané od začiatku pandémie čiastočne odrážajú rôzne podporné politické opatrenia.⁴ Z dlhodobejšieho hľadiska však bola miera úspor nefinančných korporácií v Španielsku od svetovej finančnej krízy v porovnaní s inými krajinami vysoká, čo bolo odrazom výrazného a dlhodobého procesu znižovania pákového efektu zo strany podnikov.

Graf A

Miera úspor nefinančných korporácií v eurozóne a v najväčších krajinách eurozóny

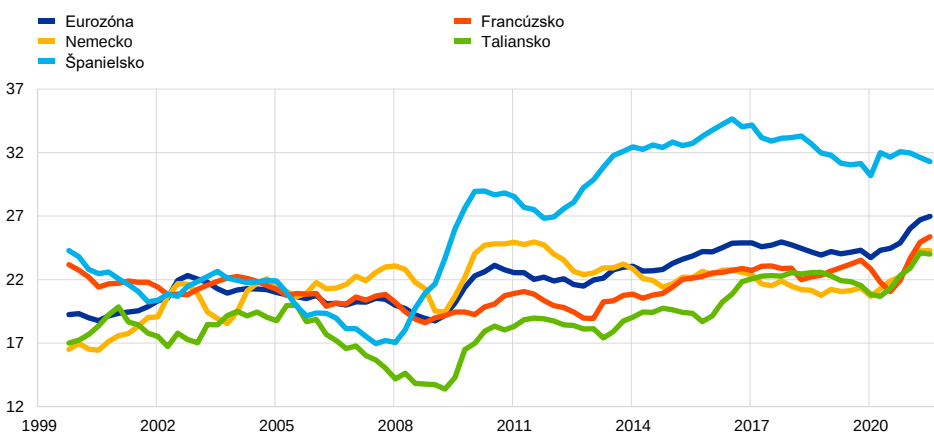
a) Eurozóna

(úspory v % pridanej hodnoty, štvrtročné sumy)



b) Miera hrubých úspor

(úspory v % pridanej hodnoty, štvrtročné sumy)



Zdroj: Eurostat, ECB a výpočty autorov.

Poznámka: Rozdiel medzi hrubými a čistými úsporami je spotreba fixného kapitálu.

³ Podrobnejšie informácie sa nachádzajú v boxe s názvom [Zdravie nefinančných korporácií počas pandémie](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2021 a v článku s názvom *Assessing corporate vulnerabilities in the euro area* v anglickom vydaní tohto čísla Ekonomického bulletinu.

⁴ Informácie o rozdieloch medzi jednotlivými krajinami, pokiaľ ide o využívanie verejných záruk za úvery, sa nachádzajú v boxe s názvom [Verejné záruky za úvery a poskytovanie bankových úverov v období pandémie COVID-19](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2020.

V posledných štvrtrokoch sa výrazne zvýšili aj ukazovatele úspor v porovnaní s investíciami v sektore nefinančných korporácií. Ak podniky ušetria viac ako

investujú, stávajú sa čistými veriteľmi. Čisté poskytovanie úverov (úspory prevyšujúce investície) nefinančných korporácií v eurozóne a pomer úspor nefinančných korporácií k investíciám dosiahli v posledných štvrtrokoch nové maximá (graf B, časť a). V treťom štvrtroku 2021 dosiahlo čisté poskytovanie úverov úroveň 318 mld. €. Zatiaľ nie je jasné, nakoľko trvalý bude rast čistého poskytovania úverov. Závisí to od rôznych faktorov, okrem iného od dlhodobej dôvery podnikov v ich schopnosť zabezpečiť si externé financovanie.⁵ K oživeniu čistého poskytovania úverov dochádzalo vo všetkých najväčších krajinách eurozóny, pričom všetky krajiny zaznamenali kladnú hodnotu – približne 0,5 % HDP vo Francúzsku a približne 3 % HDP v ostatných veľkých krajinách eurozóny (graf B, časť b). Za zmienku stojí, že od roku 1999 sa priemerné čisté poskytovanie úverov nefinančných korporácií v eurozóne pohybovalo okolo nuly. Na druhej strane úspory nefinančných korporácií predstavovali v tom istom období takmer 100 % podnikateľských investícií, čo zdôrazňuje význam úspor ako interného zdroja financovania investícií.

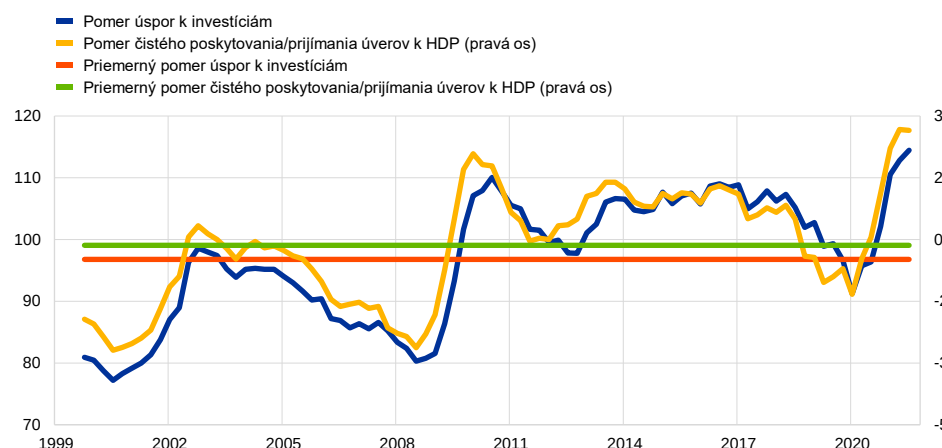
⁵ Nakajima, K. a Sasaki, T.: Bank dependence and corporate propensity to save, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 36, February 2016, pp. 150-165.

Graf B

Pomer úspor nefinančných korporácií k investíciám a pomer čistého poskytovania úverov k HDP v eurozóne a v najväčších krajinách eurozóny

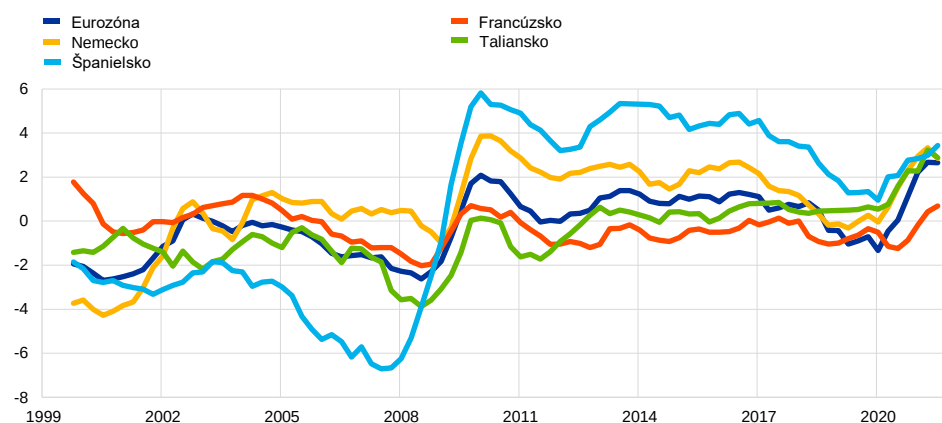
a) Eurozóna

(štvrtročné sumy v %)



b) Pomer čistého poskytovania/prijímania úverov k HDP

(štvrtročné sumy v %)



Zdroj: Eurostat, ECB a výpočty autorov.

Poznámka: Pomer úspor k investíciám vyjadruje podiel hrubých úspor a tvorby hrubého fixného kapitálu. Záporné čisté poskytovanie úverov sa označuje ako „čisté prijímanie úverov“.

Zdá sa, že na agregovanej úrovni eurozóny v súčasnosti nie je núdza o interné prostriedky na financovanie podnikových investícií.

V posledných štvrtrokoch podniky v eurozóne alokovali pomerne veľkú časť svojich finančných aktív do likvidných aktív (graf C, časť a). V treťom štvrtroku 2021 boli navyše agregátne pomery dlhu k aktívam a čistého dlhu k hrubému prevádzkovému zisku nefinančných korporácií v eurozóne nižšie ako v poslednom štvrtroku 2019, teda pred pandémiou (graf C, časť b). Druhý uvedený pomer aproximuje pomer čistého dlhu k zisku pred úrokmi, zdanením, odpismi a amortizáciou (EBITDA), ktorý úverové agentúry bežne používajú na určenie pravdepodobnosti nesplácania dlhu zo strany podnikov. Tento pomer naznačuje, ako dlho by podnik musel podnikat' na súčasnej úrovni, aby dokázal splatiť svoj dlh. Za daných okolností by vysoká dostupnosť úspor, a tým aj interných zdrojov financovania pre nefinančné korporácie na agregovanej úrovni eurozóny, v spojení s naďalej priaznivými podmienkami v oblasti externého

financovania mala v nadchádzajúcom období prispieť k posilňovaniu podnikových investícií.⁶ Na druhej strane súčasná vysoká miera neistoty a postupné ukončovanie podporných fiškálnych opatrení môžu naznačovať, že podniky si udržiavajú vyššie podnikové úspory z preventívnych dôvodov.⁷

Graf C

Pomer likvidných aktív a pomer dlhu nefinančných korporácií v eurozóne

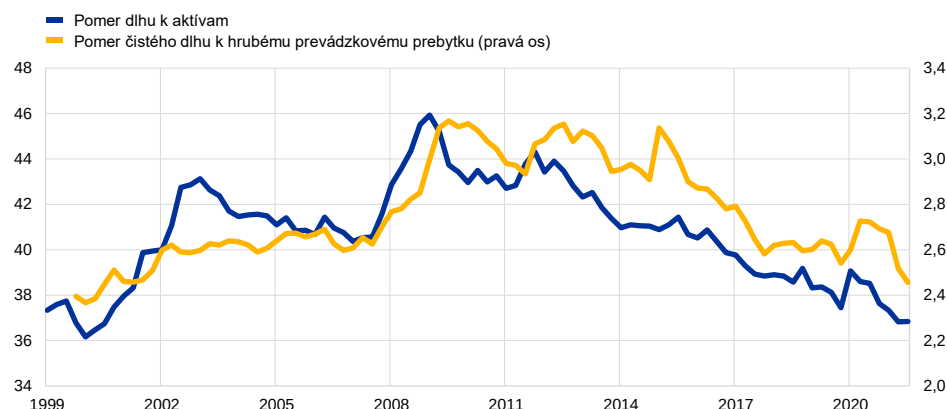
a) Pomer likvidných aktív

(v %)



b) Pomer dlhu

(v %)



Zdroj: Eurostat, ECB a výpočty autorov.

Poznámka: Pomer likvidných aktív vyjadruje percentuálny podiel hotovosti a vkladov na celkových finančných aktívach. Pomer dlhu k aktívam predstavuje nekonsolidovaný dlh ako percentuálny podiel na celkových finančných a nefinančných aktívach. Čistý dlh označuje konsolidované úvery plus dlhové cenné papiere plus poisťné a dôchodkové systémy mínus likvidné aktíva. Hrubý prevádzkový prebytok je vyjadrený ako štvrtročné sumy.

⁶ Viac disagregovaných informácií o vplyvoch podľa sektora a veľkosti sa nachádza v článku s názvom *Assessing corporate vulnerabilities in the euro area* v anglickom vydaní tohto čísla Ekonomického bulletinu.

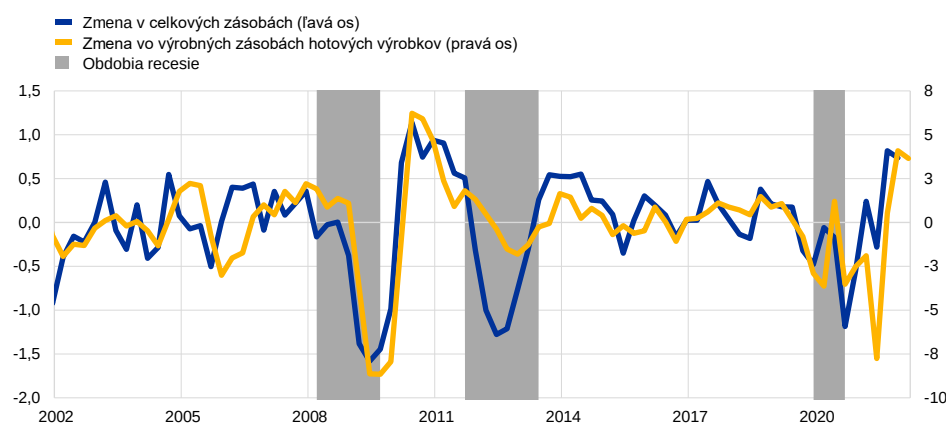
⁷ Demary, M., Hasenclever, S. a Hüther, M.: Why the COVID-19 Pandemic Could Increase the Corporate Saving Trend in the Long Run, *Intereconomics – Review of European Economic Policy*, Vol. 56, No 1, 2021, pp. 40-44; a Riddick, L.A. a Whited, T.M.: The Corporate Propensity to Save, *The Journal of Finance*, Vol. 64, No 4, 2009, pp. 1729-1766. V druhej štúdii sa uvádza, že podniky držia vyššie preventívne hotovostné zostatky, ak je externé financovanie nákladné, ak je neistota v súvislosti s príjmami vysoká a/alebo ak sú investície rozsiahle a vyžadujú nákladné financovanie. Podniky tiež pravdepodobne akumulujú viac likvidných aktív, keď je produktivita kapitálu nízka.

Malin Andersson a Gwenaél Le Breton

Cyklus zásob je vo všeobecnosti procyklický, pričom zmeny zásob sú notoricky volatilnou výdavkovou zložkou HDP. V tomto boxe sa skúma vplyv zásob a faktorov, ktoré ich ovplyvňujú, na aktivitu v eurozóne v súčasnom hospodárskom oživení. Cyklus zásob s aktivitou koreluje silne a pozitívne. Za posledné dve desaťročia prispel k medzročným mieram rastu HDP eurozóny v rozsahu od +1,0 percentuálneho bodu do –1,5 percentuálneho bodu, pričom obzvlášť veľké výkyvy boli zaznamenané v obdobiach krízy (graf A). Ekonomická interpretácia dynamiky zásob je náročná z dvoch hlavných dôvodov. Po prvé, príspevky zásob k rastu HDP odrážajú zmeny v rýchlosti tvorby zásob, t. j. či dochádza k zrýchleniu alebo spomaleniu.¹ Zásoby preto môžu mať kladný príspevok k rastu, ak sa tempo vyskladňovania (t. j. znižovania zásob) iba spomalí; nevyžaduje si to skutočnú tvorbu zásob. Po druhé, tvorba zásob nezachytáva len vývoj v niekoľkých kategóriách zásob, ktoré sa môžu v agregovanom vyjadrení vzájomne kompenzovať, ale zahŕňa aj nezrovnalosti (tzv. zostatkovú zložku) a čistý nákup cenností. Dynamika týchto dvoch prvkov často nesúvisí s hospodárskym cyklom.²

Graf A**Zmeny stavu zásob**

(Príspevky v p. b. k medzročnému rastu HDP – ľavá os; difúznny index, rozdiely za štyri štvrťroky – pravá os)



Zdroj: Eurostat a Markit.

Poznámka: Údaje Markit zahŕňajú štvrťročné priemery mesačných údajov. Agregované zásoby vychádzajú z údajov národných účtov. Údaje o stave zásob hotových výrobkov vyplývajú z odpovedí na otázku v prieskume Indexu nákupných manažérov (Purchasing Managers' Index – PMI) o „objeme hotových výrobkov, ktoré zišli z výroby linky a čakajú na odoslanie/predaj (v jednotkách, nie v peniazoch) tento mesiac v porovnaní so situáciou pred mesiacom“. Obdobia recesie sú definované Centrom pre výskum hospodárskej politiky (Centre for Economic Policy Research). Posledné údaje o zásobách sú za štvrtý štvrťrok 2021 a údaje z prieskumu PMI sú za február 2022.

¹ Je to preto, že tovar, ktorý sa nepredá v účtovnom období, v ktorom bol vyrobený, zvyšuje zásoby v danom období; preto je to zmena stavu zásob, ktorá vstupuje do „účtovnej identity“, ktorá spája HDP a jeho výdavkové zložky. Viac v boxe s názvom [Stockbuilding – theoretical considerations and recent developments](#), *Monthly Bulletin*, ECB, May 2012.

² Nezrovnalosti sa vyskytujú preto, lebo zásoby často zohrávajú významnú úlohu v rámci bilancie národných účtov, a obsahujú tak veľkú zostatkovú zložku z dôvodu nedostatku skutočných alebo spoľahlivých zdrojových údajov o zásobách so štvrťročnou frekvenciou. Cennosti zahŕňajú napríklad drahé kovy a umelecké predmety a tvoria malú časť zásob.

Zásoby zahŕňajú hotové výrobky, tovar na ďalší predaj, nedokončenú výrobu a vstupné zdroje. Zásoby sa teda týkajú niekoľkých rôznych etáp výrobného procesu. Napríklad pomer vstupných zásob k zásobám hotových výrobkov je procyklický, keďže k hromadeniu vstupných zdrojov dochádza na začiatku hospodárskeho rastu a predchádza akumulácii hotových výrobkov. Bez konjunkturálnych údajov môžu ukazovatele prieskumu poskytnúť prehľad o krátkodobej situácii v zásobách. Ročná zmena stavu zásob hotových výrobkov vo výrobe na základe prieskumu pre index PMI – ktorý meria zmenu rastu zásob – je v súlade s ročným príspevkom zmien stavu zásob k rastu HDP na základe národných účtov, a poukazuje na pokračujúci kladný príspevok tvorby zásob v prvom štvrtroku 2022 (graf A).

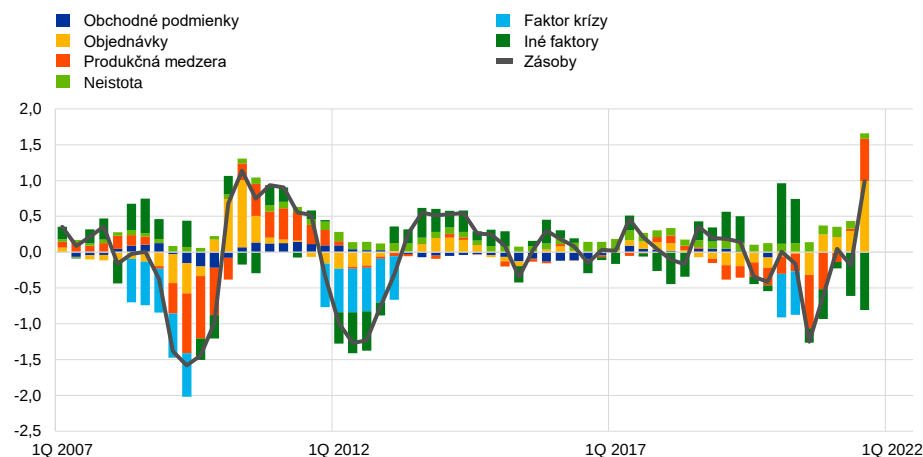
Výkyvy v príspevku tvorby zásob k rastu HDP odzrkadľujú prispôsobenie sa zmenám v podmienkach ponuky a dopytu. Zmeny stavu zásob podnikov slúžia predovšetkým ako rezerva na zabezpečenie plynulého výrobného procesu a na zníženie nákladov na prispôsobenie výroby a nákladov na dodávky v čase kolísania tržieb.³ Regresná rovnica odhadnutá pomocou vzorky údajov za obdobie rokov 2000 – 2019 ukazuje, že produkčná medzera – definovaná ako rozdiel medzi dynamikou výrobnej produkcie a maloobchodného predaja – pomerne dobre vysvetľuje cyklus zásob v čase krízy (graf B). Inými slovami, príspevok tvorby zásob k rastu HDP klesá vtedy, keď produkcia klesá viac ako maloobchodný predaj (pretože zásoby sa používajú na vyrovnanie nedostatku) a naopak. Faktory dopytu, ako ich zachytáva dynamika objednávok, tiež podnecujú podniky k úprave svojich zásob. Zhoršujúce sa obchodné podmienky a rastúca neistota, ktoré by mohli potenciálne podnietiť k tvorbe zásob, zohrali menšiu úlohu. Príspevok tvorby zásob bol záporný obzvlášť v čase krízy. V „normálnych“ časoch „iné faktory“, t. j. zostatková zložka, vysvetľujú nezanedbateľnú časť príspevkov zásob k HDP, čo odráža skutočnosť, že štatistika zásob obsahuje zostatkovú zložku, ktorá nesúvisí s hospodárskym cyklom, ako sa uvádza v predchádzajúcom texte.

³ Khan, A., [The Role of Inventories in the Business Cycle](#), *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Q3 2003.

Graf B

Zásoby a faktory, ktoré ich ovplyvňujú

(príspevky v p. b. k medziodročnému rastu HDP)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Odhad je založený na Boata, A., *Painful destocking in sight for European corporates*, EulerHermes, 2019. Obdobie odhadu v grafe pokrýva obdobie od prvého štvrťroka 2000 do štvrtého štvrťroka 2019. Objednávky (na základe informácií z prieskumu PMI vo výrobnom sektore), obchodné podmienky (deflátor vývozu/dovozu) a produkčná medzera (priemyselná výroba mínus maloobchod) sú vyjadrené v medziodročnom porovnaní s oneskorením o jeden štvrťrok. Neistotu zaznamenáva úroveň indexu neistoty európskej politiky (European Policy Uncertainty index). Faktor krízy je fiktívnou (dummy) premennou pre obdobia recesie (podľa definície Centra pre výskum hospodárskej politiky). Položka „iné faktory“ odzrkadľuje zostatkovú zložku. Posledné údaje sú z tretieho štvrťroka 2021.

Súčasnú zrýchlenie tvorby zásob by mohlo odzrkadľovať aj takzvaný efekt biča, ktorý súvisí s výpadkom dodávok.

V prostredí charakterizovanom vysokým dopytom a neistotou, pokiaľ ide o ponuku vstupných zdrojov, majú výrobné firmy tendenciu preventívne hromadiť zásoby vstupných zdrojov a občas navyšujú objednávky oproti svojim skutočným potrebám. Tento takzvaný efekt biča mohol viesť k zosilneniu procyklickosti zmien stavu zásob v súčasnom prostredí.^{4, 5} Členenie údajov PMI pre výrobný sektor ukazuje, že rýchlosť vytvárania zásob nákupov (t. j. vstupných zdrojov) dosiahla na konci roka 2021 historické maximum pre investičný tovar, polotovary a motorové vozidlá (graf C, časť a), potom sa začiatkom roka 2022 začala uvoľňovať. Údaje PMI o zásobách hotových výrobkov vo všeobecnosti naznačujú, že zásoby investičného tovaru a polotovarov sa v posledných mesiacoch v podstate nezmenili po tom, ako sa od polovice roka 2021 postupne zvyšovali. Naopak, tvorba zásob motorových vozidiel sa až do konca roka 2021 (graf C, časť b) naďalej zvyšovala v dôsledku hromadenia (takmer) hotových áut, ktorým chýbali mikročipy. Zásoby hotových motorových vozidiel začali klesať len nedávno, po zlepšení globálnej ponuky mikročipov.

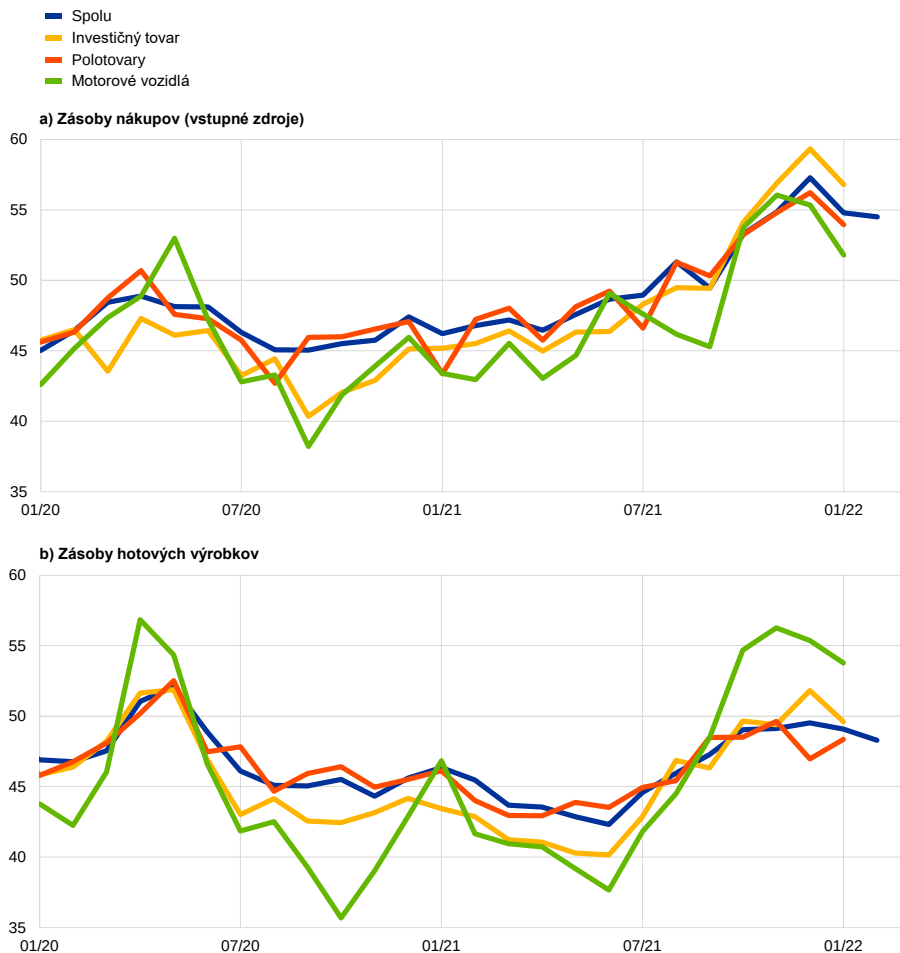
⁴ Lee, H. L., Padmanabhan, V. a Whang, S., *Information Distortion in a Supply Chain: The Bullwhip Effect*, *Management Science*, 1997, Vol. 43, Issue 4.

⁵ Shin, H. S., *Bottlenecks, labour markets and inflation in the wake of the pandemic*, speech at the G20 International Seminar "Recover together, recover stronger", December 2021.

Graf C

Zásoby podľa druhu a sektora

(difúzne indexy, 50 = bez zmeny)



Zdroj: Markit.

Poznámka: Údaje o zásobe nákupov vyplývajú z odpovedí na otázku v prieskume PMI o „úrovni zásob materiálu nakúpeného (v jednotkách, nie v peniazoch) tento mesiac v porovnaní so situáciou pred mesiacom“; pokiaľ ide o zásoby hotových výrobkov, pozri poznámky ku grafu A. Posledné údaje pre položku „spolu“ sú za február 2022 a pre jednotlivé zložky za január 2022.

V blízkej budúcnosti môžu veľmi nízke úrovne zásob a pretrvávajúce obmedzenia na strane ponuky viesť k ďalšiemu budovaniu zásob. Prieskum PMI vo výrobnom sektore naznačuje celkové pokračujúce zrýchľovanie tvorby zásob v prvom štvrtroku 2022, zatiaľ čo v prieskume Európskej komisie sú úrovne zásob vo výrobnom aj maloobchodnom sektore stále hodnotené ako historicky nízke, a to aj napriek niektorým nedávnym zlepšeniam vo výrobnom sektore (graf D). Dôkazy od kontaktov z podnikového sektora⁶ odrážajú heterogénne názory na zásoby v jednotlivých sektoroch, zložitosť produktov a miesto vo výrobnom reťazci, celkovo však potvrdzujú, že zásoby vstupných zdrojov a hotových výrobkov sú nízke, kým

⁶ Ďalšie informácie o povahe a účele týchto kontaktov sú v článku s názvom [The ECB's dialogue with non-financial companies](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2021.

zásoby polotovarov a tovaru v preprave sú skôr vysoké.⁷ Celková zmena tempa tvorby zásob – ktorá určuje príspevok zásob k rastu HDP – závisí najmä od riešenia obmedzení na strane ponuky a pravdepodobne nadmerného objednávaní. Podľa kontaktov z podnikového sektora bude výpadok dodávok pretrvávať minimálne do druhej polovice tohto roka, čo by mohlo predĺžiť efekt biča. Zatiaľ čo by ďalšie očakávané budovanie zásob mohlo mať preventívne motívy, kontakty z podnikového sektora a iné zdroje⁸ zatiaľ neposkytli presvedčivé dôkazy o všeobecnej zmene stratégií riadenia zásob podnikov z výroby metódou „just-in-time“⁹ na systém „just-in-case“, ktorá by mohla mať trvalý vplyv na cyklus zásob.

Graf D

Posúdenie zásob hotových výrobkov

(znížené, percentuálne zostatky)



Zdroj: Európska komisia (DG-ECFIN) a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje vyplývajú z odpovedí na otázku prieskumu Európskej komisie „Považujete svoje súčasné zásoby hotových výrobkov za príliš veľké (vyššie ako obvykle), primerané alebo príliš malé (nižšie ako obvykle)?“ Posledné údaje sú z februára 2022.

⁷ Viac informácií v boxe s názvom [Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2022. Väčšie zásoby hotových výrobkov než zvyčajne môžu odrážať prepravné obmedzenia, nedostatok komponentov alebo vysoké ceny, čím sa zvyšuje hodnota zásob a tým aj náklady na pracovný kapitál, pričom nezvyčajne nízke zásoby vyplývajú z vysokého dopytu.

⁸ Napríklad Alicke, K., Barriball, E. a Trautwein, V., [How COVID-19 is reshaping supply chains](#) *McKinsey & Company*, November 2021.

⁹ Model dodávateľského reťazca „just-in-time“ sa zameriava na nízky stav zásob s cieľom znížiť výrobné náklady, čím sa cyklus zásob utlmuje, viac v Piger, M., [Is the Business Cycle Still an Inventory Cycle?](#), *Economic Synopses*, No 2, Federal Reserve Bank of St Louis, 2005. Zásoby sa znižia na minimálnu úroveň a využívajú sa krátkodobé dodávateľské zmluvy, ktoré sa dajú rýchlo prispôbiť zmenám dopytu.

Oživenie trhu práce v eurozóne z pohľadu prieskumu spotrebiteľských očakávaní ECB

António Dias da Silva, Desislava Rusinova a Marco Weißler

V tomto boxe sa analyzuje súčasné oživenie trhu práce na základe údajov z prieskumu spotrebiteľských očakávaní ECB.¹

Prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB ponúka nové pohľady na trh práce v eurozóne.² Respondenti poskytujú informácie o svojom zamestnaní, hľadaní zamestnania, očakávaniach týkajúcich sa zamestnania a zárobku, miere spokojnosti v práci a o tom, ako zodpovedajú ich zručnosti pracovnému miestu. Niektoré z týchto informácií nie sú dostupné z oficiálnych štatistík trhu práce EÚ a pre hlavné agregáty trhu práce poskytuje prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB aktuálnejšie údaje. Údaje z tohto prieskumu sú teda užitočným doplnkom k oficiálnym údajom EÚ. Na základe nich sa v tomto boxe objasňuje súčasné oživenie na trhu práce v eurozóne.

Miera účasti pracovnej sily sa celkovo zlepšuje, zároveň klesá počet demotivovaných pracovníkov.

Údaje z prieskumu spotrebiteľských očakávaní ukazujú, že miera účasti pracovnej sily – t. j. podiel populácie v produktívnom veku, ktorá pracuje alebo si prácu aktívne hľadá – od januára minulého roka vzrástla (graf A).³ Údaje za január 2022 však poukazujú na pokles miery účasti pracovnej sily a na nárast demotivovaných pracovníkov – teda tých, ktorí si v súčasnosti nehľadajú prácu, pretože si myslia, že nie sú k dispozícii vhodné pracovné miesta, alebo ktorí ešte nezačali hľadať. Tento nedávny vývoj pravdepodobne súvisí so sprísnením opatrení na obmedzenie pohybu v dôsledku koronavírusu (COVID-19), ako aj so sezónnymi faktormi potláčajúcimi dopyt po pracovnej sile počas zimných mesiacoch. Nárast miery účasti pracovnej sily v roku 2021 bol sprevádzaný poklesom demotivovanosti.⁴ Zvýšenie miery účasti je preto čiastočne výsledkom prechodu respondentov, ktorí si prácu aktívne nehľadajú (t. j. neaktívnych), priamo do zamestnania, čo naznačuje zlepšenie vyhliadok na trhu práce aj pre nezamestnaných respondentov, ktorí si prácu aktívne hľadajú. Miera nezamestnanosti meraná prieskumom spotrebiteľských očakávaní ECB v januári 2022 naďalej klesala a zostala asi 2,4 percentuálneho bodu pod najvyššou úrovňou dosiahnutou počas obdobia pandémie.

¹ Viac informácií o prieskume spotrebiteľských očakávaní ECB je v [ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation](#), Occasional Paper Series, No 287, ECB, December 2021.

² Súbor údajov zahŕňa šesť krajín eurozóny: Belgicko, Nemecko, Španielsko, Francúzsko, Taliansko a Holandsko.

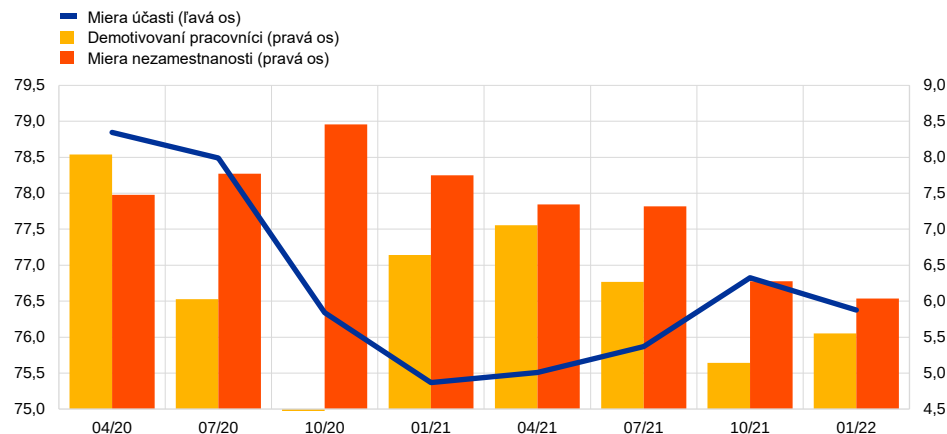
³ Najnovšia analýza vývoja pracovnej sily na základe údajov Eurostatu v [Labour supply developments in the euro area during the COVID-19 pandemic](#), Economic Bulletin, Issue 7, ECB, 2021.

⁴ Vzhľadom na metodické zmeny počas pilotnej fázy prieskumu nie je zamestnanie respondentov v apríli a júli 2020 a pomer demotivovaných pracovníkov v júli a októbri 2020 plne porovnateľný so zvyškom vzorky.

Graf A

Pracovná sila, nezamestnanosť a demotivovaní pracovníci

(ľavá os: percentuálny podiel populácie v produktívnom veku; pravá os: percentuálny podiel demotivovaných pracovníkov v rámci neaktívnych respondentov a miery nezamestnanosti v rámci pracovnej sily)



Zdroj: Prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB.

Poznámka: Miera účasti pracovnej sily predstavuje podiel zamestnaných respondentov plus podiel nezamestnaných respondentov, ktorí si v súčasnosti hľadajú prácu, v pomere ku všetkým respondentom prieskumu vo veku 20 až 64 rokov. Miera nezamestnanosti predstavuje podiel nezamestnaných respondentov, ktorí si hľadajú prácu, v pomere k pracovnej sile vo veku 20 až 64 rokov. Obidve miery uvedené v prieskume spotrebiteľských očakávaní sa líšia od mier vypočítaných Eurostatom v dôsledku metodických rozdielov a rozdielov vo výbere vzorky. Okrem toho v dôsledku prepracovania otázok v prieskume týkajúcej sa zamestnania mohlo v októbri 2020 dôjsť k prerušeniu týchto sérií. Demotivovaní pracovníci predstavujú podiel všetkých respondentov vo veku 20 až 64 rokov, ktorí sú neaktívni a v súčasnosti si nehľadajú prácu, pretože „nie sú žiadne voľné pracovné miesta“ alebo preto, že „ešte nezačali hľadať“.

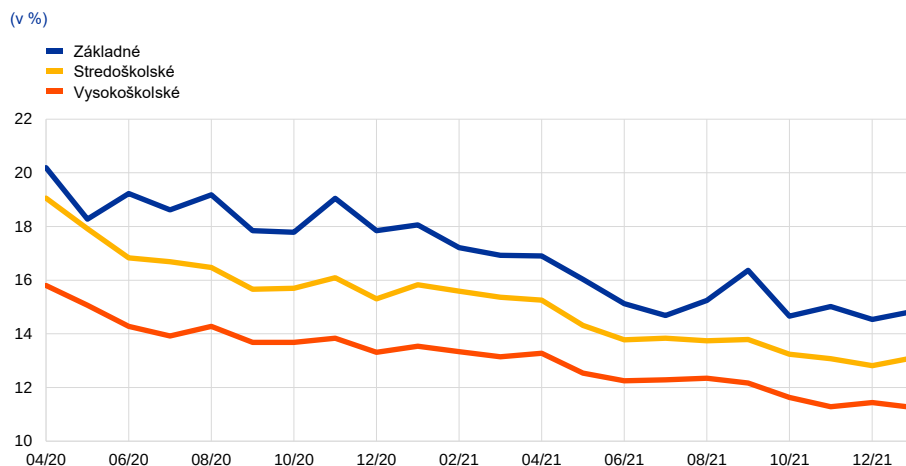
Vnímanie vývoja na trhu práce sa po prvých mesiacoch pandémie COVID-19 výrazne zlepšilo (graf B).

Keďže sa ekonomické podmienky v agregovanom vyjadrení zotavili, zlepšilo sa vnímanie vývoja na trhu práce, čo sa odrazilo v súvislosti poklese očakávanej miery nezamestnanosti vo všetkých skupinách respondentov rozdelených podľa úrovne ich vzdelania. Respondenti s ukončeným základným alebo stredoškolským vzdelaním zvyčajne očakávajú, že miera nezamestnanosti bude o 12 mesiacov vyššia, ako očakávali respondenti s vysokoškolským vzdelaním. Očakávané miery nezamestnanosti sa vo všetkých skupinách ukázali byť výrazne vyššie ako pozorované miery, čo je bežným zistením prieskumov o očakávaniach.⁵ V súlade s očakávaniami týkajúcimi sa miery nezamestnanosti sa zamestnanci v poslednom čase menej obávajú straty práce.

⁵ Napríklad v Broer, T., Kohlhas, A., Mitman, K. and Schlafmann, K.: Information and Wealth Heterogeneity in the Macroeconomy, *CEPR Discussion Paper*, No 15934, 2021. Individuálne očakávania straty práce, napríklad v Stephens, M.: Job loss expectations, realizations, and household consumption behavior, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 86, No 1, 2004, pp. 253-269.

Graf B

Očakávania týkajúce sa miery nezamestnanosti o 12 mesiacov v členení podľa stupňa vzdelania respondentov



Zdroj: Prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB.

Poznámka: Údaje sa týkajú priemerných očakávaní týkajúcich sa miery nezamestnanosti v krajinách respondentov o 12 mesiacov. Úrovne vzdelania odkazujú na najvyšší stupeň ukončeného vzdelania alebo získaného titulu podľa Medzinárodnej klasifikácie štandardov vzdelávania (ISCED).

Prechody medzi zamestnaniami a očakávania lepších zárobkov ukazujú, že vnímanie situácie na trhu práce zo strany zamestnancov sa celkovo zlepšilo (graf C). V čase hospodárskeho poklesu prechody medzi zamestnaniami väčšinou klesajú a zvyšujú sa počas hospodárskeho rastu. Keď sa podmienky na trhu práce počas rastu zlepšujú, firmy sa snažia prilákať pracovníkov, ktorí sú zamestnaní

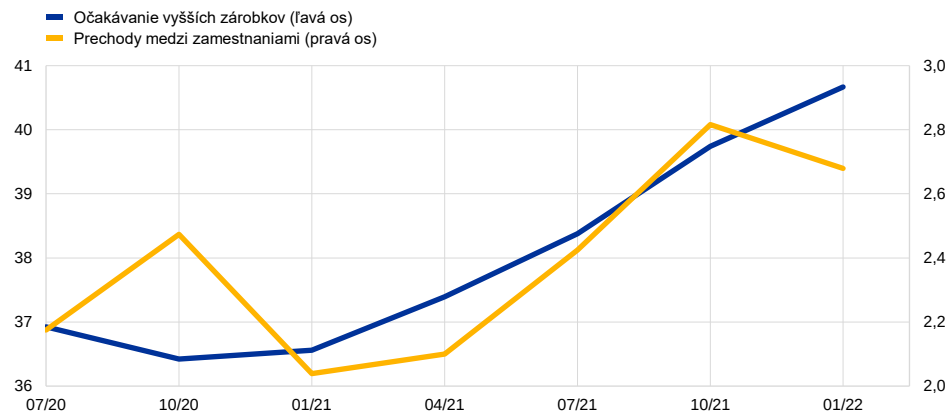
v iných firmách, a pracovníci využívajú príležitosť prejsť na lepšie platené miesta. To môže znamenať určitý tlak na zvyšovanie miezd.⁶ Údaje z prieskumu spotrebiteľských očakávaní ECB naznačujú, že podiel zamestnancov, ktorí sa za štvrtrok presunú do inej firmy, od januára 2021 neustále stúpa, s výnimkou malého poklesu v najnovších údajoch za január 2022, ktorý pravdepodobne súvisí s podobnými dôvodmi ako pokles účasti pracovnej sily. Zlepšenie prechodu medzi zamestnaniami bolo v roku 2021 sprevádzané zvýšením podielu respondentov, ktorí očakávali vyšší celkový čistý príjem domácností v nasledujúcich 12 mesiacoch, keďže pracovníci hľadajúci prácu začali byť optimistickejší, pokiaľ ide o ich mzdy, odpracované hodiny alebo o celkové vyhliadky na zamestnanie.

⁶ Napríklad, Karahan, F., Michaels, R., Pugsley, B., Şahin, A. and Schuh, R.: Do Job-to-Job Transitions Drive Wage Fluctuations Over the Business Cycle?, *American Economic Review: Papers & Proceedings*, Vol. 107, No 5, 2017, pp. 353–357; a Moscarini, G. and Postel-Vinay, F.: The Relative Power of Employment-to-Employment Reallocation and Unemployment Exits in Predicting Wage Growth, *American Economic Review: Papers & Proceedings*, Vol. 107, No 5, 2017, pp. 364–368.

Graf C

Prechody medzi zamestnaniami a očakávanie vyšších zárobkov

(ľavá os: percentuálny podiel respondentov; pravá os: percentuálny podiel zamestnancov)



Zdroj: Prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB.

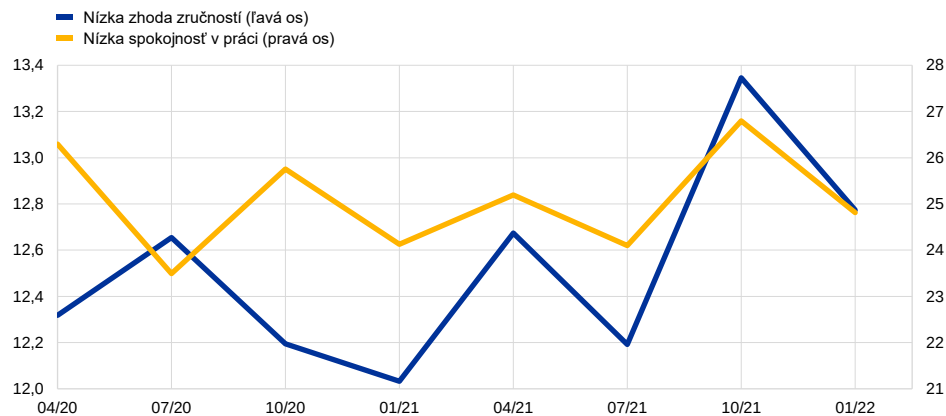
Poznámka: Prechody medzi zamestnaniami predstavujú podiel respondentov, ktorí boli pred tromi mesiacmi v pracovnom pomere a u súčasného zamestnávateľa pracujú menej ako tri mesiace. Očakávania zárobkov sú zobrazené ako podiel respondentov, ktorí očakávajú, že ich čisté príjmy domácnosti sa v nasledujúcich 12 mesiacoch zvýšia.

Pracovníci zároveň nevnímajú, že by sa ich pracovné podmienky počas pandémie výrazne zhoršili. Prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB zahŕňa otázky o tom, ako respondenti vnímajú kvalitu zhody svojich zručností s pracovným miestom a spokojnosť v práci, podľa ktorých sa dajú odvodiť informácie o kvalite pracovného miesta (graf D). V januári 2022 menej ako 13 % respondentov uviedlo, že na ich súčasnom pracovnom mieste je nízka zhoda zručností a približne 26 % vyjadrilo nízku spokojnosť v práci. Ani jeden z týchto dvoch ukazovateľov nepoukazuje na výrazné zhoršenie kvality pracovných miest od začiatku pandémie, čo naznačuje, že oživenie trhu práce nie je spôsobené prudkým nárastom nekvalitných pracovných miest. Spojenie týchto informácií s odpoveďami o prechodoch medzi zamestnaniami naznačuje, že pracovníci, ktorí zmenia zamestnanie, s väčšou pravdepodobnosťou uvádzajú lepšiu zhodu zručností a spokojnosť v práci.

Graf D

Podiel pracovníkov s nízkou spokojnosťou v práci a nízkou zhodou zručností

(percentuálny podiel respondentov)



Zdroj: Prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB.

Poznámka: Podiel zamestnaných respondentov, ktorí uvádzajú nízku zhodu zručností vo svojom súčasnom zamestnaní, je definovaný ako podiel tých, ktorí vyberú tri najnižšie hodnoty na stupnici od 1 do 7, kým podiel respondentov s nízkou spokojnosťou v práci je definovaný ako podiel tých, ktorí uvádzajú dve najnižšie hodnoty na stupnici od 1 do 5.

Prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB celkovo naznačuje pozitívnu dynamiku na trhu práce, pričom tempo oživenia naďalej ovplyvňuje pandémie.

V roku 2021 sa zvýšil počet pracovníkov v kategórii pracovnej sily a sprevádzalo ho zníženie demotivovanosti a pokles miery nezamestnanosti. Ponuka pracovnej sily tak rýchlo zareagovala na silnejší dopyt. Okrem toho viac respondentov zmenilo zamestnanie, zvýšilo svoje očakávania týkajúce sa zárobku a očakávalo lepšie podmienky na trhu práce. Tento vývoj naznačuje dynamický trh práce.

Zložky ovplyvňujúce náklady na bývanie vo vlastnej nehnuteľnosti

Rodolfo Arioli a Eduardo Gonçalves

V januári 2022 začal Eurostat zverejňovať oficiálne agregáty eurozóny ako súčasť indexu cien bývania vo vlastnej nehnuteľnosti (Owner-Occupied Housing Price Index – OOHPI). Tento box sa zaoberá jednotlivými zložkami tohto indexu a poskytuje podrobnosti o ich korelácii s inými cenovými ukazovateľmi.

Náklady na bývanie vo vlastnej nehnuteľnosti zahŕňajú náklady spojené s nadobudnutím a vlastníctvom nehnuteľností.⁵¹ Náklady na nadobudnutie merajú náklady na „svojpomocne postavené nehnuteľnosti na bývanie a veľké rekonštrukcie“ a na „kúpu nových nehnuteľností na bývanie“. Kúpa novej nehnuteľnosti na bývanie sa považuje čiastočne za spotrebu a čiastočne za aktívum. Spotreba odráža hodnotu služieb poskytovaných budovou (napr. zabezpečenie prístrešia, ktoré ponúka) a aktívum odráža hodnotu samotnej budovy a pozemku, na ktorom nehnuteľnosť stojí.⁵² Naproti tomu ceny pozemkov nie sú zahrnuté v zložke „svojpomocne postavené nehnuteľnosti a veľké rekonštrukcie“, ktorá pokrýva najmä náklady na výstavbu samostatne stojacich nehnuteľností postavených na pozemkoch, ktoré sú už vo vlastníctve príslušných svojpomocných staviteľov. Index OOHPI meria aj náklady na „ostatné služby súvisiace s nadobudnutím nehnuteľností na bývanie“, ako sú dane z prevodu nehnuteľností a provízie realitným maklérom. Pokiaľ ide o náklady na bývanie vo vlastnej nehnuteľnosti, index zahŕňa najmä „veľké opravy a údržbu“ a „poistenie spojené s nehnuteľnosťou“.⁵³

V roku 2021 predstavovali náklady na nadobudnutie nehnuteľností na bývanie na úrovni eurozóny približne 78 % indexu OOHPI (graf A). „Svojpomocne postavené nehnuteľnosti na bývanie a veľké rekonštrukcie“ tvorili 45 %, „kúpa nových nehnuteľností na bývanie“ 21 % a „ostatné služby spojené s nadobudnutím nehnuteľností“ predstavovali 12 %. Zvyšných 22 % indexu OOHPI sa týkalo nákladov na bývanie vo vlastnej nehnuteľnosti, pričom „veľké opravy a údržba“ tvorili 19 % a „poistenie spojené s nehnuteľnosťami“ tvorilo 3 %.

⁵¹ Viac v článku [Owner-occupied housing and inflation measurement](#), Economic Bulletin, Issue 1, ECB, 2022.

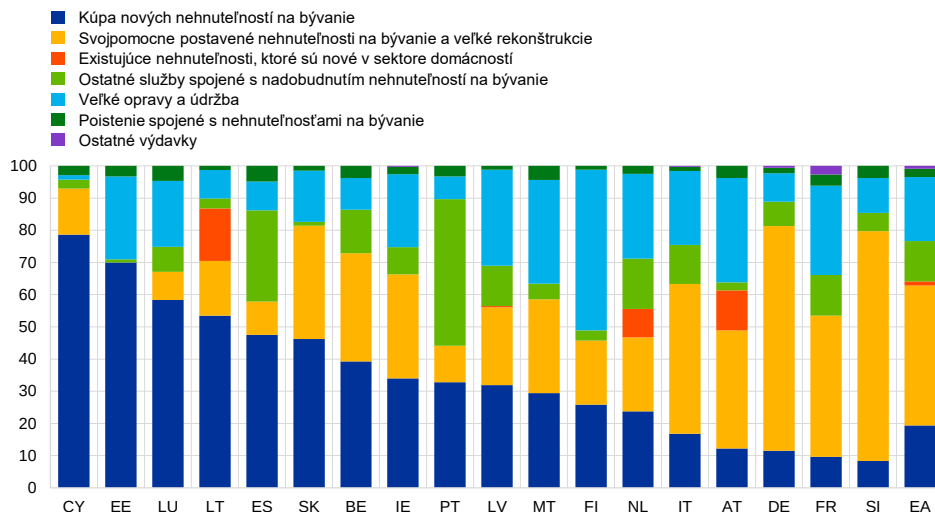
⁵² Viac v boxe s názvom *The treatment of land in OOHPIs* v [Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review](#), Occasional Paper Series, No 265, ECB, September 2021.

⁵³ Náklady na nadobudnutie zahŕňajú aj „existujúce nehnuteľnosti na bývanie, ktoré sú nové v sektore domácností“, čo predstavuje približne 0,5 % z celkového indexu za eurozónu. Táto zložka však bola z analýzy v tomto boxe vylúčená, s výnimkou grafu A, pretože zber údajov je poznačený problémami s kvalitou v dôsledku obmedzeného pokrytia a nedostatočnej harmonizácie v jednotlivých krajinách. Vzťahuje sa to aj na „ostatné výdavky“, zložku nákladov na bývanie vo vlastnej nehnuteľnosti, ktorá predstavuje 0,9 % agregátu eurozóny.

Graf A

Zložky indexu OOHPI za eurozónu

(v %)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje za Grécko nie sú k dispozícii. Všetky údaje sa vzťahujú na rok 2021.

Pri analýze indexu OOHPI na úrovni eurozóny je dôležité poznamenať, že relatívna dôležitosť jednotlivých zložiek sa v jednotlivých krajinách značne líši.

Napríklad v Nemecku, Francúzsku a Taliansku je zložka „svojpomocne postavené nehnuteľnosti na bývanie a veľké rekonštrukcie“ podstatne dôležitejšia ako „kúpa nových nehnuteľností na bývanie“, zatiaľ čo v krajinách ako Španielsko je to naopak.

Na úrovni eurozóny ako celku sa dynamika cien v jednotlivých zložkách výrazne odlišuje. Index cien pre „kúpu nových nehnuteľností“ zaznamenal najsilnejší priemerný ročný rast za posledné desaťročie (graf B, časť a).⁵⁴

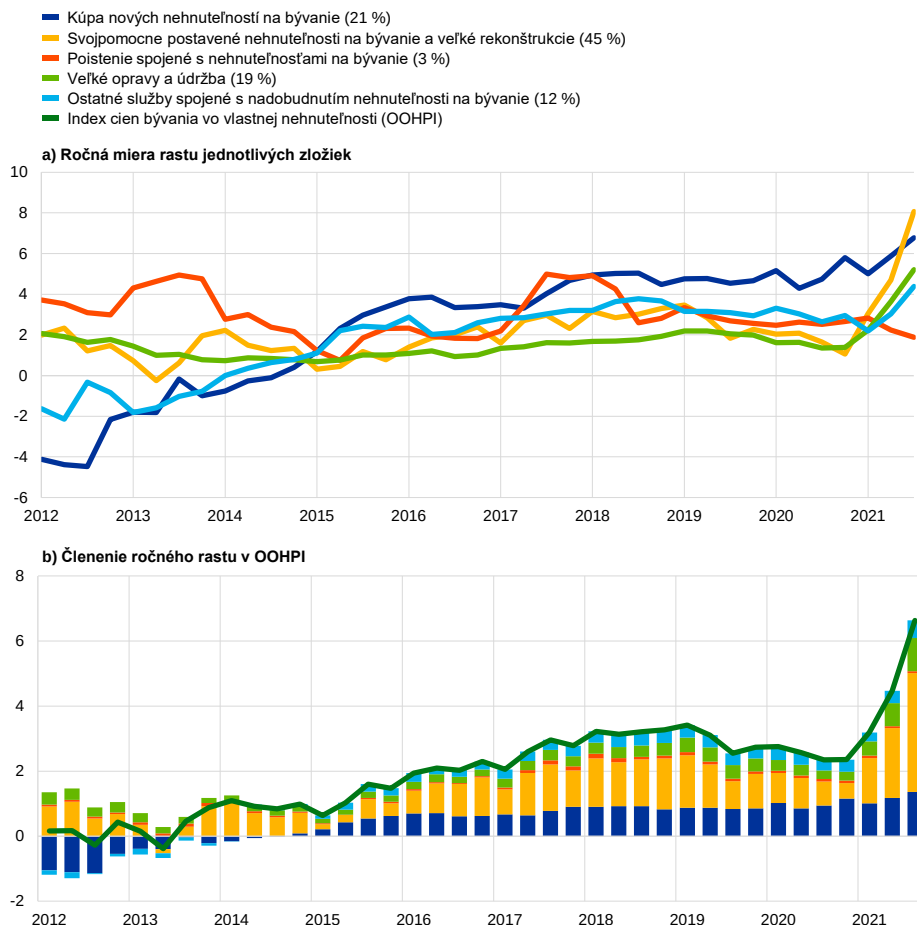
K ročnému tempu rastu indexu ako celku však najviac prispeli „svojpomocne postavené nehnuteľnosti na bývanie a veľké rekonštrukcie“, po ktorých nasledovala „kúpa nových nehnuteľností na bývanie“. Tieto dve zložky spolu predstavovali 5,0 percentuálneho bodu ročného rastu na úrovni 6,6 %, ktorý bol v treťom štvrtroku 2021 zaznamenaný pre index OOHPI ako celok, pričom väčší podiel zo zvyšných zložiek pripadal na „veľké opravy a údržbu“ (graf B, časť b). Vzhľadom na to, že ostatné zložky majú v indexe menší podiel a zaznamenávajú miernejší vývoj cien, ich jednotlivé príspevky k priemernému ročnému rastu sú stále menšie, aj keď zostávajú významné, keď sú zoskupené (čo predstavuje spolu približne tretinu priemerného ročného rastu od roku 2012).

⁵⁴ Od roku 2012 zaznamenal index cien pre „kúpu nových nehnuteľností na bývanie“ priemerný ročný rast na úrovni 2,4 %, v porovnaní s 2,1 % pre „svojpomocne postavené nehnuteľnosti na bývanie a veľké rekonštrukcie“ a 1,6 % pre „veľké opravy a údržbu“.

Graf B

Príspevky zložiek k ročnému rastu nákladov na nehnuteľnosti obývané vlastníkmi

(časť a: ročná percentuálna zmena; časť b: ročná percentuálna zmena a príspevky v p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Čísla v zátvorkách v legende označujú váhu príslušnej zložky v indexe OOHPI v roku 2021. Posledné údaje sú za tretí štvrtrok 2021.

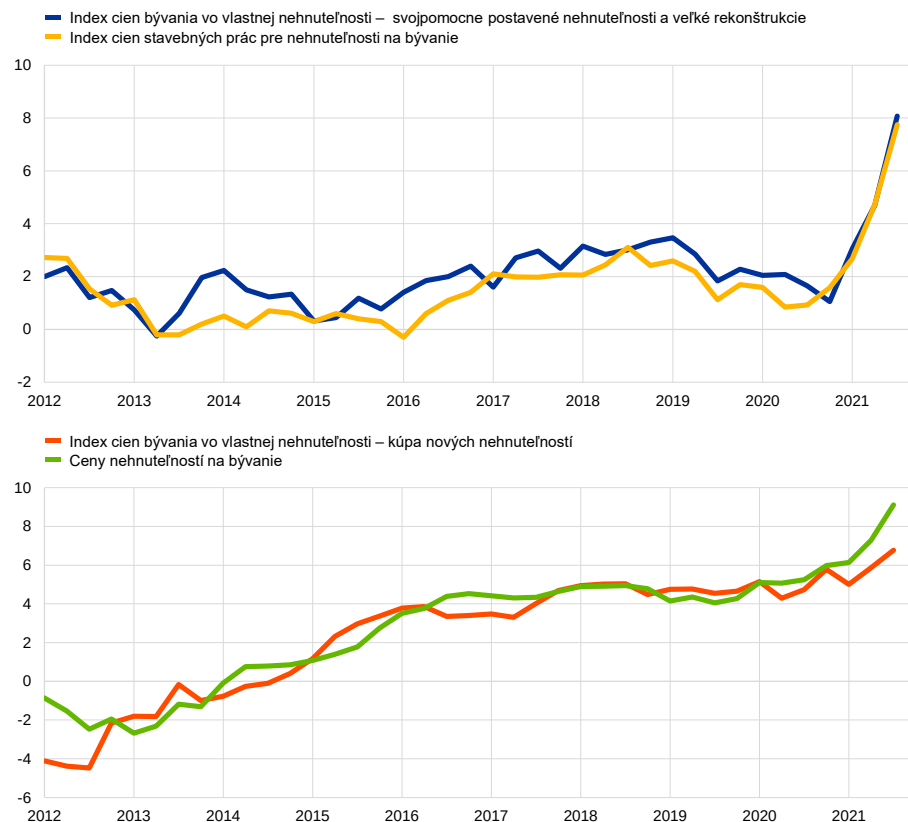
Niektoré konkrétne zložky úzko súvisia s nákladmi na výstavbu a cenami

domov. Napríklad ročná miera rastu pre „svojpomocne postavené nehnuteľnosti na bývanie a veľké rekonštrukcie“ vykazuje silnú koreláciu s nákladmi na výstavbu, ktoré sú dostupné v krátkodobých firemných štatistikách (graf C, horná časť). Podobne silný spoločný pohyb vykazujú „veľké opravy a údržba“ s časovými radmi HICP „služby na údržbu a opravu nehnuteľností na bývanie“. „Kúpa nových nehnuteľností na bývanie“ zase úzko súvisí s cenami nehnuteľností na bývanie (graf C, dolná časť).

Graf C

Korelácie medzi zložkami indexu OOHPI a ostatnými indexmi

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za tretí štvrťrok 2021.

Na posúdenie správania indexu OOHPI v priebehu času a jeho základných zložiek je potrebná ďalšia analýza.⁵⁵

Lepšie pochopenie jednotlivých korelácií okrem iného pomôže najmä pri navrhovaní spôsobov nowcastingu (a forecastingu) vývoja indexu OOHPI (napríklad, ak by údaje o konkrétnych korelátoch mali byť dostupné skôr než s oneskorením 100 pracovných dní, s ktorým sa index OOHPI zverejňuje).

⁵⁵ Ďalšie informácie sú v článku [The euro area housing market during the COVID-19 pandemic](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2021, a v článku [The state of the housing market in the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2018.

© 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 9. marca 2022.

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

PDF ISSN 2363-3549 QB-BP-22-002-SK-N