



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA  
EUROSYSTEM

# Ekonomický bulletin

Číslo 6/2024



# Obsah

<b>Hospodársky, finančný a menový vývoj</b>	<b>2</b>
Prehľad	2
1 Vonkajšie prostredie	8
2 Hospodárska aktivita	14
3 Ceny a náklady	22
4 Vývoj na finančných trhoch	29
5 Podmienky financovania a úvery	35
6 Fiškálny vývoj	41
<b>Boxy</b>	<b>44</b>
1 Rast produktivity práce v eurozóne a Spojených štátoch: krátkodobý a dlhodobý vývoj	44
2 Zohľadnenie prírodného kapitálu v hospodárskej aktivite eurozóny	49
3 Prečo sú domácnosti v eurozóne stále pesimistické a ako to vplýva na ich súkromnú spotrebu?	54
4 Zistenia z prieskumu popredných spoločností o trendoch na trhu práce a zavádzaní generatívnej umelej inteligencie	59
5 Najnovší vývoj miezd a úloha mzdového posunu	64
6 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 17. apríla do 23. júla 2024	70
7 Dynamika peňazí a úverov v eurozóne a porovnanie so Spojenými štátmi	76

# Hospodársky, finančný a menový vývoj

## Prehľad

Rada guvernérov sa na svojom zasadaní 12. septembra 2024 rozhodla znížiť sadzbu jednoduchých sterilizačných operácií – sadzbu, prostredníctvom ktorej riadi nastavenie menovej politiky – o 25 bázických bodov. Na základe jej aktualizovaného hodnotenia inflačného výhľadu, dynamiky základnej inflácie a účinnosti transmisie menovej politiky bolo primerané prijať ďalší krok v zmierňovaní stupňa reštrikcie menovej politiky.

Aktuálne údaje o inflácii celkovo zodpovedajú očakávaniam a makroekonomické projekcie odborníkov ECB zo septembra 2024 potvrdzujú predchádzajúci výhľad vývoja inflácie. Celková inflácia by mala podľa nich dosiahnuť v priemere 2,5 % v roku 2024, 2,2 % v roku 2025 a 1,9 % v roku 2026, tak, ako sa predpokladalo v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu z júna 2024. V neskoršej časti tohto roka má inflácia opäť vzrásť, sčasti v dôsledku eliminácie predchádzajúcich prudkých znížení cien energií z výpočtu ročných mier. Následne má v druhej polovici budúceho roka klesať smerom k cieľovej hladine Rady guvernérov. V prípade jadrovej inflácie došlo v projekciách na roky 2024 a 2025 k miernej revízii nahor, ktorá vyplýva z vyššej než očakávanej inflácie cien služieb. Odborníci ECB pritom naďalej počítajú s rýchlym znižovaním jadrovej inflácie, z 2,9 % v tomto roku na 2,3 % v roku 2025 a 2,0 % v roku 2026.

Domácia inflácia zostáva vysoká vzhľadom na naďalej zvýšené tempo rastu miezd. Tlak nákladov práce však ustupuje, pričom časť vplyvu vyšších miezd na infláciu absorbujú zisky. Podmienky financovania zostávajú reštriktívne a hospodárska aktivita je naďalej tlmená, čo je odrazom nízkej súkromnej spotreby a investičnej aktivity. Podľa projekcií odborníkov ECB má rast ekonomiky dosiahnuť 0,8 % v roku 2024, 1,3 % v roku 2025 a 1,5 % v roku 2026. V porovnaní s júnovými projekciami to predstavuje miernu revíziu nadol, najmä v dôsledku nižšieho príspevku domáceho dopytu v nasledujúcich štvrťrokoch.

Rada guvernérov je odhodlaná zabezpečiť včasný návrat inflácie na cieľovú úroveň 2 % v strednodobom horizonte. Menovopolitické sadzby bude udržiavať na dostatočne reštriktívnej úrovni dovtedy, kým to bude nevyhnutné na dosiahnutie tohto cieľa. Pri určovaní primeranej úrovne a dĺžky trvania reštrikcie sa Rada guvernérov bude naďalej riadiť aktuálnymi údajmi a rozhodnutia bude prijímať priebežne, zo zasadania na zasadanie. Rozhodnutia Rady guvernérov o úrokových sadzbách budú vychádzať predovšetkým z jej hodnotenia inflačného výhľadu na základe aktuálnych hospodárskych a finančných údajov, dynamiky vývoja základnej inflácie a účinnosti transmisie menovej politiky. Rada guvernérov sa vopred nezaväzuje k žiadnej konkrétnej trajektórii sadzieb.

## Hospodárska aktivita

Hospodársky rast v druhom štvrťroku dosiahol 0,2 %, po 0,3 % v prvom štvrťroku, a zaostal tak za makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2024. Hlavným zdrojom rastu bol čistý vývoz a výdavky verejnej správy. Súkromná domáca spotreba zaznamenala pokles vzhľadom na nižšiu spotrebu domácností, krátenie podnikových investičných výdavkov a znižovanie investícií do nehnuteľností na bývanie. Zatiaľ čo sektor služieb rast podporoval, príspevok priemyslu a stavebníctva bol záporný. Podľa ukazovateľov odvodených z výsledkov prieskumov hospodárske oživenie naďalej brzdia určité nepriaznivé vplyvy.

Situácia na trhu práce je naďalej stabilná. Miera nezamestnanosti v júli zostala zhruba nezmenená na úrovni 6,4 %. Rast zamestnanosti sa zároveň spomalil z 0,3 % v prvom štvrťroku na 0,2 % v druhom štvrťroku. Aktuálne ukazovatele z prieskumov poukazujú na ďalšie zmiernenie dopytu po pracovnej sile, pričom miera voľných pracovných miest klesla bližšie k úrovni pred pandémie.

Z najnovších ukazovateľov vyplýva pokračovanie rastu v krátkodobom horizonte, hoci pomalším tempom, než sa očakávalo v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu z júna 2024. Reálny disponibilný príjem by sa mal za podpory výrazného mzdového rastu naďalej zvyšovať. To by malo spolu s postupným rastom dôvery podporiť oživenie stimulované spotrebou. Impulz zo strany spotreby je však o niečo slabší, než sa predpokladalo v júnových projekciách, keďže aktuálne údaje a výsledky najnovších prieskumov poukazujú na stále nízku spotrebiteľskú dôveru a zvýšenú tendenciu domácností šoriť. Najnovšie údaje o podnikových investíciách tiež naznačujú slabšiu dynamiku rastu. Domáci dopyt však bude ťažiť z oslabovania účinkov predchádzajúceho sprísňovania menovej politiky a predpokladaného ďalšieho uvoľňovania podmienok financovania, v súlade s očakávaniami trhu, pokiaľ ide o budúci vývoj úrokových mier. Okrem toho projektovaný rast zahraničného dopytu podporuje výhľad vývoja vývozu z eurozóny. Trh práce by mal zostať odolný a miera nezamestnanosti má zotrvať na historicky nízkych úrovniach. Vzhľadom na ústup niektorých cyklických faktorov, ktoré v poslednom období spomaľovali rast produktivity, sa v priebehu sledovaného obdobia očakáva jej zvýšenie. Celkovo sa očakáva, že priemerný ročný rast reálneho HDP dosiahne 0,8 % v roku 2024, 1,3 % v roku 2025 a 1,5 % v roku 2026. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2024 bol výhľad rastu HDP na každý rok sledovaného obdobia upravený mierne nadol.

Rozpočtové a štrukturálne politiky by sa mali zameriavať na zvyšovanie produktivity a konkurencieschopnosti ekonomiky, čo by pomohlo zvýšiť potenciálny rast a znížiť cenové tlaky v strednodobom horizonte. Správa Maria Draghiho o budúcnosti európskej konkurencieschopnosti a správa Enrica Lettu o posilňovaní jednotného trhu zdôrazňujú naliehavú potrebu reforiem a navrhujú konkrétne opatrenia. Dôkladná, transparentná a bezodkladná implementácia reformovaného rámca správy ekonomických záležitostí EÚ pomôže vládám trvalo znížiť rozpočtový deficit a dlh. Vlády by v tomto smere mali prijať rozhodné kroky vo svojich strednodobých plánoch rozpočtových a štrukturálnych opatrení.

## Inflácia

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie v auguste klesla z júlových 2,6 % na 2,2 %. Ceny energií ročne klesli o 3,0 %, po náraste o 1,2 % v predchádzajúcom mesiaci. Inflácia cien potravín v auguste mierne stúpila na 2,4 %. Inflácia cien tovarov a inflácia cien služieb sa vyvíjali opačnými smermi. Inflácia cien tovarov klesla z júlových 0,7 % na 0,4 %, zatiaľ čo inflácia cien služieb vzrástla zo 4,0 % na 4,2 %.

Väčšina ukazovateľov základnej inflácie v júli zostala v podstate nezmenená. Domáca inflácia klesla len mierne z júlových 4,5 % na 4,4 % v prostredí silných cenových tlakov pramieniacich najmä zo mzdivého vývoja. Rast dohodnutých miezd zostane počas zvyšku roka vysoký a nestály vzhľadom na významnú úlohu jednorazových platieb v niektorých krajinách a postupný priebeh mzdových úprav. Celkový rast nákladov práce sa zároveň zmierňuje. Rast kompenzácií na zamestnanca v druhom štvrťroku ďalej klesol na 4,3 % – štvrtý pokles po sebe – a podľa projekcií odborníkov ECB sa má v budúcom roku opäť výrazne spomaliť. Napriek nízkej produktivite jednotkové náklady práce v druhom štvrťroku rástli menej výrazne – o 4,6 % oproti 5,2 % v prvom štvrťroku. Odborníci ECB počas horizontu projekcií očakávajú ďalšie znižovanie jednotkových nákladov práce vďaka pomalšiemu rastu miezd a oživeniu produktivity. V neposlednom rade sú inflačné účinky vyšších nákladov práce naďalej čiastočne kompenzované ziskami.

Proces dezinflácie by mal byť podporovaný ústupom tlakov pramieniacich z nákladov práce a postupným premietaním predchádzajúceho sprísňovania menovej politiky do spotrebiteľských cien. Väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní sa pohybuje v okolí 2 %, pričom trhové ukazovatele od zasadania Rady guvernérov z 18. júla 2024 klesli bližšie k tejto úrovni.

Po nedávnom zmiernení by sa mala celková inflácia v poslednom štvrťroku tohto roka mierne zvýšiť, než bude do konca roka 2025 ďalej klesať smerom k inflačnému cieľu. Očakávaný nárast v najbližšom období do značnej miery odráža bázické efekty cien energií. V strednodobom horizonte by sa mala inflácia cien energií vzhľadom na očakávania trhu týkajúce sa cien energetických komodít a veľkoobchodných cien energií a plánované rozpočtové opatrenia súvisiace s klimatickými zmenami ustáliť na nízkej kladnej úrovni. V posledných štvrťrokoch dochádza k výraznému poklesu inflácie cien potravín vďaka uvoľňovaniu tlakov v cenovom reťazci v dôsledku nižších cien energií a potravinových komodít. Očakáva sa, že inflácia cien potravín zostane celkovo stabilná a od konca roka 2025 sa bude ďalej zmierňovať. Inflácia bez cien energií a potravín by mala počas takmer celého sledovaného obdobia zostať nad úrovňou celkovej inflácie, mala by však pokračovať v dezinflačnom trende. Inflácia cien služieb zotrúva v posledných mesiacoch na vysokej úrovni. S oslabovaním mzdivého rastu a ďalších nákladových tlakov a pokračovaním premietania oneskoreného vplyvu predchádzajúceho sprísňovania menovej politiky do spotrebiteľských cien sa však naďalej očakáva jej postupný pokles v neskoršej časti sledovaného obdobia. V posledných štvrťrokoch začal rast nominálnych miezd klesať zo zvýšených úrovní, a to rýchlejším tempom, než sa pôvodne predpokladalo. V dôsledku pokračujúceho doznievania rastových

tlakov inflačnej kompenzácie v prostredí nedostatku pracovných síl sa očakáva postupné zmiernovanie mzdového rastu aj v nasledujúcich rokoch. Oživenie rastu produktivity by malo prispieť k zmierneniu tlakov vyplývajúcich z nákladov práce. Rast ziskov sa navyše výrazne spomalil a bude čiastočne tmiť prenos nákladov práce do cien, najmä v najbližšom období. Ročná priemerná celková inflácia HICP má podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2024 klesnúť z 5,4 % v roku 2023 na 2,5 % v roku 2024, 2,2 % v roku 2025 a 1,9 % v roku 2026. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2024 zostáva výhľad vývoja celkovej inflácie nezmenený. Inflácia bez cien energií a potravín sa v posledných mesiacoch nečakane mierne zvýšila, čo viedlo k nepatrnému zvýšeniu projekcií na roky 2024 a 2025.

## Hodnotenie rizík

Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu zostávajú naklonené na stranu pomalšieho rastu. Hospodársky rast eurozóny by mohol spomaliť nižší dopyt po vývoze z eurozóny, spôsobený napríklad slabšou svetovou ekonomikou či eskaláciou obchodného napätia medzi hlavnými ekonomikami. Neoprávnená vojna Ruska proti Ukrajine a tragický konflikt na Blízkom východe sú hlavnými zdrojmi geopolitických rizík, ktoré môžu oslabiť dôveru podnikov a domácností v budúcnosť a narušiť svetový obchod. Rast by tiež mohol byť pomalší, ak sa oneskorené účinky sprísnenia menovej politiky ukážu byť silnejšie, než sa očakáva. Hospodársky rast by mohol byť rýchlejší, ak by v porovnaní s očakávaniami inflácia klesala rýchlejšie, rast dôvery a reálnych príjmov viedol k vyššiemu nárastu spotreby, alebo svetová ekonomika rástla výraznejšie.

Inflácia by mohla prognózované hodnoty prekročiť v prípade vyššieho než očakávaného rastu miezd alebo ziskov. Medzi riziká vyššej inflácie patrí i zvýšené geopolitické napätie, ktoré by mohlo viesť k nárastu cien energií a nákladnej prepravy v krátkodobom horizonte a narušiť svetový obchod. Extrémne prejavy počasia a celkové napredovanie klimatickej krízy by okrem toho mohli spôsobiť nárast cien potravín. Inflácia však môže byť aj nižšia, ak tlmiaci účinok menovej politiky na dopyt prekročí očakávaná alebo ak dôjde k nepredvídanému zhoršeniu hospodárskeho prostredia vo zvyšku sveta.

## Finančné a menové podmienky

Trhové úrokové sadzby od zasadania Rady guvernérov z 18. júla 2024 výrazne klesli, najmä v dôsledku slabšieho výhľadu svetového rastu a zníženia obáv spojených s inflačnými tlakmi. Napätie na svetových trhoch v priebehu leta vyvolalo prechodné sprísnenie podmienok financovania v rizikovejších segmentoch trhu.

Náklady financovania celkovo zostávajú reštriktívne vzhľadom na pokračujúce pôsobenie predchádzajúceho zvyšovania menovopolitických sadzieb ECB v transmisnom reťazci. Priemerná úroková sadzba nových podnikových úverov



zostala v júli na vysokej úrovni 5,1 %; vysokých 3,8 % dosiahla v júli i priemerná úroková sadzba nových hypotekárnych úverov.

V prostredí nízkeho dopytu úverový rast naďalej stagnuje. Objem bankových úverov poskytovaných podnikom v júli ročne vzrástol o 0,6 %, o niečo menej ako v júni, zatiaľ čo úvery domácnostiam mierne stúpili o 0,5 %. Menový agregát M3 v júli vzrástol o 2,3 %, rovnako ako v júni.

## Rozhodnutia o menovej politike

Rada guvernérov sa na svojom zasadaní 12. septembra 2024 rozhodla znížiť sadzbu jednodňových sterilizačných operácií o 25 bázických bodov. Prostredníctvom sadzby jednodňových sterilizačných operácií Rada guvernérov usmerňuje nastavenie menovej politiky. Okrem toho, ako bolo oznámené 13. marca 2024 v nadväznosti na revíziu operačného rámca, rozpätie medzi úrokovou sadzbou hlavných refinančných operácií a jednodňových sterilizačných operácií bolo stanovené na 15 bázických bodov. Rozpätie medzi sadzbou jednodňových refinančných operácií a hlavných refinančných operácií zostáva nezmenené na úrovni 25 bázických bodov. Sadzba jednodňových sterilizačných operácií sa tak znížila na 3,50 %. Úroková sadzba hlavných refinančných operácií sa znížila na 3,65 % a úroková sadzba jednodňových refinančných operácií na 3,90 %. Zmeny nadobudli účinnosť 18. septembra 2024.

Objem portfólia programu nákupu aktív sa postupným a predvídateľným tempom znižuje, keďže Eurosystem už istinu zo splatených cenných papierov nereinvestuje v plnej výške.

V rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív (pandemic emergency purchase programme – PEPP) už Eurosystem istinu zo splatených cenných papierov nereinvestuje v plnej výške, v dôsledku čoho sa objem portfólia PEPP znižuje priemerným tempom 7,5 mld. € za mesiac. Na konci roka 2024 Rada guvernérov mieni reinvestície v rámci programu PEPP ukončiť.

Rada guvernérov bude naďalej pružne reinvestovať prostriedky zo splatených cenných papierov v rámci portfólia PEPP na potlačenie rizík súvisiacich s pandemiou ohrozujúcich fungovanie transmisného mechanizmu menovej politiky.

Počas splácania úverov poskytnutých bankám v rámci cielených dlhodobějších refinančných operácií bude Rada guvernérov pravidelne prehodnocovať úlohu cielených refinančných operácií a ich priebežného splácania v nastavení svojej menovej politiky.

## Záver

Rada guvernérov je odhodlaná zabezpečiť včasný návrat inflácie na cieľovú úroveň 2 % v strednodobom horizonte. Menovopolitické sadzby bude udržiavať na dostatočne reštriktívnej úrovni dovtedy, kým to bude nevyhnutné na dosiahnutie

tohto cieľa. Pri určovaní primeranej úrovne a dĺžky trvania reštrikcie sa Rada guvernérov bude naďalej riadiť aktuálnymi údajmi a rozhodnutia bude prijímať priebežne, zo zasadania na zasadanie. Rozhodnutia Rady guvernérov o úrokových sadzbách budú vychádzať predovšetkým z jej hodnotenia inflačného výhľadu na základe aktuálnych hospodárskych a finančných údajov, dynamiky vývoja základnej inflácie a účinnosti transmisie menovej politiky. Rada guvernérov sa vopred nezaväzuje k žiadnej konkrétnej trajektórii sadzieb.

Rada guvernérov je v každom prípade pripravená všetky svoje nástroje v medziach jej mandátu upraviť, aby zabezpečila návrat inflácie na jej cieľovú úroveň v strednodobom horizonte a naďalej plynulú transmisiu menovej politiky.



## 1 Vonkajšie prostredie

*Globálny ekonomický rast bol v druhom štvrťroku 2024 stabilný a rovnaká situácia sa predpokladá aj v treťom štvrťroku. Prichádzajúce údaje však signalizujú spomaľovanie priemyselnej výroby, pričom menová politika je stále reštriktívna. Tieto signály spolu so zvýšeným geopolitickým napätím a volatilitou na finančných trhoch naznačujú, že v krátkodobom horizonte sa môžu nepriaznivé vplyvy na rast zintenzívniť. Výhľad globálneho rastu a inflácie, ako sa odráža v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2024, sa v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2024 vo všeobecnosti nezmenil. Svetový obchod by sa podľa projekcií mal v tomto roku zotavovať a následne by mal rásť viac v súlade s vývojom svetovej hospodárskej aktivity. Na rok 2024 bol upravený mierne nahor, aby odrážal priaznivejšie výsledky v druhom štvrťroku, no krátkodobý výhľad zahrnutý do septembrových projekcií naznačuje, že výrazný rast zaznamenaný v druhom štvrťroku sa neudrží. Inflácia v popredných vyspelých a rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách by mala podľa očakávaní počas sledovaného obdobia postupne klesať.*

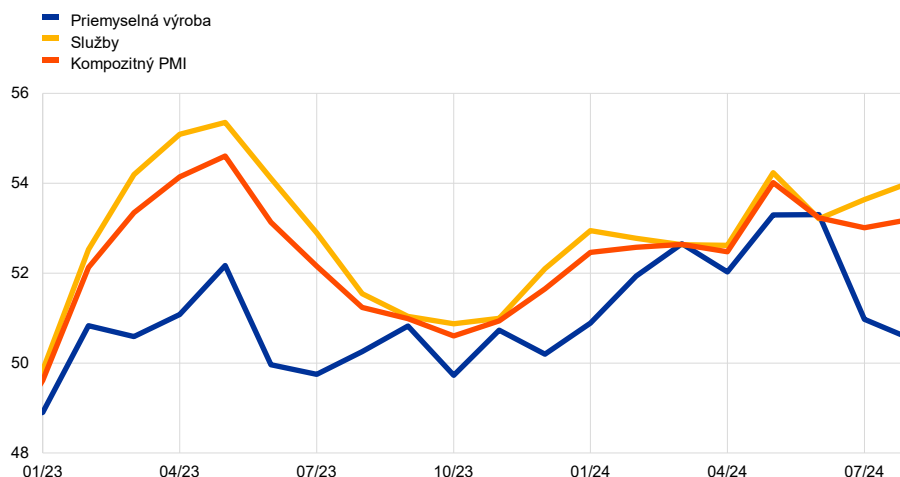
**Dynamika globálneho rastu zostáva pozitívna, ale v krátkodobom horizonte môže dôjsť k zintenzívneniu nepriaznivých vplyvov.** Globálny kompozitný index nákupných manažérov (PMI) (bez eurozóny) sa z júlových 53,0 v auguste mierne zvýšil na 53,2. Tento vývoj bol podporený nadpriemernými úrovňami indexu produkcie sektora služieb, zatiaľ čo produkcia výrobného sektora klesla tesne nad neutrálnu prahovú hodnotu (graf 1).<sup>1</sup> Tento pokles odrážal výrazné augustové spomalenie výrobných aktivít v Spojených štátoch, zatiaľ čo priemyselná produkcia v Číne sa po veľkom poklese v predchádzajúcom mesiaci v auguste mierne zlepšila. Aktuálne reálne aj odhadované údaje naznačujú spomaľovanie globálneho výrobného cyklu v prostredí stále reštriktívnych menových politik a spomaľovania rastu miezd. Tieto signály spolu so zvýšeným geopolitickým napätím a nedávnou volatilitou na globálnych finančných trhoch naznačujú, že nepriaznivé vplyvy na globálny rast sa môžu v krátkodobom horizonte zintenzívniť. Podľa odhadov sa globálny HDP v druhom štvrťroku zvýšil o 0,7 %, čo je o niečo menej ako tempo zaznamenané v prvom štvrťroku. Napriek tomu bol stále v súlade s júnovými projekciami odborníkov Eurosystemu a očakáva sa, že v treťom štvrťroku zostane stabilný.

<sup>1</sup> Keďže táto časť sa zameriava na vývoj externého prostredia eurozóny, všetky odkazy na svetové a globálne agregované ekonomické ukazovatele nezahŕňajú eurozónu.

## Graf 1

### Globálny index PMI pre výrobu

(difúznym index)



Zdroj: S&P Global Market Intelligence a výpočty ECB.  
Poznámka: Posledné údaje sú z augusta 2024.

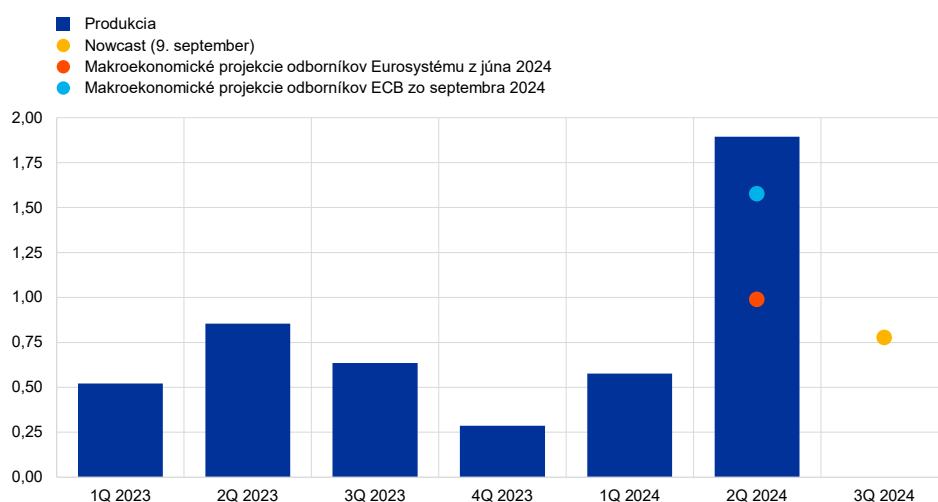
**Predpokladá sa, že globálny rast sa bude zvyšovať miernym tempom, teda v porovnaní s júnovými projekciami zostáva v podstate bez zmeny.** Po náraste o 3,5 % v roku 2023 sa rast svetového reálneho HDP v rokoch 2024 a 2025 predpokladá na úrovni 3,4 % a v roku 2026 na úrovni 3,3 %. Toto mierne spomalenie rastu počas sledovaného obdobia odráža doznievanie priaznivých vplyvov na spotrebiteľské výdavky v prostredí stále reštriktívneho nastavenia menovej politiky v prvých rokoch sledovaného obdobia, ako aj rastúce geopolitické napätie a zvýšenú neistotu súvisiacu s hospodárskou politikou. V porovnaní s júnovými projekciami bol rast svetového reálneho HDP počas sledovaného obdobia upravený nahor o 0,1 percentuálneho bodu. Táto úprava odráža o niečo rýchlejší rast na rozvíjajúcich sa trhoch v roku 2024 a vyšší rast hospodárstva Spojených štátov v rokoch 2025 až 2026. Ten súvisí s vyšším než pôvodne predpokladaným pozitívnym vplyvom čistej migrácie a s predpokladom, že pre domácnosti s nižšími príjmami bude pokračovať zníženie daní z roku 2017, keďže je súčasťou volebných programov oboch prezidentských kandidátov.

**Rast svetového obchodu sa v druhom štvrtroku výrazne zvýšil v dôsledku predzásobenia dovozom tovarov vo vyspelých ekonomikách.** V druhom štvrtroku globálny dovoz medzikvartálne poskočil o 1,9 %, čo je viac ako trojnásobok tempa zaznamenaného na začiatku tohto roka a výrazne prekračuje júnové projekcie. Tento silný rast bol podporený predzásobením vyspelých ekonomik dovozom z Číny a ďalších rozvíjajúcich sa ázijských krajín. Mesačné údaje o obchode naznačujú, že spoločnosti doplnili zásoby na vianočné obdobie približne o šesť týždňov skôr ako v bežnom roku, čo pravdepodobne odráža obavy z opätovného obmedzenia dodávok a napätia v obchode na pozadí rastúcich geopolitických rizík. Hoci údaje o svetovom obchode zostávajú vo svojej podstate volatilné, septembrové prognózy naznačujú, že takýto silný rast sa v najbližšom

období neudrží, keďže vplyv predzásobenia sa vytráca.<sup>2</sup> Zodpovedá to signálom z nástroja ECB na prognózovanie nowcasting, ktorý zahŕňa tvrdé aj mäkké údaje o svetovom obchode (graf 2). Na spomalenie obchodu v treťom štvrtroku konkrétne poukazujú slabé vývozné objednávky naznačené prieskumami PMI, ako aj odhady obchodného obratu založené na pohybe lodí. Napriek tomu by vývoj obchodu do konca roka mala naďalej podporovať normalizácia cyklu zásob a priaznivejšia štruktúra dopytu.

**Graf 2**  
Svetový dovoz

(štvrtročná percentuálna zmena)



Zdroj: Národné údaje (prostredníctvom Haver Analytics) a výpočty ECB.

Poznámka: Agregované svetové údaje nezahŕňajú eurozónu. Krátkodobá prognóza nowcast vychádza z dynamického faktorového modelu, ktorý je založený na 30 mesačných premenných zahŕňajúcich priemyselnú výrobu, maloobchodný predaj, obchod, trh práce, prieskumy a bývanie. Posledné údaje použité na krátkodobú prognózu sú z augusta 2024.

**Svetový obchod by sa mal podľa projekcií v tomto roku zotavovať a počas zvyšku sledovaného obdobia by mal rásť viac v súlade s vývojom svetovej hospodárskej aktivity.** Po období slabšej dynamiky rastu v prostredí

popandemického vyrovnávania dopytu z tovarov do služieb došlo na prelome rokov k oživeniu svetového obchodu, pričom k tomuto oživeniu prispelo predzásobenie dovozom vo vyspelých ekonomikách v druhom štvrtroku. Celkovo sa predpokladá, že rast svetového dovozu v tomto roku dosiahne 3,1 %, čo je o 0,5 percentuálneho bodu viac, ako sa predpokladalo v júnových projekciách. Tento vývoj je predovšetkým odrazom silnejšej dynamiky v druhom štvrtroku, zatiaľ čo štvrtročný rast v druhej polovici roka 2024 by mal zostať nezmenený. Rast globálneho dovozu by sa mal podľa projekcií zvýšiť na 3,4 % v roku 2025 a 3,3 % v roku 2026.

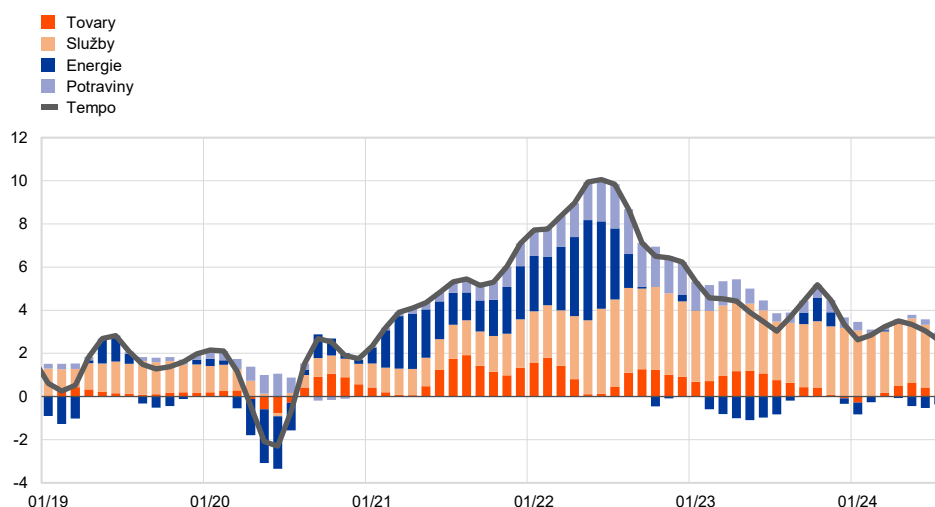
**Aktuálne údaje naznačujú, že postupné znižovanie inflácie sa obnoví, aj napriek jej miernemu júlovému nárastu.** Celková inflácia indexu spotrebiteľských cien (CPI) v členských krajinách Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj

<sup>2</sup> Ak by predzásobené nákupy firiem postačovali na uspokojenie spotrebiteľského dopytu, globálny obchod by sa v krátkodobom horizonte mohol ešte viac oslabiť.

(OECD) sa v júli zvýšila na 3,0 % z 2,8 % v predchádzajúcom mesiaci.<sup>3</sup> Jadrová inflácia (bez energií a potravín) sa v júli tiež mierne zvýšila, a to na 3,2 % z júnových 3,1 %. Klesajúca dynamika celkovej inflácie CPI meranej ako trojmesačná anualizovaná percentuálna zmena naznačuje, že v najbližšom období sa v krajinách OECD obnoví dezinflácia (graf 3), ktorú podporuje pokračujúce ochladzovanie trhov práce vo všetkých veľkých ekonomikách.

### Graf 3 Dynamika celkovej inflácie CPI v OECD

(medzištvrtročná anualizovaná percentuálna zmena, príspevky v p. b.)



Zdroj: OECD a výpočty ECB.

Poznámka: Príspevky jednotlivých zložiek celkovej inflácie OECD uvedené v grafe sú konštruované zdola nahor na základe dostupných údajov za jednotlivé krajiny, ktoré spolu tvoria 84 % agregátu za OECD. Inflácia tovarov sa počíta ako reziduálny príspevok celkových tovarov mínus príspevky energií a potravín. Posledné údaje sú z júla 2024.

**Ceny ropy od posledného zasadania Rady guvernérov klesli, zatiaľ čo ceny plynu v Európe vzrástli.** Ceny ropy Brent v porovnaní s úrovňami zaznamenanými v čase posledného zasadania Rady guvernérov klesli takmer o 10 %. Je to spôsobené kombináciou viacerých faktorov vrátane, na strane dopytu, poklesu dovozu ropy do Číny na najnižšiu úroveň za posledné roky v dôsledku slabšej hospodárskej aktivity. K nižším cenám ropy prispel aj negatívny rizikový sentiment súvisiaci s výpredajom na trhu začiatkom augusta, zatiaľ čo na strane ponuky boli ceny ropy tlačené nahor správami o napätí na Blízkom východe a o výpadkoch v líbyjských ropných oblastiach. Ceny plynu v Európe sa v reakcii na geopolitické obavy zvýšili o 17,7 %. Tie súvisia najmä s eskaláciou napätia na Blízkom východe a preniknutím ukrajinských vojsk na ruské územie, ktoré vyvolalo obavy investorov v súvislosti s možným narušením dodávok na ukrajinskej tranzitnej trase plynu.

**Hospodárska aktivita v Spojených štátoch zostáva silná vďaka prebiehajúcej korekcii na trhu práce a postupne klesajúcej inflácii.** Reálny HDP sa v druhom štvrtroku zvýšil o 0,7 %, k čomu prispel silný domáci dopyt a zásoby, ktoré viac než vykompenzovali nepriaznivý vplyv výrazného zvýšenia dovozu. Hospodársku aktivitu

<sup>3</sup> Do agregovaných údajov OECD o celkovej a jadrovej inflácii nie je zahrnuté Turecko, keďže úroveň jeho inflácie zostala na vysokých dvojciferných hodnotách. Celková inflácia CPI v členských krajinách OECD vrátane Turecka by inak v júli 2024 dosiahla 5,4 % (v júni 5,6 %) a jadrová inflácia by bola 5,4 % v júli 2024 (5,9 % v júni).

podporili značné spotrebné výdavky. Vysokofrekvenčné ukazovatele naznačujú trvalý, aj keď mierne klesajúci rast v najbližšom období, bez známok bezprostrednej recesie. Obavy trhu z možnej recesie sa zvýšili v auguste po júlovej správe o zamestnanosti v Spojených štátoch a následnej volatilitě na svetových finančných trhoch, ktorá odvtedy ustúpila. Krátkodobé prognózy odborníkov ECB aj prognózy zverejňované regionálnymi Federálnymi rezervnými bankami poukazujú na mierne spomalenie rastu v treťom štvrtroku, čo zodpovedá oneskoreným účinkom reštriktívnej menovej politiky Federálneho rezervného systému na hospodársku aktivitu. Trh práce Spojených štátov sa naďalej zmierňoval, ale celkovo zostal v dobrej kondícii. Miera rastu zamestnanosti mimo poľnohospodárstva bola v auguste mierne nižšia ako očakávania trhu a priemerné mesačné prírastky za predchádzajúcich 12 mesiacov. Zároveň sa čiastočne znížila miera nezamestnanosti na 4,2 %, zatiaľ čo miera participácie sa udržala na rovnakej úrovni. Ročná celková inflácia CPI sa v auguste znížila o niečo viac, ako sa očakávalo, a to na 2,5 % z júlových 2,9 %. Ide o najmenší nárast ročnej celkovej inflácie od marca 2021. Naproti tomu ročná miera jadrovej inflácie CPI zostala v auguste v porovnaní s júlom nezmenená na úrovni 3,2 %.

#### **Hospodárska aktivita v Číne sa spomaľuje, zatiaľ čo nová podpora v oblasti nehnuteľností na bývanie ešte nedokázala stabilizovať trh s bývaním.**

Rast reálneho HDP sa v druhom štvrtroku výrazne spomalil na 0,7 %, z 1,5 % v prvom štvrtroku, keďže pokles cien nehnuteľností spôsobil zníženie spotrebiteľských výdavkov a pominuli aj impulzy vyplývajúce z programu stimulov z konca roka 2023. Júlové údaje o hospodárskej aktivite boli zväčša nevýrazné, napriek určitým pozitívnym signálom v niektorých výrobných sektoroch a v oblasti vývozu. Rast maloobchodného predaja bol tlmený a priemyselná produkcia sa ďalej spomaľovala. Investície do fixných aktív zostali tiež nízke, keďže investície do nehnuteľností sa znížili, a to aj napriek pomerne silným investíciám do výroby a infraštruktúry. Najvýznamnejšou hybnou silou rastu bol naďalej vývoz podporovaný klesajúcimi cenami vývozu. Ročná miera rastu nominálneho vývozu bola výrazná aj v júli, napriek väčšiemu spomaleniu v porovnaní s očakávaním. Čínski výrobcovia zaznamenali výrazný nárast objemu vývozu vo všetkých hlavných kategóriách výrobkov, keďže klesajúce vývozné ceny podporili ich konkurencieschopnosť. Trh s nehnuteľnosťami ešte stále nevykazuje známky zlepšenia, preto zostáva brzdou pre rast, zatiaľ čo nový balík menovopolitických opatrení oznámený v polovici mája ani predchádzajúce opatrenia sa ešte neprejavili. Vzhľadom na pomerne neuspokojivé vyhliadky rastu sa čínske orgány čoraz viac obávajú, že nespĺnia svoj cieľ rastu „okolo 5 %“, a 30. júla politbyro Komunistckej strany Číny vyzvalo na prijatie ďalších menovopolitických opatrení na podporu spotreby. Celková inflácia CPI v Číne sa v auguste mierne zvýšila, zatiaľ čo jadrová inflácia CPI aj inflácia cien výrobcov ďalej klesali. Stagnujúci domáci dopyt, hlavne súkromná spotreba, spôsobený nepriaznivými faktormi na trhu s nehnuteľnosťami a nízkymi cenami v priemysle naznačuje, že inflačné tlaky v čínskej ekonomike zostanú tlmené.

**Spojené kráľovstvo zaznamenalo v druhom štvrtroku 2024 výrazný rast reálneho HDP a mierne zvýšenie inflácie.** Reálny HDP vzrástol v druhom štvrtroku 2024 o 0,6 %, čo je len o niečo menej ako 0,7 % zaznamenaných v prvom štvrtroku. Po nevýraznej technickej recesii v minulom roku dosiahlo hospodárstvo Spojeného

kráľovstva v prvej polovici tohto roka prekvapujúco silné oživenie, ktorého hybnou silou bol domáci dopyt. Dovoz, najmä z rozvíjajúcich sa trhových ekonomík, rástol značným tempom, čo pravdepodobne odráža predzásobenie, ktoré sa prejavuje aj v globálnom meradle. V druhej polovici tohto roka sa očakáva zmiernenie dynamiky rastu. Napriek súčasnej výraznej hospodárskej aktivite sa očakáva pokles rastu v dôsledku pokračujúcej reštriktívnej fiškálnej a menovej politiky. Nová labouristická vláda sa zaviazala dodržiavať dlhodobé fiškálne pravidlá, ktoré obmedzujú jej možnosti na stimuláciu dopytu. Čo sa týka menového vývoja, reálne úrokové miery sa podstatne zvýšili, pričom inflácia sa v posledných mesiacoch znížila a priblížila sa k cieľu Bank of England. Napriek nepriaznivým vplyvom sa ukazujú isté známky hospodárskeho rastu, ktoré súvisia s pretrvávajúcou odolnosťou domácností a podnikov. Keďže miera úspor sa stále zvyšuje a narastajú aj reálne mzdy, k čomu prispieva výrazný rast miezd a len malé zvýšenie nezamestnanosti, domácnosti v Spojenom kráľovstve by mohli mať priestor na zvýšenie výdavkov aj napriek reštriktívnym politikám. Celková inflácia CPI sa z 2,0 % zaznamenaných v máji a júni zvýšila v júli na 2,2 %. Tento nárast bol očakávaný a odrážal doznievanie záporných základných efektov z cien energií. Jadrová inflácia CPI (bez energií a potravín) sa v dôsledku poklesu cien služieb znížila z júnových 3,5 % na 3,3 % v júli. Toto zmiernenie inflácie služieb bolo väčšie, ako očakávali trhy aj Bank of England, a čiastočne je odrazom postupného doznievania sekundárnych účinkov vysokých cien energií. Riziká pomalšieho procesu znižovania inflácie však pretrvávajú, keďže inflácia služieb je v tomto roku stále vyššia, než sa očakávalo. Bank of England začala v júli cyklus uvoľňovania na základe údajov a znížila svoju základnú úrokovú sadzbu z 5,25 % na 5,0 %.

## 2 Hospodárska aktivita

*Ekonomika v druhom štvrtroku 2024 narástla o 0,2 %, po 0,3-percentnom raste v prvom štvrtroku, teda pomalšie ako sa očakávalo v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu pre eurozónu v júni 2024. Príspevok čistého obchodu k rastu v druhom štvrtroku bol kladný, zatiaľ čo príspevok domáceho dopytu sa znížil. Aktuálne informácie poukazujú na pokračujúci, aj keď pomalý rast v treťom štvrtroku 2024. Výsledky podnikateľských prieskumov sa čiastočne zhoršili, k čomu prispel aj zaznamenaný sentiment na trhu práce. V rámci sektorov sú na čele oživenia služby, ktoré boli v treťom štvrtroku výrazne podporené olympijskými hrami v Paríži. Sektor priemyslu v kontexte vysokej neistoty vykazuje stále slabý vývoj produkcie aj objednávok. V budúcnosti sa očakáva ďalšie oživenie reálneho HDP v dôsledku pokračujúceho zvyšovania reálnych príjmov, posilňovania zahraničného dopytu a doznievania tlmiacich účinkov prísnej menovej politiky. Pokračujúci rast reálneho disponibilného príjmu by mal podporiť súkromnú spotrebu, ktorá by sa mala od druhej polovice roka 2024 stať hlavnou hybnou silou rastu. Výdavky domácností by mal podporiť aj stále odolný trh práce spolu s postupne sa zvyšujúcou spotrebiteľskou dôverou a klesajúcou neistotou.*

*Toto hodnotenie sa v zásade odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2024, podľa ktorých má ročný rast reálneho HDP v roku 2024 dosiahnuť 0,8 % a v rokoch 2025 a 2026 by sa mal zvýšiť na 1,3 %, resp. 1,5 %.<sup>4</sup>*

**Podľa najnovšieho odhadu Eurostatu sa reálny HDP v druhom štvrtroku 2024 medzištvrtročne zvýšil o 0,2 % a v predchádzajúcom štvrtroku stúpol o 0,3 % (graf 4).** Príspevok čistého obchodu k rastu bol v druhom štvrtroku kladný, zatiaľ čo príspevok domáceho dopytu bol záporný a príspevok zmeny stavu zásob bol neutrálny. K zlepšeniu celkovej pridanej hodnoty prispeli výlučne služby, kým v priemysle a stavebníctve došlo k poklesu.

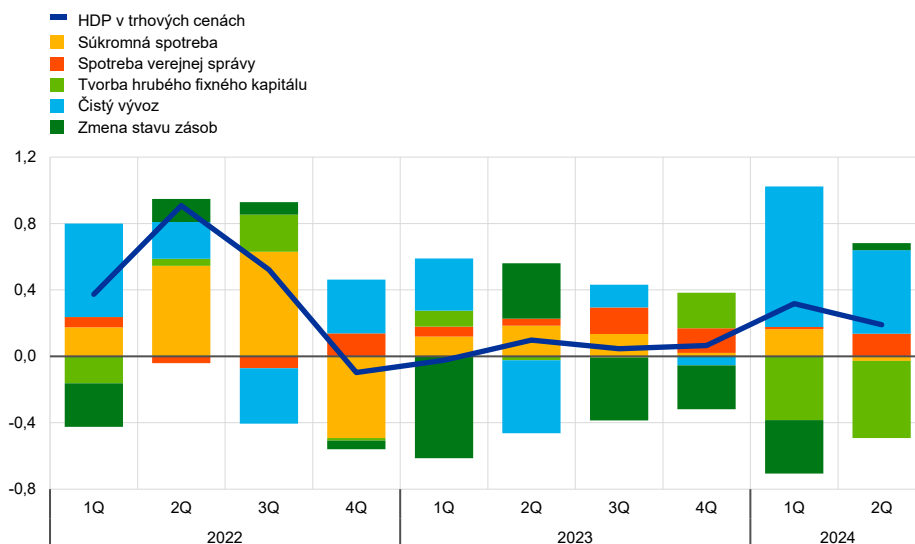
<sup>4</sup> Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, september 2024, zverejnené 12. septembra 2024 na internetovej stránke ECB.



## Graf 4

### Reálny HDP eurozóny a jeho zložky

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



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z druhého štvrťroka 2024.

### Údaje z prieskumu poukazujú na pokračujúcu expanziu v treťom štvrťroku

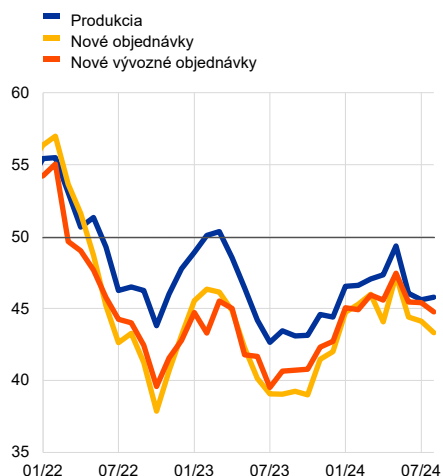
**2024 ťahanú službami.** Kompozitný index nákupných manažérov (PMI) pre výrobu klesol z 51,6 v druhom štvrťroku 2024 na priemerných 50,6 v júli a auguste. Tento index, ktorý naďalej naznačuje rast, si tak zachoval trend, ktorý nastúpil v októbri 2023, napriek aktuálnemu miernemu spomaleniu. Pokiaľ ide o jednotlivé sektory, ukazovateľ PMI pre produkciu v priemyselnej výrobe zostal počas júla a augusta v oblasti kontrakcie, čím sa prerušil rast trvajúci od leta 2023 (graf 5, panel a). Index nových objednávok, ktorý by mal byť viac výhľadový, vykazuje podobný vývoj. Celkovo tieto ukazovatele naznačujú, že sektor priemyslu zostane v budúcnosti slabý v dôsledku nevýrazného dopytu po tovaroch a vplyvom minulého sprísňovania menovej politiky. Údaje PMI za sektor služieb, ktorý bol doteraz hlavnou silou oživenia aktivity, naďalej poukazujú na pozitívny rast aktivity aj nových obchodov (graf 5, panel b). Služby profitovali aj z nárastu výdavkov v kontaktných službách v súvislosti s olympijskými hrami v Paríži. Vývoj PMI naznačuje, že aktuálna divergencia medzi sektormi bude v krátkodobom horizonte pravdepodobne pretrvávať.

## Graf 5

### Ukazovatele PMI v hospodárskych sektoroch

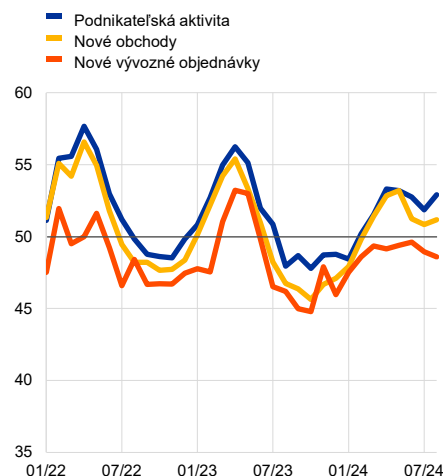
#### a) Priemyselná výroba

(difúzný index)



#### b) Služby

(difúzný index)



Zdroj: S&P Global Market Intelligence.

Poznámka: Posledné údaje sú z augusta 2024.

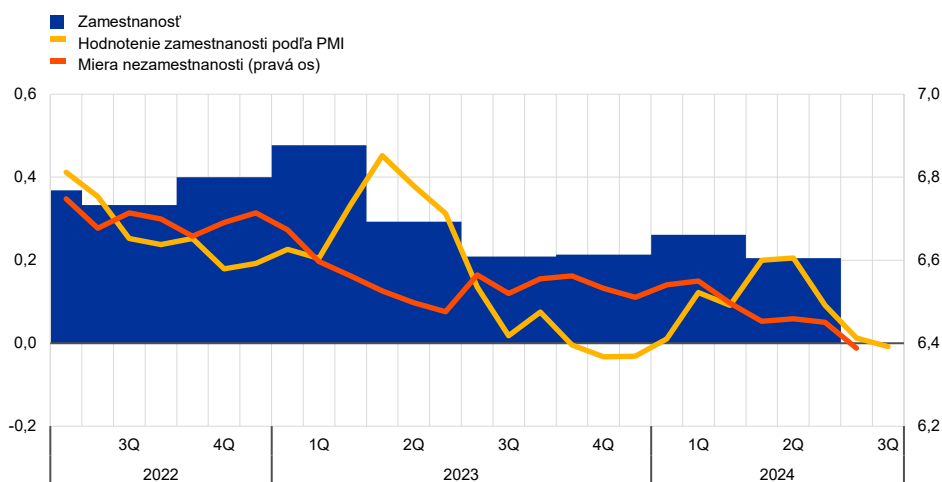
**Rast zamestnanosti sa v druhom štvrtroku 2024 spomalil.** Zamestnanosť v druhom štvrtroku vzrástla o 0,2 % (graf 6, panel a), hlavne v dôsledku pokračujúceho, hoci spomaľujúceho sa rastu pracovnej sily. Produktivita na zamestnanca a priemerný počet odpracovaných hodín zostali v druhom štvrtroku 2024 stabilné. Miera nezamestnanosti sa z júnových 6,5 % v júli nepatrne znížila na 6,4 %, čo bolo spôsobené nižším počtom nezamestnaných a spomaľujúcim sa rastom pracovnej sily. Dopyt po pracovnej sile sa mierne znížil z vysokých úrovní zaznamenaných po pandémie, pričom miera voľných pracovných miest v druhom štvrtroku klesla na 2,6 %, čo je o 0,3 percentuálneho bodu menej ako v predchádzajúcom štvrtroku a blíži sa k vrcholu spred pandémie.

## Graf 6

### Zamestnanosť v eurozóne, hodnotenie miery zamestnanosti a nezamestnanosti podľa PMI a PMI zamestnanosti podľa sektorov

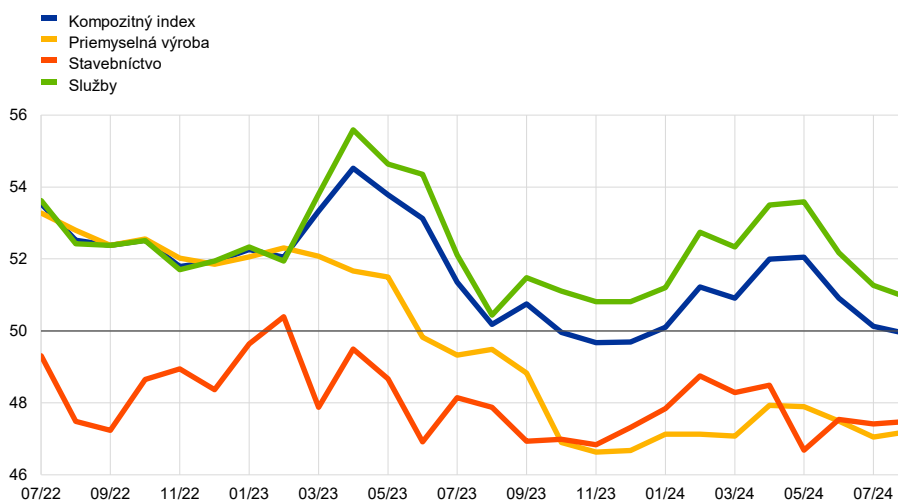
#### a) Zamestnanosť, hodnotenie miery zamestnanosti a nezamestnanosti podľa PMI

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



#### b) PMI zamestnanosti podľa sektorov

(difúznym index)



Zdroj: Eurostat, S&P Global Market Intelligence a výpočty ECB.

Poznámka: Dve krivky v paneli a predstavujú mesačný vývoj a stĺpce znázorňujú štvrtročné údaje. PMI je vyjadrený ako odchýlka od 50 a následne vydelený desiatimi, čím sa meria medzištvrtročný rast zamestnanosti. Posledné údaje o zamestnanosti sú z druhého štvrtroka 2024, o ukazovateľoch zamestnanosti PMI z augusta 2024 a o miere nezamestnanosti z júla 2024. V paneli b sú posledné údaje z augusta 2024.

#### Krátkodobé ukazovatele trhu práce poukazujú len na okrajový rast

**zamestnanosti v treťom štvrtroku 2024.** Mesačný kompozitný ukazovateľ PMI pre zamestnanosť zostal v auguste vo všeobecnosti takmer bez zmeny na úrovni 49,9 oproti júlovým 50,1, čo naznačuje ďalšie pravdepodobné spomaľovanie rastu zamestnanosti (graf 6, panel b). Ukazovateľ PMI v službách klesol z júlových 51,3 na 50,9 v auguste. Naopak, ukazovatele PMI vo výrobnom sektore a stavebníctve sa mierne zvýšili, zostali však v pásme kontrakcie.

**Súkromná spotreba v druhom štvrtroku 2024 klesla, no očakáva sa jej zlepšenie.**

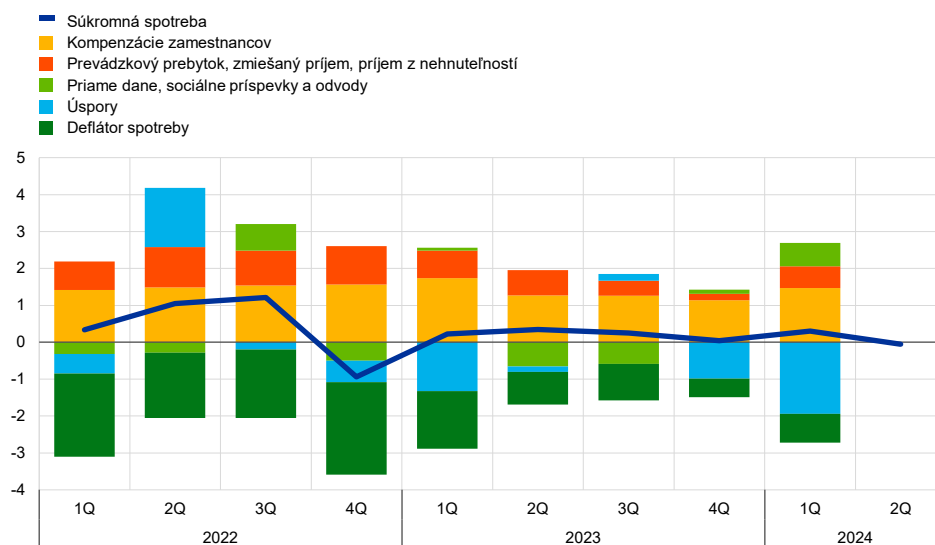
Súkromná spotreba sa po slabom priemernom raste v predchádzajúcich štvrtrokoch v druhom štvrtroku 2024 okrajovo znížila. Tento tlmený rast kontrastuje s výrazným zlepšením kúpnej sily domácností od konca roka 2023, ktoré odráža nižšiu infláciu a rastúce pracovné a mimopracovné príjmy (graf 7, panel a). Rast príjmov podporil nárast úspor domácností, ktorý podľa všetkého odráža aj prísnejšie podmienky financovania (so zvýšenými úrokovými sadzbami a stále vysokými štandardmi spotrebiteľských úverov) a nízku mieru úverov, ako aj nižšiu potrebu využívať usparené rezervy v kontexte odolného trhu práce. Okrem toho stále pretrváva neistota a tlmená spotrebiteľská dôvera (box 3). Podľa aktuálnych údajov z prieskumov sa výdavky domácností v najbližšom období zvýšia. Ukazovatele Európskej komisie týkajúce sa podnikateľských očakávaní dopytu v kontaktných službách a predpokladov v oblasti maloobchodu na nasledujúce tri mesiace sa v auguste zlepšili – zostali nad predpandemickým priemerom, resp. sa približovali k priemeru spred pandémie (graf 7, panel b). Aj očakávania spotrebiteľov v oblasti veľkých nákupov v nasledujúcich dvanástich mesiacoch, ktoré v júli prekročili úroveň spred pandémie a v auguste zostali v jej blízkosti, naznačujú zvýšenie spotrebiteľského dopytu. Podobne aj najnovší prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB ukázal rastúci sklon k veľkým nákupom v nasledujúcich dvanástich mesiacoch, pričom na vysokej úrovni zostal aj očakávaný nákup dovolení.

## Graf 7

Rozklad rastu súkromnej spotreby a očakávania pre kontaktné služby, maloobchod a veľké nákupy

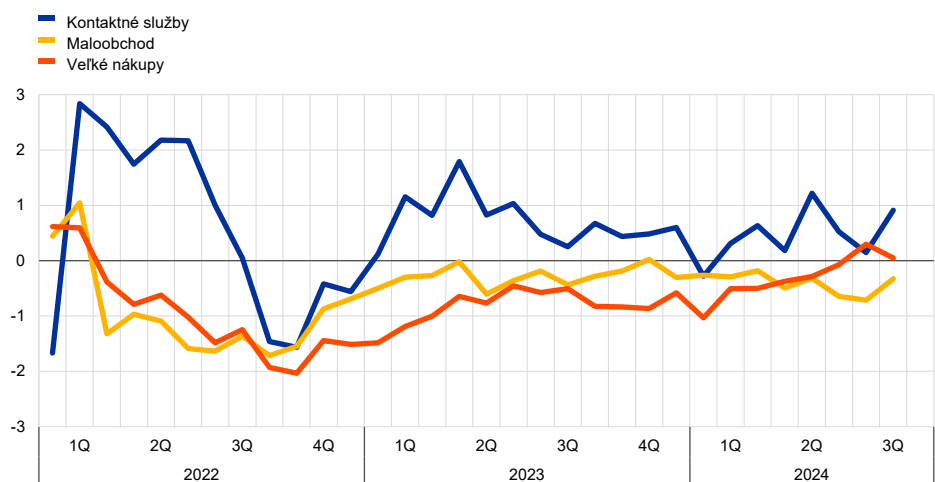
### a) Rozklad rastu súkromnej spotreby

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



### b) Očakávania

(štandardizované percentuálne zostatky)



Zdroj: Eurostat, Európska komisia a výpočty ECB.

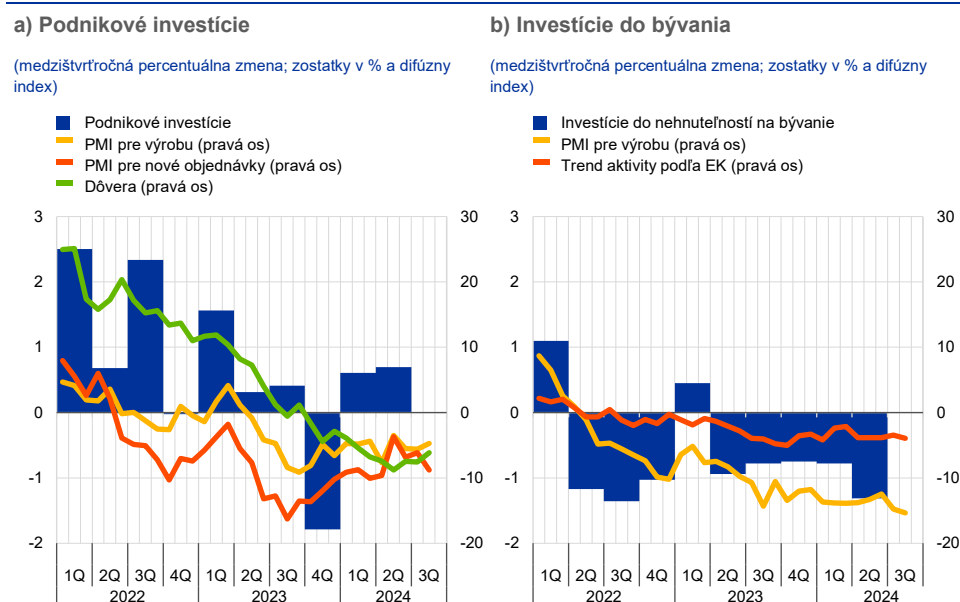
Poznámka: V paneli a sú posledné údaje o súkromnej spotrebe za druhý štvrtrok 2024 a o príspevkoch za prvý štvrtrok 2024. V paneli b sa podnikateľské očakávania dopytu v kontaktných službách a očakávania maloobchodu vzťahujú na nasledujúce tri mesiace, zatiaľ čo očakávania spotrebiteľov ohľadom veľkých nákupov sa týkajú nasledujúcich dvanástich mesiacov. Prvá séria je vzhľadom na dostupnosť údajov štandardizovaná na obdobie január 2005 – 2019, zatiaľ čo ďalšie dve série sú štandardizované na obdobie 1999 – 2019; „kontaktné služby“ zahŕňajú ubytovacie, cestovné a stravovacie služby. Posledné údaje sú z augusta 2024.

**Podnikateľské investície v druhom štvrtroku 2024 mierne stúpili, ale v druhej polovici roka pravdepodobne porastú menej.** Nestavebné investície bez írskych nehmotných aktív vzrástli v druhom štvrtroku 2024 o 0,7 % (a vrátane írskych nehmotných aktív klesli o 3,7 %). Krátkodobé ukazovatele dostupné do augusta naznačujú, že v treťom štvrtroku dôjde k ďalšiemu oslabeniu v sektore investičných tovarov (graf 8, panel a): index PMI sa v tomto roku pohyboval prevažne oboma smermi a ukazovateľ dôvery Európskej komisie sa v posledných mesiacoch okrajovo

zvýšil z nízkej úrovne. Predstihové ukazovatele pre tento sektor, ako je augustový ukazovateľ PMI pre nové objednávky, klesli. Investície zrejme zostanú aj v nadchádzajúcom období brzdené slabým dopytom v prostredí klesajúceho využitia kapacít a stále zvýšenej neistoty. Podľa prieskumu Komisie za tretí štvrťrok 2024, ktorý bol uverejnený v júli, dopyt podporuje produkciu v sektore investičných tovarov menej ako v minulosti. Údaje z prieskumov Komisie – ktoré odrážajú klesajúce využitie kapacít a názor, že priestorové a prístrojové možnosti čoraz menej obmedzujú produkciu v hospodárstve – naznačujú, že sa zmiernila aj bezprostredná potreba zvyšovať investície. Je možné, že sa investičné plány odkladajú aj pre zvýšenú neistotu alebo geopolitické riziká. V strednodobom horizonte sa očakáva pokračujúci rast podnikateľských investícií, ktorý bude vyvolaný predpokladaným nárastom dopytu, slabným vplyvom prísnych podmienok financovania a veľkou potrebou zelených a digitálnych investícií.

### Graf 8

#### Dynamika reálnych investícií a údaje z prieskumov



Zdroj: Eurostat, Európska komisia, S&P Global Market Intelligence a výpočty ECB.

Poznámka: Čiary označujú mesačný vývoj, stĺpce zobrazujú štvrťročné údaje. PMI sú vyjadrené ako odchýlka od 50. V paneli a sa podnikové investície merajú nestavebnými investíciami bez írskeho nehmotného majetku. Krivky indexov PMI vyjadrujú odpovede sektora investičného majetku. V prípade podnikových investícií sú posledné údaje z druhého štvrťroka 2024 a v prípade všetkých ostatných položiek z augusta 2024. V paneli b sa krivka ukazovateľa Európskej komisie pre trend aktivity vzťahuje na vážený priemer hodnotenia trendu aktivity v stavebníctve a v špecializovanej výstavbe v porovnaní s predchádzajúcimi tromi mesiacmi, ktorý je prepočítaný tak, aby mal rovnakú štandardnú odchýlku ako PMI. Krivka indexu PMI pre produkciu sa týka aktivity v oblasti nehnuteľností na bývanie. Posledné údaje v prípade investícií do nehnuteľností na bývanie sú z druhého štvrťroka 2024 a v prípade indexu PMI pre produkciu a trendu aktivity podľa Európskej komisie sú z augusta 2024.

**Investície do nehnuteľností na bývanie sa v druhom štvrťroku 2024 výrazne znížili a v krátkodobom horizonte sa očakáva ich ďalšie klesanie, aj keď pomalším tempom.** Investície do nehnuteľností na bývanie v eurozóne klesli v druhom štvrťroku 2024 o 1,3 %, zatiaľ čo produkcia v stavebníctve a špecializovanej výstavbe sa znížila okrajovo o 0,2 %. Ukazovatele hospodárskej aktivity založené na prieskumoch poukazujú na ďalší pokles investícií do nehnuteľností na bývanie v treťom štvrťroku 2024, pričom ukazovateľ PMI pre produkciu nehnuteľností na bývanie a ukazovateľ Európskej komisie týkajúci sa stavebnej a špecializovanej stavebnej činnosti za posledné tri mesiace zostávajú

v pásme kontrakcie až do augusta (graf 8, panel b). Pokles investícií do nehnuteľností na bývanie sa však pravdepodobne spomalí. Podľa prieskumu Komisie sa zámer domácností v krátkodobom horizonte renovovať a kúpiť alebo postaviť si dom ďalej zlepšoval aj v treťom štvrťroku 2024. Z prieskumu spotrebiteľských očakávaní ECB zároveň vyplýva, že podiel domácností, ktoré považujú bývanie za dobrú investíciu, sa v júli naďalej zvyšoval vzhľadom na stabilizáciu očakávaní v oblasti úrokových sadzieb. Okrem toho v júlovom prieskume bankových úverov banky očakávali ďalšie zvyšovanie dopytu po úveroch na kúpu nehnuteľností na bývanie v treťom štvrťroku tohto roka. To všetko poukazuje na postupné zvyšovanie dopytu po nehnuteľnostiach na bývanie, čo by malo v konečnom dôsledku viesť k zlepšeniu investícií do nehnuteľností na bývanie.

### **Rast vývozu z eurozóny sa v druhom štvrťroku 2024 výrazne zmiernil.**

Po zvýšení v prvom štvrťroku sa rast vývozu eurozóny v druhom štvrťroku 2024 medzištvrtročne spomalil na 0,1 % (bez Írska pre vysokú mieru volatility údajov). Toto spomalenie zdôrazňuje pretrvávajúce problémy v oblasti konkurencieschopnosti vývozcov eurozóny, a to aj v prostredí oživenia globálneho dopytu. Naopak vývoz služieb naďalej prispieval k posilneniu celkovej vývozej výkonnosti v dôsledku značného dopytu po službách v cestovnom ruchu, obchode a informačných a komunikačných technológiách. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, najnovšie indexy PMI pre vývozné objednávky naznačujú, že vývozná výkonnosť zostane v blízkej budúcnosti tlmená. Zároveň sa zdá, že predchádzajúce oživenie rastu dovozu eurozóny stráca dynamiku. Rast dovozu v druhom štvrťroku stagnoval (a po vylúčení Írska bol nulový), keď výrobcovia z eurozóny v reakcii na slabší dopyt obmedzili nákup vstupov. Tento pokles bol vo veľkej miere spôsobený slabším vývozom tovarov. Čistý vývoz zaznamenal v druhom štvrťroku kladný príspevok k HDP na úrovni 0,5 %, čo je odrazom silnejšej výkonnosti vývozu v porovnaní s dovozom. So stabilizáciou dovozných cien sa však zlepšovanie podmienok obchodu zastavuje.

### **Očakáva sa, že ekonomika eurozóny bude v strednodobom horizonte pokračovať v oživovaní, a to najmä vďaka posilňovaniu súkromnej spotreby.**

V budúcnosti sa predpokladá oživenie reálneho HDP v dôsledku ďalšieho rastu reálnych príjmov, posilnenia zahraničného dopytu a skončenia tlmiacich účinkov prísnej menovej politiky. Pokračujúci rast reálneho disponibilného príjmu by mal podporiť súkromnú spotrebu, ktorá by sa mala od druhej polovice roka 2024 stať hlavnou hybnou silou rastu. Odolný trh práce spolu s postupne sa zvyšujúcou dôverou spotrebiteľov a klesajúcou neistotou by tiež mali podporiť výdavky domácností. Podnikové investície sa podľa projekcií neskôr zlepšia, a to najmä v dôsledku slabnúceho, ale stále prítomného vplyvu nedávneho sprísňovania menovej politiky, a podporí ich tiež domáci aj zahraničný dopyt.

### **Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2024 sa v roku 2024 predpokladá ročný rast reálneho HDP na úrovni 0,8 %, v roku 2025 na úrovni 1,3 % a v roku 2026 na úrovni 1,5 %.**

V porovnaní s júnovými projekciami ide o miernu úpravu nadol (-0,1 percentuálneho bodu za všetky roky), najmä v dôsledku nižšieho príspevku domáceho dopytu v najbližších štvrťrokoch.



### 3 Ceny a náklady

*Celková inflácia eurozóny klesla v auguste 2024 z júlových 2,6 % na 2,2 %, odrážajúc predovšetkým pokles inflácie cien energií. Väčšina ukazovateľov základnej inflácie zostala v júli celkovo nezmenená. Zdrojom silného tlaku na rast cien boli najmä mzdy. Celkové tempo rastu nákladov práce sa však zmiernuje, pričom zisky čiastočne tlmia vplyv stále zvýšených tlakov nákladov práce na infláciu, čo podporuje prebiehajúcu dezinfláciu. Ukazovatele dlhodobějších inflačných očakávaní v priebehu sledovaného obdobia zostali viac-menej stabilné a zväčša sa pohybovali v okolí 2 %, pričom trhové ukazovatele klesli bližšie k tejto úrovni. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2024 by mala celková inflácia postupne klesať a dosiahnuť 2,5 % v roku 2024, 2,2 % v roku 2025 a 1,9 % v roku 2026.<sup>5</sup>*

**Celková inflácia eurozóny meraná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP) v auguste 2024 klesla z júlových 2,6 % na 2,2 % (graf 9).<sup>6</sup>** Tento pokles bol spôsobený nižšou mierou inflácie cien energií a neenergetických priemyselných tovarov (non-energy industrial goods – NEIG), ktorá prevážila vyššiu mieru inflácie cien potravín a služieb. Ročná miera zmeny cien energií výrazne klesla z 1,2 % v júli 2024 na -3,0 % v auguste. Tento pokles bol spôsobený tlmiacim bázickým efektom v dôsledku výrazného nárastu cien energií v auguste 2023. Inflácia cien potravín sa v auguste 2024 mierne zvýšila na 2,4 % (z 2,3 % v júli), čo je odrazom vyššej ročnej miery zmeny cien nespracovaných potravín, zatiaľ čo ročná miera zmeny cien spracovaných potravín zostala nezmenená. Inflácia HICP bez cien energií a potravín (HICPX) sa v auguste znížila na 2,8 % (z júlovej úrovne 2,9 %) v dôsledku poklesu inflácie NEIG (0,4 % v auguste oproti 0,7 % v júli), a prevážila tak nárast inflácie cien služieb (4,2 % v auguste oproti 4,0 % v júli). V súčasnosti do značnej miery normalizované miery rastu cien NEIG sú odrazom zmiernovania skorších tlakov v cenovom reťazci, zatiaľ čo odolnejšia inflácia cien služieb súvisí s významnejšou úlohou nákladov práce v niektorých jej zložkách a s oneskoreným preceňovaním jej ďalších zložiek.

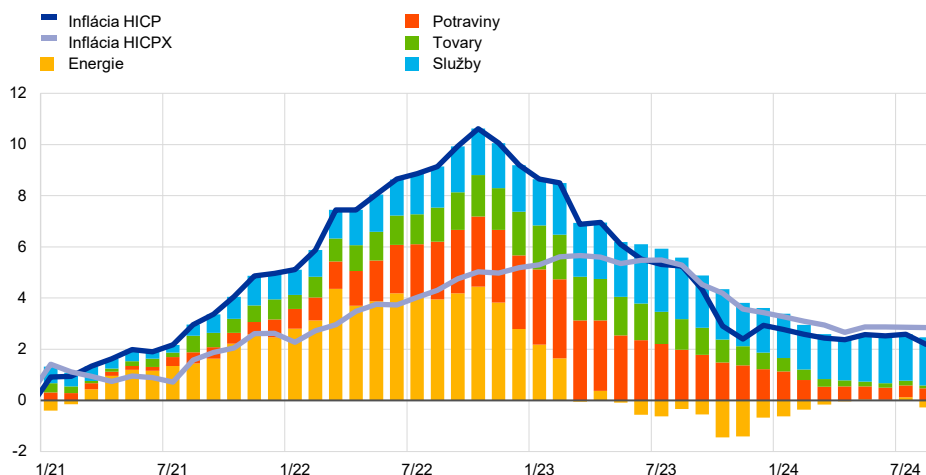
<sup>5</sup> [Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, september 2024](#), zverejnené 12. septembra 2024 na internetovej stránke ECB.

<sup>6</sup> Redakčná uzávierka údajov uvedených v tomto čísle Ekonomického bulletinu bola 11. septembra 2024. Údaje o inflácii HICP zverejnené 18. septembra 2024 (úplný odhad) potvrdili celkovú infláciu v auguste 2024 na úrovni 2,2 %. Inflácia cien potravín však v auguste 2024 zostala nezmenená na úrovni 2,3 % (rovnako ako v júli), zatiaľ čo inflácia cien služieb vzrástla v auguste z júlových 4,0 % na 4,1 %.

## Graf 9

### Celková inflácia a jej hlavné zložky

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



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámky: Tovary sa vzťahujú na NEIG. Posledné údaje sú z augusta 2024 (rýchly odhad).

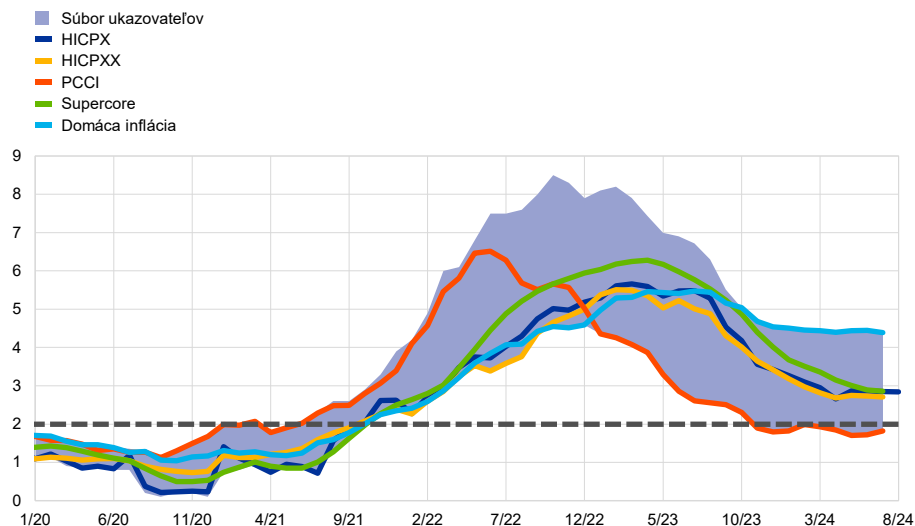
### Väčšina ukazovateľov základnej inflácie bola v júli stabilná, hoci na rôznych úrovniach (graf 10).

Hodnoty ukazovateľov sa v júli 2024 (najnovšie dostupné údaje) pohybovali v rámci intervalu od 1,8 % do 4,4 %. Ukazovateľ Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) sa zostavuje s cieľom identifikovať spoločný komponent inflácie v rámci komplexného súboru cenových pohybov a v súčasnosti je najlepším barometrom strednodobej inflácie v období po pandémie. Ukazovateľ PCCI sa nachádza v spodnej časti tohto intervalu, zatiaľ čo ukazovateľ domácej inflácie (bez zložiek HICP s vysokým podielom dovozu) v jeho hornej časti. Ukazovateľ Supercore, ktorý zahŕňa položky HICP citlivé na hospodársky cyklus, v júli dosiahol 2,9 % (rovnako ako v predchádzajúcom mesiaci). Inflácia HICPXX (ktorá označuje infláciu HICPX bez položiek súvisiacich s cestovným ruchom, odevov a obuvi) sa v júli takisto nezmenila a dosiahla 2,7 %, zatiaľ čo ukazovateľ PCCI sa v júli mierne zvýšil z júnových 1,7 % na 1,8 %. Ukazovateľ domácej inflácie v júli mierne klesol na 4,4 %, bol však naďalej vytrvalo vysoký, odrážajúc veľkú váhu položiek služieb, ako sú poistenie, rekreácia a ubytovacie služby.

## Graf 10

### Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

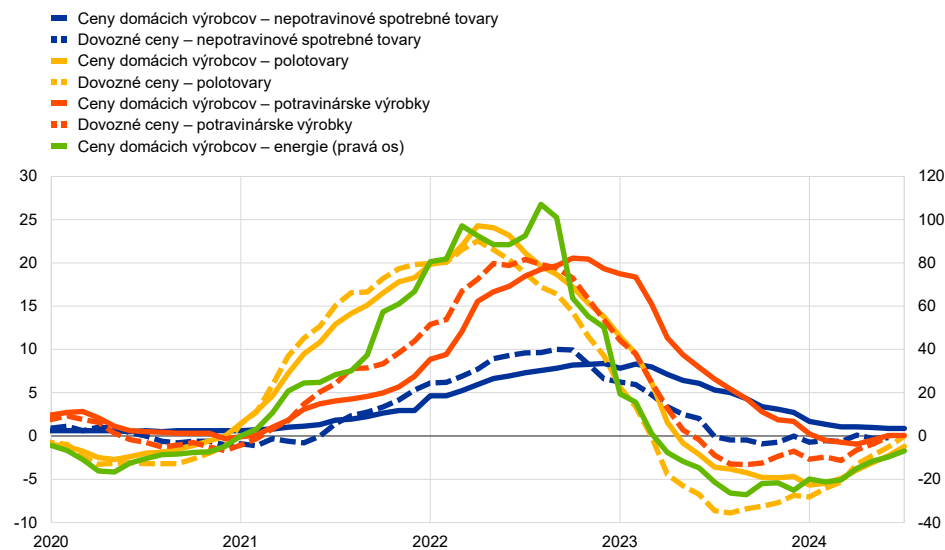
Poznámky: Súbor ukazovateľov základnej inflácie zahŕňa: HICP bez energií, HICP bez energií a nespracovaných potravín, HICPX, HICPXX, domácu infláciu, orezaný priemer 10 % a 30 %, ukazovateľ PCCI, ukazovateľ Supercore a vážený medián. V grafe sú zobrazené len vybrané ukazovatele. Šedá prerušovaná čiara označuje inflačný cieľ ECB na úrovni 2 % v strednodobom horizonte. V prípade inflácie HICPX sú posledné údaje z augusta 2024 (rýchly odhad) a v prípade ostatných ukazovateľov z júla 2024.

**Tlaky v cenovom reťazci boli naďalej mierne, no v súčasnosti vykazujú určité známky nárastu z nízkych úrovní (graf 11).** V počiatočných fázach cenového reťazca sa inflácia cien výrobcov energií, ktorá je od marca 2023 záporná, v júli mierne zvýšila z júnových -9,6 % na -6,9 %. V zápornom pásme (hoci o niečo menej než v predchádzajúcom mesiaci) zostala i ročná miera rastu cien výrobcov pri domacom predaji polotovarov (-1,2 % v júli, oproti -2,3 % v júni). Zodpovedajúca ročná miera rastu dovozných cien bola v júli nulová, po -1,3 % v júni. V neskorších fázach cenového reťazca zostala inflácia cien domácich výrobcov nepotravinových spotrebiteľských tovarov v júli nezmenená na úrovni 0,9 %. Nezmenila sa ani inflácia cien výrobcov potravinárskych výrobkov, ktorá zostala na úrovni 0,1 %. Tlaky dovozných cien v prípade spotrebiteľských tovarov sa v júli mierne zvýšili, čiastočne vzhľadom na skutočnosť, že medziročná zmena nominálneho efektívneho výmenného kurzu eura sa po predchádzajúcom náraste zmenila na celkovo neutrálnu. Celkovo sa tlaky v cenovom reťazci stabilizovali a momentálne vykazujú určité známky nárastu z nízkych úrovní, čo poukazuje na ústup zmierňovania tlakov v cenovom reťazci po predchádzajúcich šokoch vo vývoji nákladov.

## Graf 11

### Ukazovatele tlakov v cenovom reťazci

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: V prípade dovozných cien nepotravinových spotrebitelských tovarov a dovozných cien výrobcov potravinových výrobkov sú posledné údaje z júna 2024, v prípade ostatných ukazovateľov z júla 2024.

### Domáce nákladové tlaky merané rastom deflátoru HDP v druhom štvrtroku 2024 ďalej klesali, no celkovo boli naďalej zvýšené (graf 12).

Ročná miera rastu deflátoru HDP sa v druhom štvrtroku 2024 znížila na 3,0 %, z 3,6 % v predchádzajúcom štvrtroku. Tento pokles bol odrazom nižších príspevkov všetkých hlavných zložiek, no najviac k poklesu prispeli jednotkové náklady práce. Nižší vplyv jednotkových nákladov práce bol výsledkom spomalenia rastu miezd (meraného kompenzáciou na zamestnanca), ktorý klesol zo 4,8 % v prvom štvrtroku 2024 na 4,3 % v druhom štvrtroku. Znížil sa i mzdový rast meraný kompenzáciou na hodinu, na 4,2 % v druhom štvrtroku 2024 z 5,0 % v prvom štvrtroku. Rast dohodnutých miezd sa v druhom štvrtroku 2024 znížil na 3,5 %, zo 4,7 % v prvom štvrtroku, hoci údaje o najnovších mzdových dohodách z výhľadového mzdového monitora ECB poukazujú na výraznejší rast dohodnutých miezd v treťom štvrtroku 2024.<sup>7</sup> Celkovo však najnovší vývoj miezd poukazuje na klesajúcu úlohu kompenzácie za minulú vysokú infláciu a zodpovedajúce dobiehanie reálnych miezd.<sup>8</sup> Ročný rast kompenzácií na zamestnanca by mal v roku 2024 dosiahnuť v priemere 4,5 %. Očakáva sa, že počas sledovaného obdobia sa bude ďalej zmiernovať, hoci v dôsledku pretrvávajúceho nedostatku pracovných síl a inflačnej kompenzácie by mal zotrvať nad historickými úrovňami.

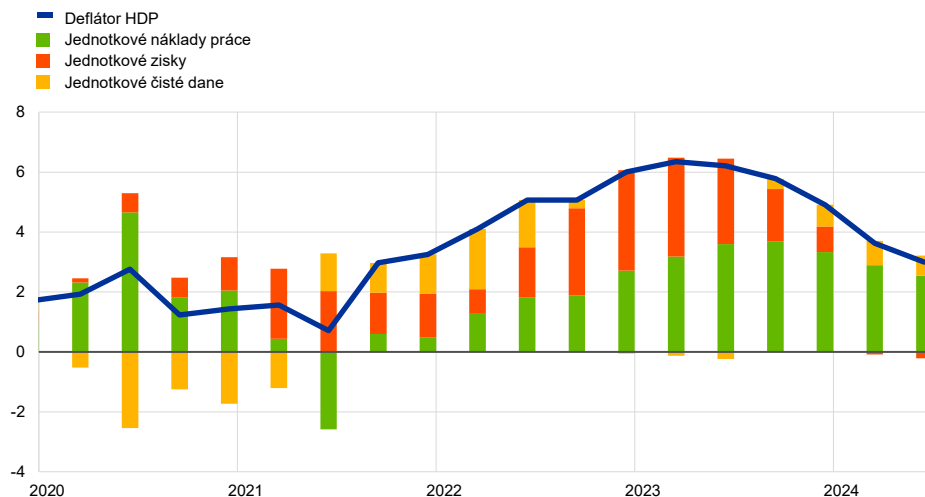
<sup>7</sup> Górnicka a Koester (red.), *A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area*, *Occasional Paper Series*, No 338, ECB, február 2024.

<sup>8</sup> Viac v boxe s názvom „Najnovší vývoj miezd a úloha mzdového posunu“ v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

## Graf 12

### Zložky deflátoru HDP

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



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámky: Posledné údaje sú z druhého štvrťroka 2024. Príspevok kompenzácie na zamestnanca k zmenám jednotkových nákladov práce je kladný, príspevok produktivity práce záporný.

### Ukazovatele dlhodobějších inflačných očakávaní odvodené z prieskumov zostali viac-menej nezmenené a zväčša sa pohybovali v okolí 2 %. Trhové ukazovatele počas hodnoteného obdobia klesli bližšie k tejto úrovni (graf 13).

Podľa prieskumu profesionálnych prognostikov (Survey of Professional Forecasters) ECB za tretí štvrťrok 2024 i prieskumu menových analytikov (Survey of Monetary Analysts) ECB za september 2024 bol priemer a medián dlhodobějších inflačných očakávaní (na rok 2029) na úrovni 2,0 %. Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie (na základe HICP bez tabakových výrobkov) na dlhšom konci výnosovej krivky klesli o približne 27 bázických bodov. Päťročná forwardová sadzba inflačných swapov o päť rokov dosiahla približne 2,1 %. Zároveň treba poznamenať, že tieto trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie nie sú priamym meradlom skutočných inflačných očakávaní účastníkov trhu, keďže tieto ukazovatele zahŕňajú inflačné rizikové prémie. Modelové odhady skutočných inflačných očakávaní bez inflačných rizikových prémie naďalej naznačujú inflačné očakávania účastníkov trhu v dlhodobejšom horizonte na úrovni okolo 2 %. Výrazne klesli aj trhové ukazovatele inflačných údajov za eurozónu v krátkodobom horizonte, čo naznačuje, že investori očakávajú ďalší pokles inflácie, jej úroveň počas zvyšku tohto roka v blízkosti 2 % a jej ustálenie pod úrovňou 2 % v nasledujúcom roku. Revízie očakávaní účastníkov trhu sú čiastočne spôsobené nižšími globálnymi cenami energií, najmä cenami ropy, ale aj obavami v súvislosti s hospodárskym rastom v Spojených štátoch. Jednoročná forwardová sadzba inflačne indexovaných swapov o jeden rok konkrétne v priebehu sledovaného obdobia klesla o 47 bázických bodov a v súčasnosti predstavuje 1,7 %. Pokiaľ ide o spotrebiteľov, inflačné očakávania sa v posledných mesiacoch podľa všetkého ustálili. Podľa prieskumu spotrebiteľských očakávaní (Consumer Expectations Survey – CES) ECB za júl 2024 zostal medián očakávaní celkovej inflácie na budúci rok nezmenený na úrovni 2,8 % (tretí mesiac za sebou), zatiaľ čo inflačné očakávania na obdobie o tri roky mierne stúpili z júnových 2,3 % na 2,4 %.

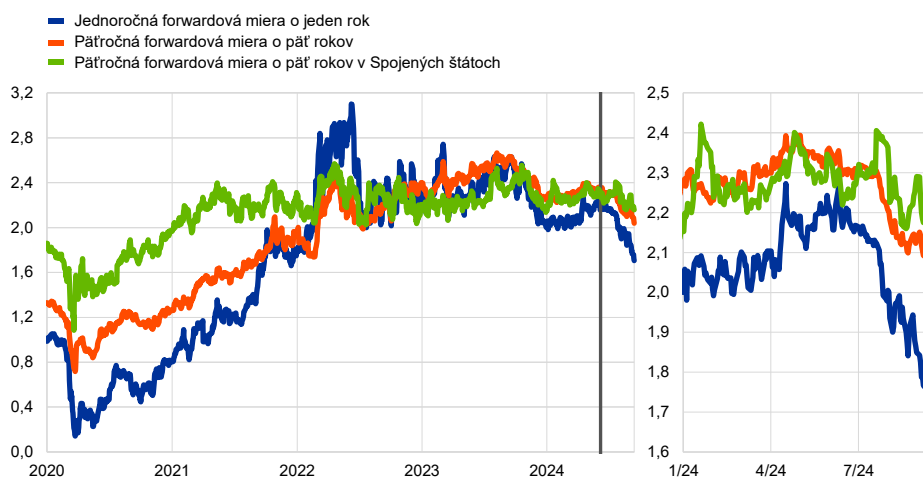
Vnímanie minulej inflácie v júli 2024 kleslo, no v horizonte jedného a troch rokov zostáva nad inflačnými očakávaniami.

### Graf 13

Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie a inflačné očakávania spotrebiteľov

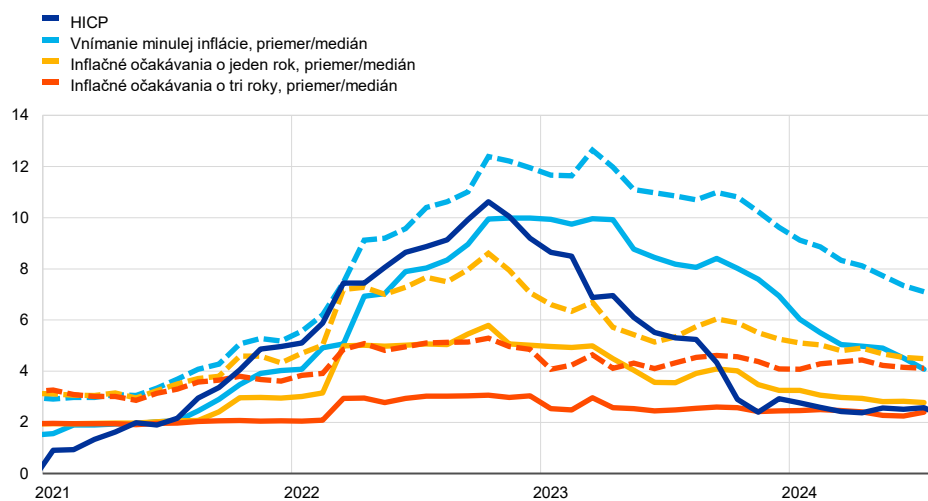
#### a) Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie

(ročná percentuálna zmena)



#### b) Celková inflácia a prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Refinitiv, Bloomberg, Eurostat, CES a výpočty ECB.

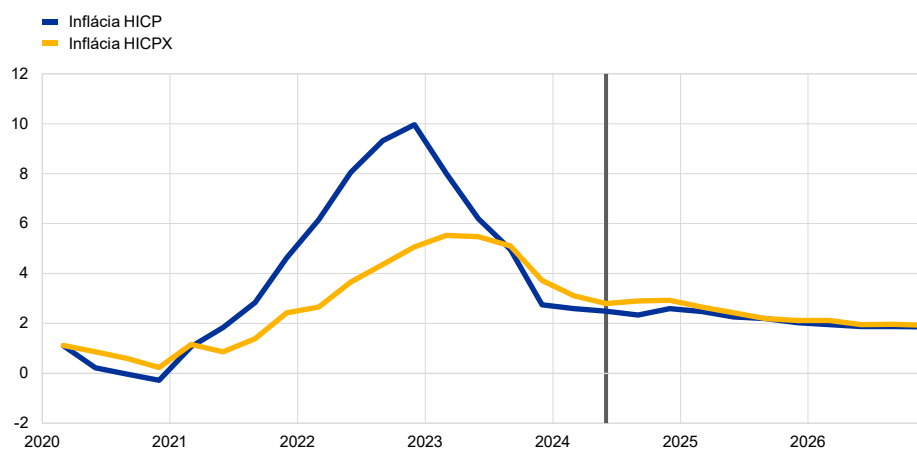
Poznámky: Panel a) znázorňuje forwardové sadzby inflačných swapov v rôznych horizontoch za eurozónu a päťročnú forwardovú rovnovážnu mieru inflácie o päť rokov za Spojené štáty. Vertikálna šedá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 6. júna 2024. Prerušované čiary v paneli b) označujú priemer, neprešované čiary medián. V prípade forwardových sadzieb sú posledné údaje z 11. septembra 2024, v prípade HICP z augusta 2024 (rýchly odhad) a v prípade ostatných ukazovateľov z júla 2024.

**Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2024 má celková inflácia v roku 2024 dosiahnuť v priemere 2,5 % a neskôr má ďalej klesať na 2,2 % v roku 2025 a 1,9 % v roku 2026 (graf 14).** Celková inflácia HICP by sa mala v poslednom štvrtroku 2024 mierne zvýšiť, najmä v dôsledku základných efektov cien energií, než sa vráti na klesajúcu trajektóriu. Celkový pokles v roku 2024 je odrazom pokračujúceho slabnutia tlakov v cenovom reťazci, ako aj vplyvu sprísňovania menovej politiky. V dôsledku pokračujúceho doznievania vplyvu

mzdového rastu a tlakov inflačnej kompenzácie v prostredí nedostatku pracovných síl sa očakáva pokračovanie postupného zmiernovania v nasledujúcich rokoch. V porovnaní s projekciami z júna 2024 zostali projekcie celkovej inflácie nezmenené. V prípade inflácie HICPX boli projekcie na roky 2024 a 2025 v porovnaní s projekciami z júna 2024 upravené mierne nahor o 0,1 percentuálneho bodu v dôsledku vyššej než očakávanej inflácie cien služieb. Odborníci ECB zároveň naďalej počítajú s rýchlym znižovaním jadrovej inflácie, z 2,9 % v roku 2024 na 2,3 % v roku 2025 a 2,0 % v roku 2026.

### Graf 14 Inflácia HICP a HICPX eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a makroekonomické projekcie odborníkov ECB zo septembra 2024.

Poznámky: Sivá zvislá čiara označuje posledný štvrťrok pred začiatkom sledovaného obdobia. Posledné údaje sú z druhého štvrťroka 2024 (skutočné údaje) a štvrtého štvrťroka 2026 (projekcie). Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2024 boli dokončené 29. augusta 2024 a redakčná uzávierka technických predpokladov bola 16. augusta 2024. Historické i skutočné údaje za infláciu HICP a infláciu HICPX majú štvrťročnú periodicitu.



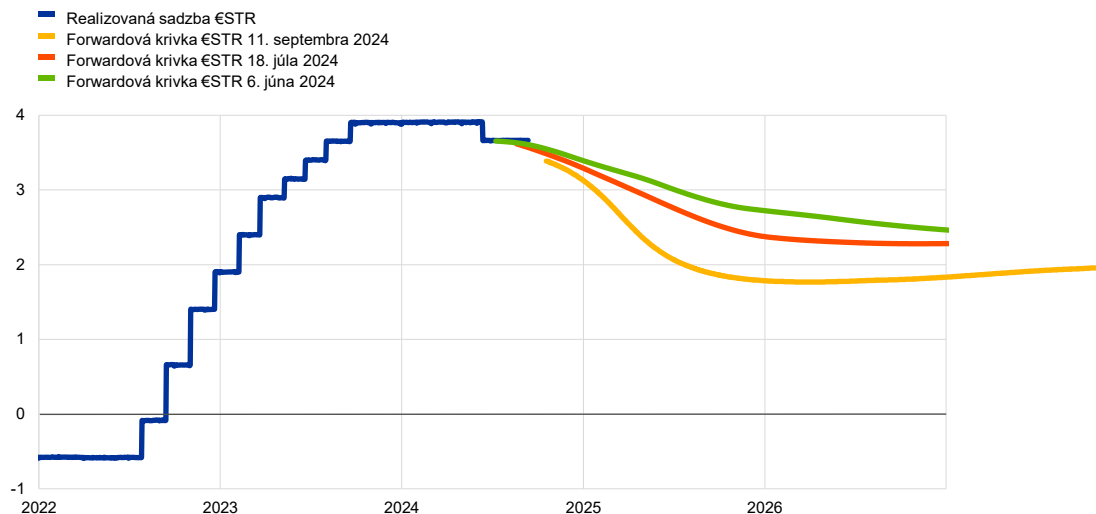
Počas sledovaného obdobia od 6. júna do 11. septembra 2024 došlo v dôsledku všeobecného prehodnotenia výhľadu ekonomického rastu a inflácie k zníženiu bezrizikových úrokových sadzieb vo vyspelých ekonomikách. Forwardové sadzby v eurozóne klesli vo všetkých splatnostiach, pričom účastníci trhu predpokladali rýchlejšie a väčšie kumulatívne zníženie základnej sadzby. Na konci sledovaného obdobia forwardové sadzby zahŕňali kumulatívne zníženie úrokových sadzieb do konca roka približne v rozsahu 60 bázických bodov, do ktorého trhu v plnej miere započítali aj zníženie sadzieb o 25 bázických bodov zo septembrového zasadania Rady guvernérov. Dlhodobé bezrizikové nominálne úrokové miery v eurozóne tiež klesli, čo je predovšetkým odrazom zníženia kompenzácií za infláciu, pričom sa okrajovo znížili aj dlhodobé reálne sadzby. Klesli aj výnosy štátnych dlhopisov, hoci v menšej miere ako bezrizikové sadzby, pričom určitú volatilitu spôsobili predčasné voľby vo Francúzsku a prepad cien na svetových akciových trhoch začiatkom augusta. V sledovanom období zaznamenali značnú volatilitu ceny rizikových aktív. Na začiatku augusta ceny akcií vykázali výrazné straty v dôsledku zhoršujúceho sa rizikového apetítu a zverejnenia slabých globálnych makroekonomických výsledkov. Napriek tomu, že ceny akcií podnikov v eurozóne získali späť veľkú časť pozícií, ktoré stratili začiatkom augusta, sú stále pod júnovou úroveňou, a to v dôsledku zníženia očakávaných ziskov a vyšších rizikových prémie. Na devízových trhoch sa euro voči americkému doláru mierne posilnilo, kým euro vážené zahraničným obchodom zostalo celkovo stabilné.

**Forwardová krivka jednoduchých indexových swapov (OIS) sa od júnového zasadania Rady guvernérov posunula nadol, keďže účastníci trhu očakávajú rýchlejšie a výraznejšie kumulatívne znižovanie základných úrokových sadzieb (graf 15).** Referenčná krátkodobá eurová sadzba (€STR) dosiahla počas sledovaného obdobia v priemere 3,7 % v nadväznosti na všeobecne očakávané rozhodnutie júnovej Rady guvernérov znížiť kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 bázických bodov. Nadbytočná likvidita sa od 6. júna do 11. septembra znížila približne o 130 mld. € na 3 072 mld. €. Bolo to predovšetkým odrazom júnového splatenia finančných prostriedkov požičaných v rámci tretej série cielených dlhodobejších refinančných operácií (TLTRO III) a zníženia portfólií cenných papierov držaných na účely menovej politiky, keďže Eurosystem už nereinvestuje splátky istiny zo splatných cenných papierov v portfóliu programu nákupu aktív (APP) a len čiastočne reinvestuje splátky istiny v portfóliu núdzového pandemického programu nákupu aktív (PEPP). Forwardová krivka OIS založená na €STR sa od júnového zasadania Rady guvernérov posunula nadol v dôsledku výrazného poklesu trhových ukazovateľov inflačnej kompenzácie a zverejnenia slabých globálnych makroekonomických údajov. V plnej miere zohľadnila zníženie úrokovej sadzby o 25 bázických bodov zo septembrového zasadania Rady guvernérov. Celkovo sa forwardová krivka posunula od zohľadnenia (6. júna) približne 35 bázických bodov kumulatívneho zníženia úrokových sadzieb v priebehu roka 2024 k zohľadneniu (11. septembra) približne 60 bázických bodov kumulatívneho zníženia.

## Graf 15

### Forwardové sadzby €STR

(v % p. a.)



Zdroj: Bloomberg a výpočty ECB.

Poznámka: Forwardová krivka sa odhaduje použitím spotových sadzieb OIS (€STR).

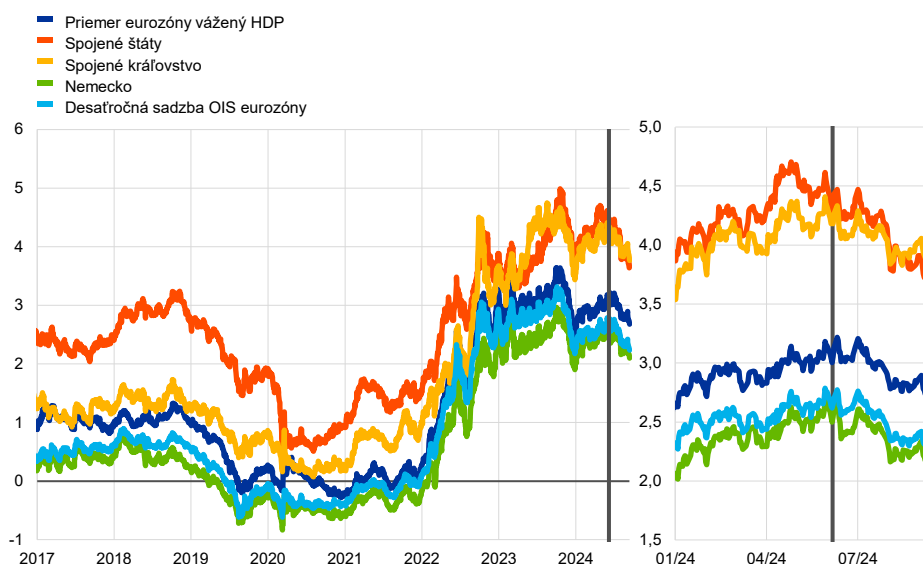
### Od júnového zasadania Rady guvernérov klesli v eurozóne aj dlhodobé bezrizikové sadzby, i keď menej ako ich americké náprotivky (graf 16).

Desaťročná sadzba jednoduchých indexových swapov v eurách klesla o 41 bázických bodov a na konci sledovaného obdobia bola približne na úrovni 2,2 %. Tento pokles dlhodobých nominálnych bezrizikových úrokových sadzieb bol odrazom poklesu inflačnej zložky, ktorý bol čiastočne spôsobený zverejnením makroekonomických údajov za eurozónu a zvýšenými globálnymi rizikami, ale predovšetkým vyplýval zo zverejnenia údajov Spojených štátov, ktoré viedli k ešte väčšiemu poklesu amerických dlhodobých úrokových sadzieb. Konkrétne, dlhodobé bezrizikové sadzby v Spojených štátoch kolísali výraznejšie a počas sledovaného obdobia badateľnejšie poklesli, a to najmä v dňoch zverejnenia makroekonomických údajov. Výnosy desaťročných štátnych cenných papierov Spojených štátov klesli o 63 bázických bodov na 3,7 %. V dôsledku toho sa diferenciál medzi dlhodobými bezrizikovými sadzbami v eurozóne a v Spojených štátoch zúžil približne o 20 bázických bodov. Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov Spojeného kráľovstva klesli o 42 bázických bodov na 3,8 %.

## Graf 16

### Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov a desaťročná sadzba OIS založená na €STR

(v % p. a.)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

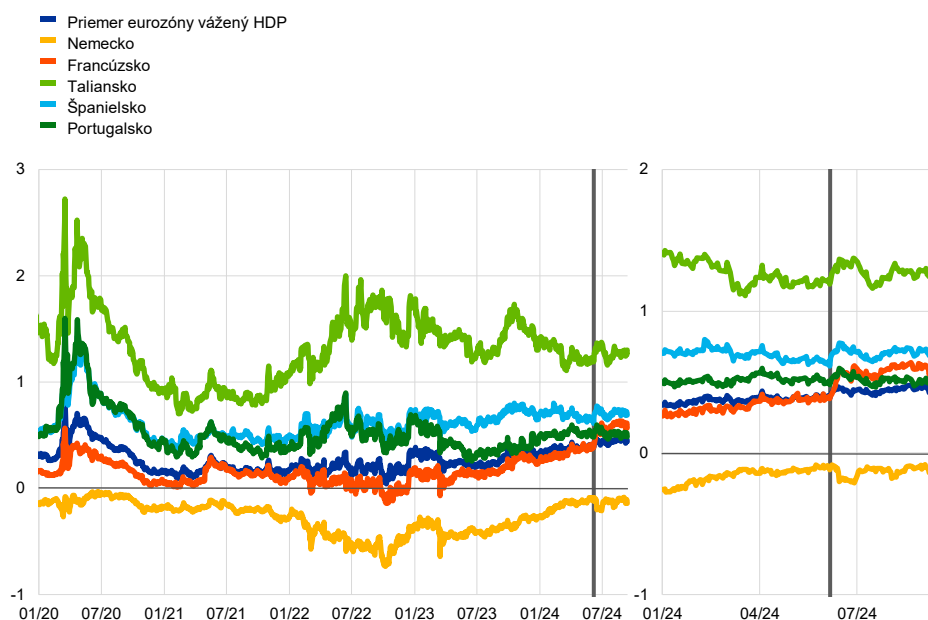
Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 6. júna 2024. Posledné údaje sú z 11. septembra 2024.

**Výnosy štátnych dlhopisov eurozóny klesli tiež, aj keď v menšej miere ako bezrizikové sadzby, čo viedlo k o niečo väčšiemu spreadu (graf 17).** Na konci sledovaného obdobia boli výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP približne o 37 bázických bodov nižšie, zhruba na úrovni 2,7 %, čo viedlo k zvýšeniu spreadu voči sadzbe OIS založenej na €STR o 4 bázické body. Výraznejší nárast bol zaznamenaný pri spreade francúzskych desaťročných štátnych dlhopisov a výnosov desaťročných OIS, ktorý sa po oznámení predčasných parlamentných volieb vo Francúzsku zverejnenom 9. júna značne zväčšil, ale následne sa opäť mierne zmenšil. Celkovo sa spread francúzskych štátnych dlhopisov v sledovanom období zväčšil o 17 bázických bodov. K zväčšeniu spreadov štátnych dlhopisov došlo aj v Grécku, Španielsku, Taliansku a Portugalsku, konkrétne v súvislosti s francúzskymi predčasnými voľbami a globálnym prepadom cien na akciových trhoch začiatkom augusta. Do konca sledovaného obdobia sa však spready štátnych dlhopisov eurozóny, s výnimkou Francúzska, vo všeobecnosti vrátili na úrovne zaznamenané na začiatku tohto obdobia.

### Graf 17

Spready výnosov desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny v porovnaní s desaťročnou sadzbou OIS založenou na €STR

(v p. b.)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 6. júna 2024. Posledné údaje sú z 11. septembra 2024.

#### Spready podnikových dlhopisov v prípade podnikov s investičným ratingom zaznamenali marginálny nárast a v prípade podnikov s vysokým výnosom sa výrazne zväčšili.

Spready podnikových dlhopisov investičného stupňa mierne kolísali a na konci sledovaného obdobia boli o 14 bázických bodov vyššie. Na rozdiel od toho sa spready v segmente vysoko výnosových dlhopisov rozšírili o 57 bázických bodov v dôsledku vývoja spreadov dlhopisov tak finančných, ako aj nefinančných spoločností, ktoré sa zväčšili o 33, resp. 64 bázických bodov.

#### Napriek čiastočnému zotaveniu z výrazných strát zaznamenaných na začiatku augusta skončili ceny akcií v eurozóne v sledovanom období na nižších úrovniach, potlačené zhoršujúcim sa rizikovým sentimentom a zverejnením slabých globálnych makroekonomických údajov (graf 18).

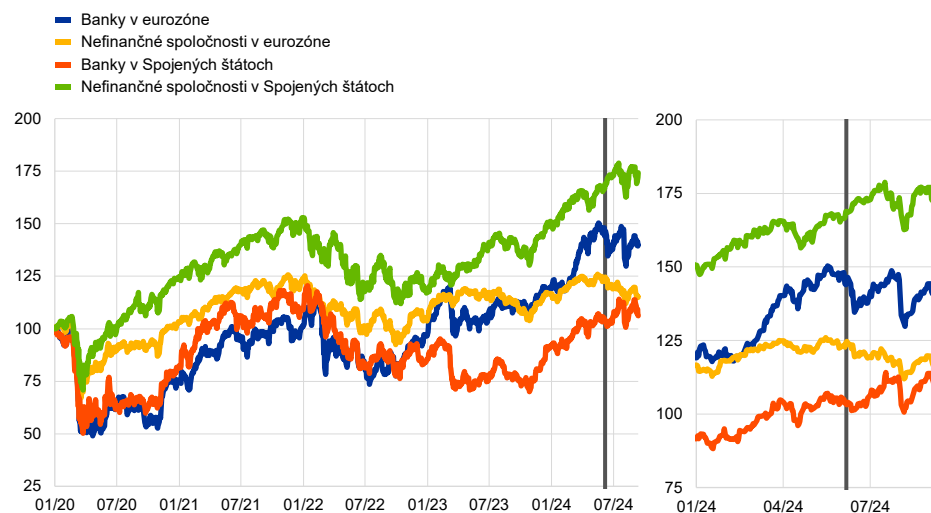
Ceny akcií v eurozóne zaznamenali počas sledovaného obdobia výraznú volatilitu. Najprv sa oslabili po predčasných voľbách vo Francúzsku, čo sa dotklo najmä francúzskych spoločností, a pribrzdili predtým rastúci rizikový apetít. Začiatkom augusta zaznamenali významné straty v dôsledku slabých makroekonomických údajov, ktoré vyvolali obavy z recesie v Spojených štátoch a viedli k prudkému poklesu globálneho rizikového apetítu. Hoci ceny akcií na oboch stranách Atlantického oceánu do značnej miery vyrovnali svoje straty zo začiatku augusta, ceny akcií spoločností v eurozóne boli nižšie ako ceny akcií v Spojených štátoch. Široké indexy akciových trhov v eurozóne sa v sledovanom období oslabili o 5 % v dôsledku nižších očakávaných ziskov a vyšších rizikových prémie, hoci s určitými rozdielmi medzi jednotlivými sektormi. Ceny akcií nefinančných spoločností poklesli o 8 % a ceny akcií bánk sa znížili o 4 %. Celkový index cien akcií v Spojených štátoch sa

v sledovanom období zvýšil, pričom ceny akcií nefinančných spoločností, ako aj ceny akcií bánk narástli rovnako, približne o 3 %.

### Graf 18

#### Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(index: 1. január 2020 = 100)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 6. júna 2024. Posledné údaje sú z 11. septembra 2024.

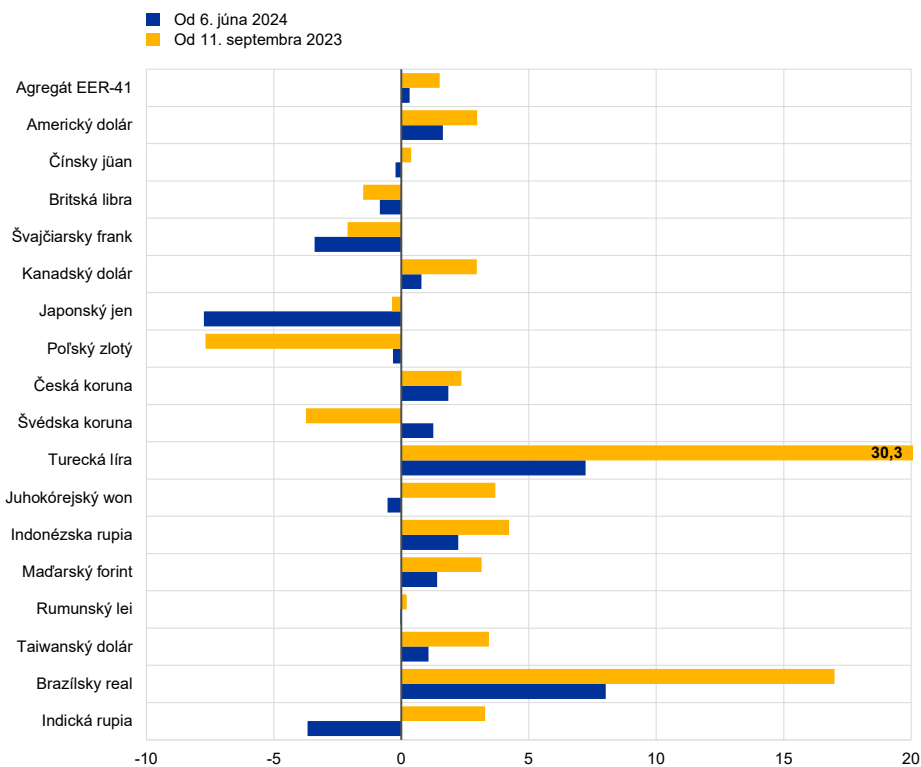
#### Na devízových trhoch sa euro voči americkému doláru posilnilo o 1,6 %, kým euro vážené zahraničným obchodom zostalo celkovo stabilné (graf 19).

Nominálny efektívny výmenný kurz eura meraný voči menám 41 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny sa počas sledovaného obdobia posilnil o 0,3 %. Zhodnotenie eura voči americkému doláru (1,6 %) bolo do veľkej miery spôsobené prehodnotením očakávaní účastníkov trhu, ktorí predpokladali zníženie základnej úrokovej sadzby Federálneho rezervného systému začiatkom augusta v súvislosti so známkami ochladenia amerického trhu práce. Euro sa posilnilo aj voči niektorým menám rozvíjajúcich sa trhov. Naopak, euro sa výrazne oslabilo voči japonskému jenu (-7,7 %) a švajčiarskemu franku (-3,4 %) v dôsledku rozšírenia transakcií carry trade, ktoré boli financované týmito dvoma menami, počas obdobia zvýšenej volatility na finančných trhoch začiatkom augusta. Okrem toho sa euro oslabilo voči anglickej libře o 0,8 %.

## Graf 19

### Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám

(percentuálna zmena)



Zdroj: Výpočty ECB.

Poznámka: EER-41 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 41 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny. Kladná (záporná) zmena znamená posilnenie (oslabenie) eura. Všetky zmeny sú vypočítané podľa výmenných kurzov z 11. septembra 2024.

## 5 Podmienky financovania a úvery

*Náklady na financovanie zostali reštriktívne. V júli 2024 zostali zložené náklady na financovanie bánk a sadzby bankových úverov v eurozóne vyššie. Miery rastu bankových úverov podnikom a domácnostiam boli ďalej tlmené vysokými úrokovými sadzbami úverov, slabým hospodárskym rastom a prísnyimi úverovými štandardmi. V období od 6. júna do 11. septembra 2024 sa v dôsledku poklesu bezrizikových úrokových sadzieb výrazne znížili náklady spoločností na dlhové financovanie na trhu, zatiaľ čo náklady na financovanie prostredníctvom akcií vzrástli. Ročná miera rastu širokého peňažného agregátu (M3) vykazovala známky stabilizácie na nízkej úrovni, pričom k rastu naďalej najväčšou mierou prispievali čisté zahraničné prílevy.*

**Náklady na financovanie bánk v eurozóne zostali vysoké.** Zložené náklady bánk v eurozóne na financovanie dlhu zostávajú od januára 2024 stabilne na vysokej úrovni, pričom v júli nebola zaznamenaná žiadna zmena (graf 20, panel a). Vysoké náklady bánk na financovanie pretrvávali v dôsledku pokračujúcej reštrukturalizácie financovania smerom k drahším zdrojom, ako sú termínované vklady – úročené vyššou sadzbou ako jednodňové vklady – a emisie bankových dlhopisov, v kontexte postupného ukončovania financovania prostredníctvom cielených dlhodobějších refinančných operácií (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO). Úrokové sadzby z termínovaných vkladov a v menšej miere aj z jednodňových vkladov od mája do júna klesali a v júli zostali nezmenené. Úrokové sadzby vkladov splatných na požiadanie zostali zhruba nezmenené. Výnosy bankových dlhopisov sa znížili v súvislosti so znížením základných úrokových sadzieb v júni a precenením krivky bezrizikovej úrokovej miery, aj keď určitá volatilita na dlhopisových trhoch v priebehu leta zabránila výraznejšej úprave nákladov na trhové financovanie (graf 20, panel b).



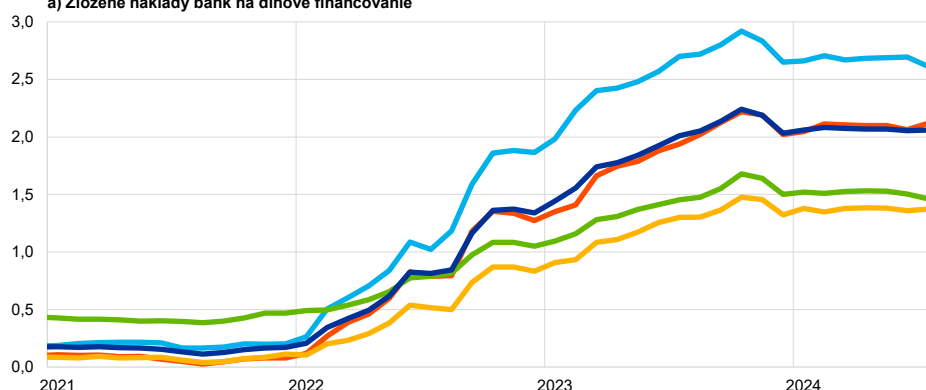
## Graf 20

### Zložené náklady bánk na financovanie vo vybraných krajinách eurozóny

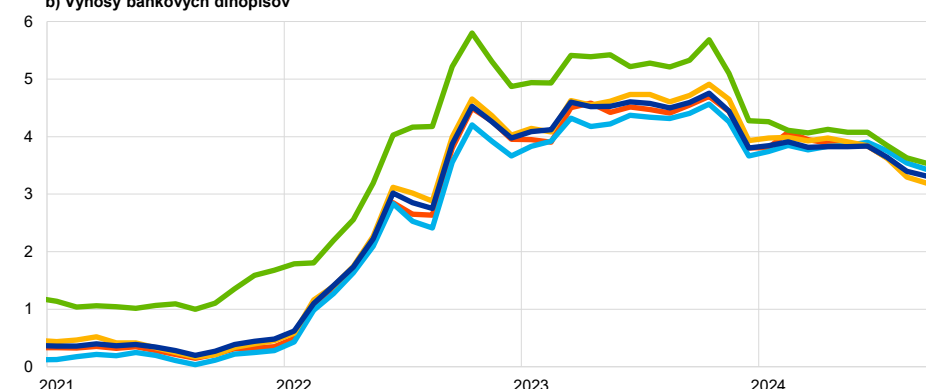
(v % za rok)



a) Zložené náklady bánk na dlhové financovanie



b) Výnosy bankových dlhopisov



Zdroj: ECB, S&P Dow Jones Indices LLC a/alebo jej pobočky a výpočty ECB.

Poznámka: Zložené náklady bánk na financovanie predstavujú vážené priemery zložených nákladov na vklady a dlhové financovanie na nezabezpečenom trhu. Zložené náklady na vklady sa vypočítavajú ako priemer úrokových sadzieb nových obchodov tvorených jednoduchými vkladmi, vkladmi s dohodnutou splatnosťou a vkladmi splatnými na požiadanie, ktoré sú vážené príslušnými nesplatenými sumami. Výnosy bankových dlhopisov sú mesačné priemery dlhopisov prioritnej tranže. Posledné údaje o zložených nákladoch bánk na dlhové financovanie sú z júla 2024 (panel a) a o výnosoch bankových dlhopisov z 11. septembra 2024 (panel b).

### Sadzby bankových úverov podnikom a domácnostiam sa v júli v porovnaní s májom mierne znížili, pričom sa stále pohybovali na úrovniach blízkyh maximám za posledných dvanásť rokov.

V júli zostali úrokové sadzby úverov nefinančným spoločnostiam v podstate nezmenené na úrovni 5,06 %, po miernom poklese v júni (graf 21, panel a), pričom medzi jednotlivými krajinami eurozóny a splatnosťami boli rozdiely. Úrokové sadzby nových úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie v júli mierne klesli na 3,75 %, po štyroch mesiacoch celkovo stabilnej úrovne okolo 3,80 % (graf 21, panel b), hoci medzi jednotlivými krajinami boli zaznamenané isté rozdiely.

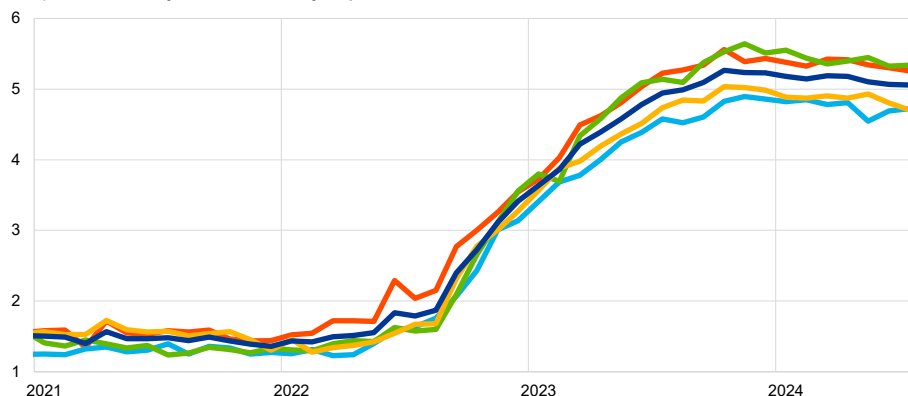
## Graf 21

### Zložené úrokové sadzby bankových úverov podnikom a domácnostiam vo vybraných krajinách

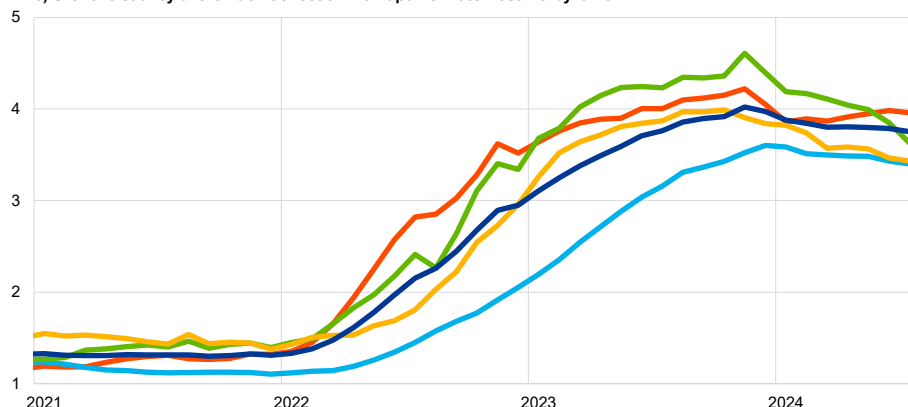
(v % za rok)



a) Úrokové sadzby úverov nefinančným spoločnostiam



b) Úrokové sadzby úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie



Zdroj: ECB a výpočty ECB.

Poznámka: NFC znamená nefinančné spoločnosti. Zložené úrokové sadzby bankových úverov sa počítajú agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb na základe 24-mesačného kĺzavého priemeru objemu nových obchodov. Posledné údaje sú z júla 2024.

**V období od 6. júna do 11. septembra 2024 sa v dôsledku poklesu bezrizikových úrokových sadzieb výrazne znížili náklady spoločností na dlhové financovanie na trhu, zatiaľ čo ich náklady na financovanie prostredníctvom akcií vzrástli.** Na základe dostupných mesačných údajov celkové

náklady na financovanie nefinančných spoločností – t. j. zložené náklady na bankové úvery, na financovanie dlhu na trhu a na financovanie prostredníctvom akcií – boli v júli 6,2 %, teda mierne nižšie ako v júni a nižšie než desaťročné maximum dosiahnuté v októbri 2023 (graf 22).<sup>9</sup> Dôvodom bolo zníženie nákladov na financovanie nefinančných spoločností vo všetkých zložkách s výnimkou nákladov na krátkodobé bankové úvery, ktoré zostali v podstate nezmenené. Denné údaje za

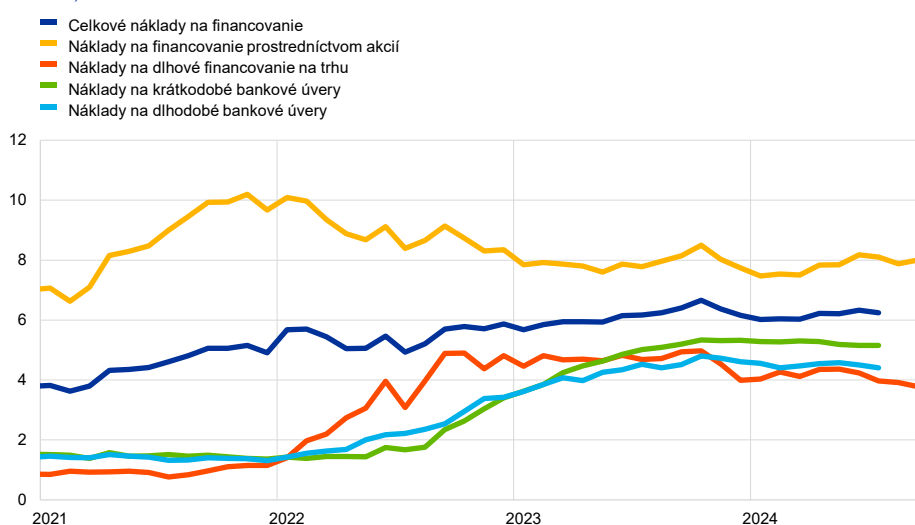
<sup>9</sup> Vzhľadom na oneskorenú dostupnosť údajov o nákladoch na bankové úvery sú údaje o celkových nákladoch nefinančných spoločností na financovanie k dispozícii len do júla 2024.

obdobie od 6. júna do 11. septembra 2024 potvrdzujú pokles nákladov na dlhové financovanie na trhu v dôsledku výrazného poklesu bezrizikovej úrokovej miery (aproximovanej desaťročnou sadzbou jednoduchých indexových swapov), ktorý bol len čiastočne kompenzovaný miernym zväčšením spreadov dlhopisov vydaných nefinančnými spoločnosťami, najmä v segmentoch s vysokými výnosmi. Napriek poklesu bezrizikových úrokových sadzieb sa náklady na financovanie prostredníctvom akcií v tomto období zvýšili, čo bolo spôsobené rastúcou rizikovou premiou akcií.

## Graf 22

Nominálne náklady na vonkajšie financovanie spoločností eurozóny podľa zložiek

(v % za rok)



Zdroj: ECB, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg, LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností vychádzajú z mesačných údajov a počítajú sa ako vážený priemer dlhodobých a krátkodobých nákladov na bankové úvery (mesačné priemerné údaje), na dlhové financovanie na trhu a na financovanie prostredníctvom akcií (údaje z konca mesiaca) na základe ich príslušných zostatkov. Posledné údaje v prípade nákladov na dlhové financovanie na trhu a nákladov na financovanie prostredníctvom akcií (denné údaje) sú z 11. septembra 2024 a v prípade celkových nákladov na financovanie a nákladov na bankové úvery (mesačné údaje) z júla 2024.

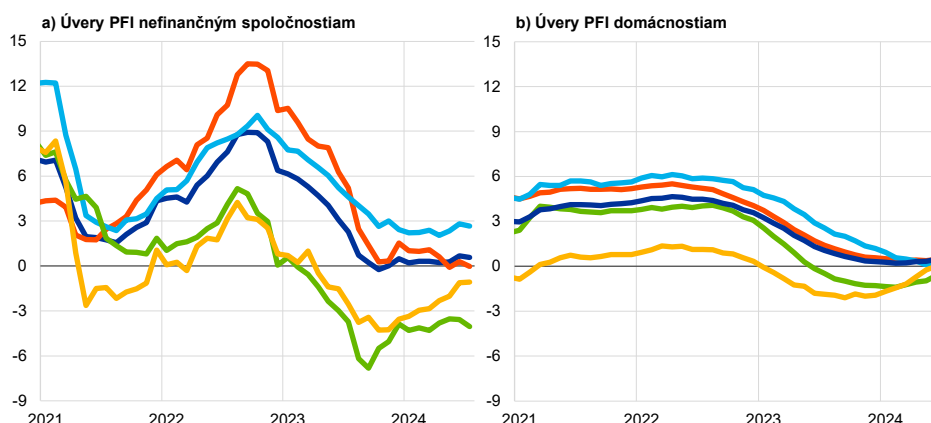
## Toky externého financovania podnikov a pôžičky domácnostiam zostali tlmené, čo bolo odrazom vysokých úverových sadzieb, slabého hospodárskeho rastu a prísnych úverových štandardov.

V júli sa ročná miera rastu bankových úverov podnikom mierne znížila na 0,6 % z júnových 0,7 % (graf 23). Zatiaľ čo krátkodobé toky bankových úverov podnikom sú stále volatilné, poskytovanie úverov s dlhšími splatnosťami sa spomaľuje a zostáva takmer bez akéhokoľvek rastu, čo zodpovedá nevýrazným investíciám. Emisie dlhových cenných papierov podnikmi sa vo volatilnom prostredí taktiež pohybovali v období od mája do júla v blízkosti nuly. Ročná miera rastu úverov domácnostiam sa v júli mierne zvýšila na 0,5 % (z júnových 0,3 %) a zostala slabá. Tieto nevýrazné výsledky boli odrazom obmedzeného poskytovania úverov na nákup nehnuteľností na bývanie (medziročný rast bol v júli na úrovni 0,5 %) a úverov na iné účely (v júli sa medziročne znížili o 2,7 %). Rast spotrebiteľských úverov bol však odolnejší (medziročný rast v júli bol 2,8 %). [Prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB](#) v júli 2024 potvrdil stále veľký čistý percentuálny podiel respondentov, ktorí uviedli, že prístup k úverom bol v predchádzajúcich 12 mesiacoch ťažší a očakávali, že v nasledujúcich 12 mesiacoch bude ešte zložitejší.

## Graf 23

### Úvery PFI vo vybraných krajinách eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Úvery poskytované peňažnými finančnými inštitúciami (PFI) sú očistené od predaja úverov a sekuritizácie. V prípade nefinančných spoločností sú úvery očistené aj od účelovo vytváraných spoločných účtov (tzv. cash pooling). Posledné údaje sú z júla 2024.

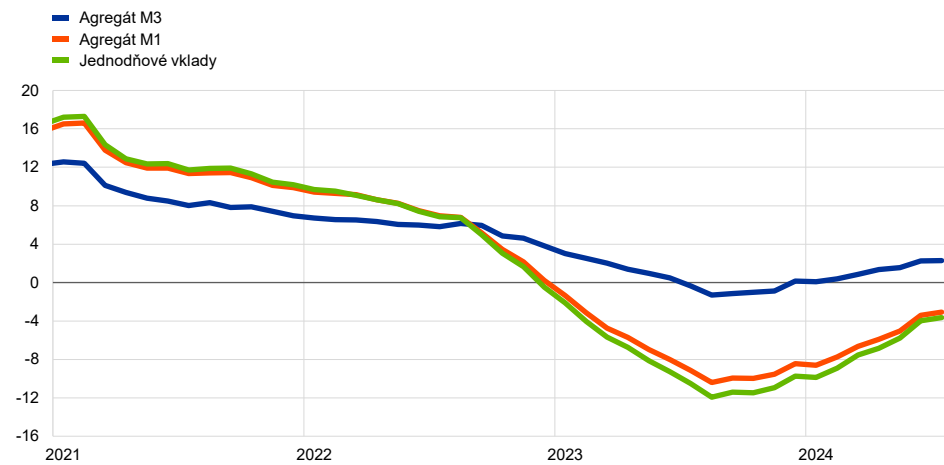
**Ročná miera rastu širokého peňažného agregátu (M3) v eurozóne vykazovala známky stabilizácie na nízkych úrovniach, pričom k rastu naďalej najväčšou mierou prispievali čisté zahraničné toky.**<sup>10</sup> Rast agregátu M3 sa v júli v prostredí volatility mesačných tokov nezmenil a zostal na úrovni 2,3 % (graf 24). Ročná miera rastu úzkeho peňažného agregátu (M1) – ktorý zahŕňa najlikvidnejšie aktíva M3 – zostala v zápornom pásme, ale v júli vzrástla na -3,1 % v porovnaní s júnovými -3,4 %. Podobne ročná miera rastu jednodňových vkladov sa v júli zvýšila na -3,6 % z júnových -4,0 %. V prostredí tlmeného poskytovania úverov domácnostiam a podnikom, pokračujúceho poklesu bilancie Eurosystemu a emisie dlhodobých bankových dlhopisov (ktoré nie sú zahrnuté do agregátu M3) v kontexte pokračujúceho splácania TLTRO zostal jedinou konzistentnou pozitívnou hybnou silou rastu peňažnej zásoby prílev zahraničných investícií.

<sup>10</sup> Viac v boxe s názvom „Dynamika peňazí a úverov v eurozóne a porovnanie so Spojenými štátmi“ v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

## Graf 24

### Agregáty M3 a M1 a jednodňové vklady

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



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z júla 2024.

## 6 Fiškálny vývoj

*Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2024 by mal rozpočtový deficit verejnej správy eurozóny klesnúť z 3,6 % HDP v roku 2023 na 3,3 % HDP v roku 2024 a potom postupne na 3,2 % v roku 2025 a 3,0 % v roku 2026. Predpokladá sa, že fiškálna pozícia eurozóny sa v roku 2024 výrazne sprísni a sprísňovanie bude pokračovať aj v nasledujúcich dvoch rokoch, hoci v miernejšom rozsahu. Sprísnenie v roku 2024 odráža najmä postupné ukončenie veľkej časti podporných opatrení v oblasti energií a inflácie. V rokoch 2025 a 2026 je pokračujúce sprísňovanie potrebné z dôvodu ďalšieho znižovania zostávajúcich opatrení na podporu v oblasti energií, ako aj zvyšovania priamych daní a odvodov sociálneho zabezpečenia a pomalšieho rastu fiškálnych transferov. Vlády čoskoro prvýkrát zverejnia svoje strednodobé fiškálno-štrukturálne plány podľa revidovaného rámca správy ekonomických záležitostí EÚ. Úplná, transparentná a bezodkladná implementácia revidovaného rámca pomôže vládam udržateľným spôsobom znížiť rozpočtové deficity a pomery dlhu. Vlády by teraz mali týmto smerom rázne odštartovať realizáciu svojich strednodobých plánov.*

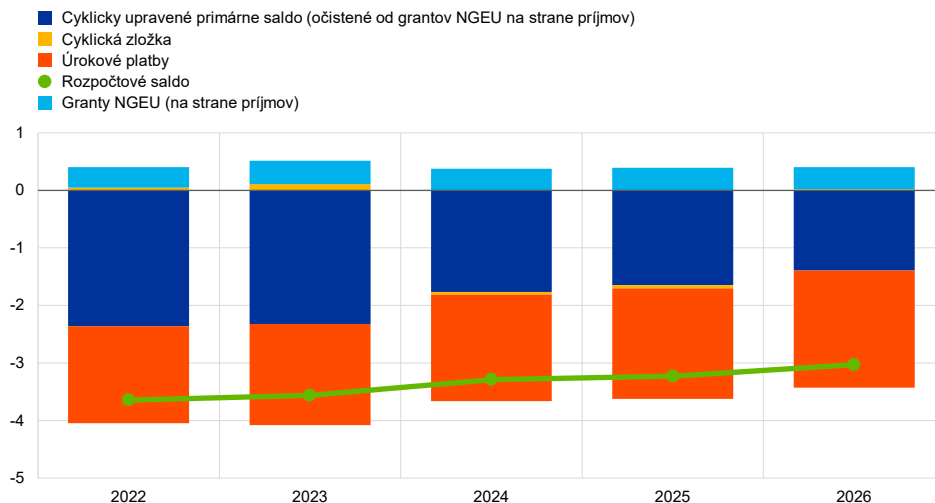
**Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2024 sa bude rozpočtové saldo verejnej správy eurozóny počas sledovaného obdobia mierne zlepšovať (graf 25).**<sup>11</sup> Zatiaľ čo rozpočtový deficit eurozóny bol v rokoch 2022 a 2023 stabilne na úrovni 3,6 % HDP, počas sledovaného obdobia by mal postupne klesať na 3,3 % HDP v roku 2024 a ďalej na 3,2 % v roku 2025 a 3,0 % v roku 2026. Predpokladaný vývoj odráža najmä postupne sa znižujúce, ale stále záporné cyklicky upravené primárne saldo počas sledovaného obdobia, pričom k najväčšiemu zníženiu dôjde v roku 2024, keď sa postupne skončí väčšina zostávajúcich podporných opatrení v oblasti energií a inflácie. Tento vplyv však bude čiastočne kompenzovaný postupným zvyšovaním úrokových výdavkov počas celého obdobia, čo je odrazom pomalého prenosu predchádzajúcich zvýšení úrokových sadzieb vzhľadom na dlhé zostatkové splatnosti nesplatených štátnych dlhopisov.

<sup>11</sup> Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, september 2024, zverejnené 12. septembra 2024 na internetovej stránke ECB.

## Graf 25

### Rozpočtové saldo a jeho zložky

(v % HDP)



Zdroj: Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2024 a výpočty ECB.  
Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy všetkých 20 krajín eurozóny (vrátane Chorvátska).

### V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2024 sa predpokladá mierne vyšší rozpočtový deficit počas celého sledovaného obdobia.

Tento nepriaznivejší výhľad je spôsobený posilnenou diskrečnou fiškálnou politikou, keďže v niektorých krajinách je v súčasnosti menej pravdepodobné, že sa konsolidačné plány zrealizujú v plnom rozsahu. Účinky negatívnej štruktúry aktualizovaných makroekonomických projekcií okrem toho prispievajú k vyšším primárnym deficitom, v ktorých sa odráža zníženie zdaniteľných základov, ako sú kompenzácie zamestnancov a nominálna súkromná spotreba. V dôsledku toho bolo rozpočtové saldo ako percentuálny podiel HDP upravené nadol o 0,2 percentuálneho bodu na rok 2024 a o ďalších 0,4 percentuálneho bodu na rok 2025 a 0,5 percentuálneho bodu na rok 2026.

### Predpokladá sa, že fiškálna pozícia eurozóny sa v roku 2024 výrazne sprísni a v nasledujúcich dvoch rokoch bude tento trend o niečo miernejšie pokračovať.<sup>12</sup>

Ročná zmena cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od grantov poskytnutých krajinám v rámci programu NGEU poukazuje na výrazné sprísnenie fiškálnych politik v eurozóne v roku 2024 (o 0,5 percentuálneho bodu HDP). Odráža to najmä postupné ukončenie veľkej časti vládnych podporných opatrení v oblasti energií a inflácie. Fiškálna pozícia by sa mala v rokoch 2025 a 2026 naďalej sprísňovať, hoci oveľa pomalším tempom, v dôsledku ďalšieho znižovania zostávajúcich opatrení na energetickú podporu v kombinácii so zvyšovaním priamych daní a odvodov sociálneho zabezpečenia a pomalším rastom fiškálnych transferov. Očakáva sa, že tieto sprísnujúce faktory budú len čiastočne

<sup>12</sup> Fiškálna pozícia odráža smerovanie a rozsah vplyvu fiškálnych stimulov na hospodárstvo nad rámec automatickej reakcie verejných financií na vývoj obchodného cyklu. Meria sa tu ako zmena pomeru cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od štátnej pomoci finančnému sektoru. Keďže vyššie rozpočtové príjmy súvisiace s grantmi v rámci programu NGEU z rozpočtu EÚ neznižujú dopyt, cyklicky upravené primárne saldo sa upravuje tak, aby tieto príjmy nezahŕňalo. Koncepcia nastavenia rozpočtovej politiky eurozóny sa podrobne rozoberá v článku s názvom *The euro area fiscal stance*, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

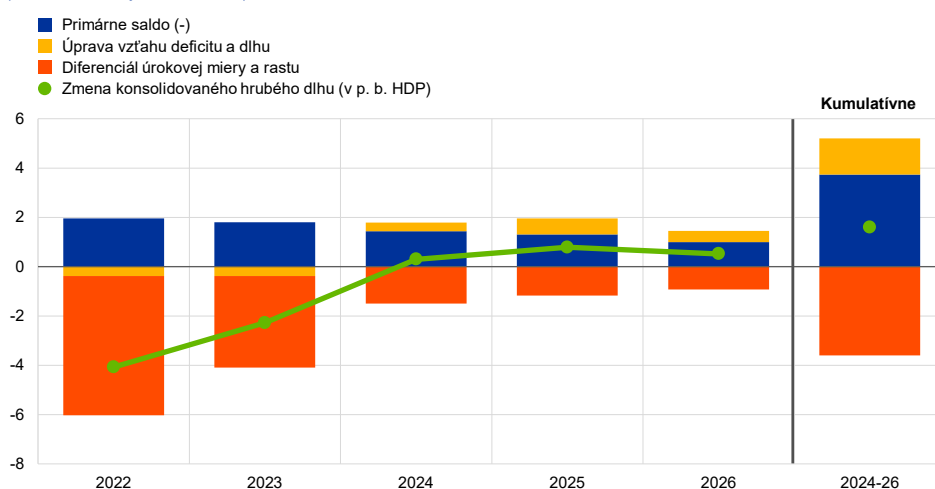
kompenzované rastom spotreby verejnej správy a investícií. Výsledkom bude kumulované sprísnenie fiškálnej pozície v sledovanom období rokov 2024 až 2026 na úrovni 0,9 percentuálneho bodu HDP.

**Predpokladá sa, že pomer dlhu k HDP eurozóny bude pomaly narastať z už vyššej úrovne (graf 26).** Pomer dlhu sa počas pandémie výrazne zvýšil, približne na 97 % v roku 2020, no následne postupne klesal. Zdá sa však, že sa tento priaznivý vývoj zastavil. Očakáva sa, že pomer dlhu sa pomaly zvýši z približne 88 % HDP v roku 2023 takmer na 90 % HDP do konca sledovaného obdobia, a to v dôsledku pokračujúcich primárnych deficitov a očakávaných pozitívnych úprav deficitu a dlhu, ktoré sú len čiastočne kompenzované klesajúcimi, ale stále zápornými diferenciálmi medzi úrokovými sadzbami a rastom.

### Graf 26

#### Faktory zmeny dlhu verejnej správy eurozóny

(v % HDP, ak nie je uvedené inak)



Zdroj: Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2024 a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy všetkých 20 krajín eurozóny (vrátane Chorvátska).

**Úplné, transparentné a bezodkladné implementovanie revidovaného rámca EÚ pre správu ekonomických záležitostí pomôže vládám udržateľným spôsobom znížiť rozpočtové deficity a pomery dlhu.** Ako prvý krok vo fáze implementácie tohto nového rámca boli členské štáty vyzvané, aby do 20. septembra po prvýkrát predložili Európskej komisii svoje strednodobé fiškálno-štrukturálne plány. Niektoré krajiny však signalizovali odklad do 15. októbra z dôvodu zosúladenia s predkladaním návrhov rozpočtových plánov na rok 2025. Vlády by teraz mali týmto smerom rázne odštartovať realizáciu svojich strednodobých plánov. Na úrovni eurozóny bude v nasledujúcich rokoch potrebná konsolidácia verejných financií, ktorá musí byť navrhnutá tak, aby podporovala rast.



# Boxy

## 1 Rast produktivity práce v eurozóne a Spojených štátoch: krátkodobý a dlhodobý vývoj

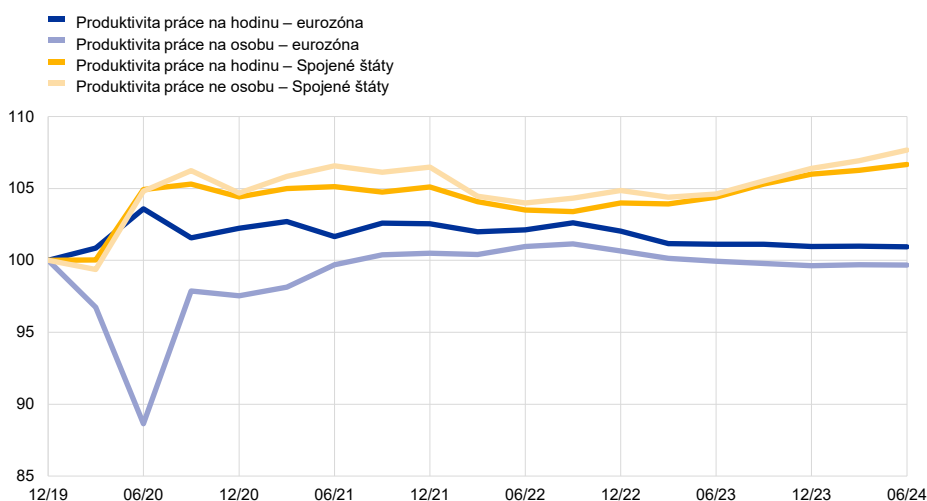
António Dias da Silva, Paola Di Casola, Ramon Gomez-Salvador a Matthias Mohr

**Medzi posledným štvrťrokom 2019 a druhým štvrťrokom 2024 vzrástla produktivita práce na odpracovanú hodinu v eurozóne o 0,9 %, zatiaľ čo v Spojených štátoch o 6,7 %.** Rast produktivity práce v eurozóne historicky zaostáva za rastom v Spojených štátoch, no vývoj v eurozóne od začiatku pandémie bol mimoriadne slabý. Rast produktivity sa začal odlišovať v druhom štvrťroku 2020, keď celkové pracovné vstupy ako podiel na HDP klesli viac v Spojených štátoch ako v eurozóne, čo viedlo k výraznejšiemu oživeniu produktivity (graf A). Čiastočne to bolo spôsobené zavedením programov na udržanie pracovných miest v eurozóne, kým v Spojených štátoch nezamestnanosť prudko stúpala. Po prechodnom zmenšení sa rozdiel v raste produktivity začal po polovici roka 2022 opäť zväčšovať, keďže rast produktivity bol v eurozóne utlmený v dôsledku veľkého šoku z cien energií. V tomto boxe sa zaoberáme sektorovou produktivitou a historickým vývojom a ich úlohou pri vysvetľovaní súčasného rozdielu v celkovom raste produktivity medzi uvedenými regiónmi. Tento rozdiel odráža ako cyklické, tak aj štrukturálne faktory.

### Graf A

#### Produktivita práce v eurozóne a Spojených štátoch

(4Q 2019 = 100)



Zdroj: Eurostat, Bureau of Economic Analysis a Bureau of Labour Statistics.  
Poznámka: Posledné údaje sú z druhého štvrťroka 2024.

**Pomalší rast produktivity práce v eurozóne medzi posledným štvrťrokom 2019 a prvým štvrťrokom 2024 mal pomerne široký základ vo všetkých sektoroch.**

V Spojených štátoch sa hodinová produktivita práce v trhovách službách zvýšila

o 12,4 %, zatiaľ čo v eurozóne stúpila v rovnakom období len o 3,8 % (graf B). Dve pododvetvia zaznamenali oveľa silnejší rast v Spojených štátoch ako v eurozóne. V Spojených štátoch vzrástli informačné a komunikačné služby o 27,2 % a odborné služby o 18,7 %, kým v eurozóne sa tieto pododvetvia zvýšili len o 6,5 %, resp. 5,0 %. Pokiaľ ide o sektor priemyslu, hodinová produktivita práce vzrástla v Spojených štátoch o 8,8 %, zatiaľ čo v eurozóne len o 0,8 %. Medzi posledným štvrťrokom 2019 a prvým štvrťrokom 2022 bol však rast produktivity v sektore priemyslu v oboch regiónoch podobný. Naproti tomu, nárast cien plynu od roku 2021, ktorý bol značne nepriaznivo ovplyvnený dôsledkami ruskej vojny proti Ukrajine, bol v Európe silnejší a trval dlhšie ako v Spojených štátoch. Mal preto výrazne silnejší vplyv na odvetvie priemyslu v eurozóne, kde sa rast produkcie spomalil a zamestnanosť zostala vysoká. V rámci štyroch sektorov uvedených v grafe B iba sektor verejných služieb zaznamenal vyšší rast produktivity v eurozóne ako v Spojených štátoch. Z predchádzajúcej analýzy vyplynulo, že vyšší rast produktivity v Spojených štátoch od pandémie súvisí s fluktuáciou na trhu práce a s vyššími investíciami do digitalizácie.<sup>1</sup> Tento celkový vývoj poukazuje na protikladný cyklický charakter produktivity v týchto dvoch regiónoch. Zatiaľ čo produktivita v eurozóne je vysoko procyklická, v Spojených štátoch, kde je práca flexibilnejšie prispôbená výrobe, je procyklickosť menšia.<sup>2</sup> V dôsledku toho, keďže rast HDP v eurozóne bol v porovnaní so Spojenými štátmi slabší, silnejšia procyklickosť v eurozóne zväčšila rozdiely v raste produktivity.

---

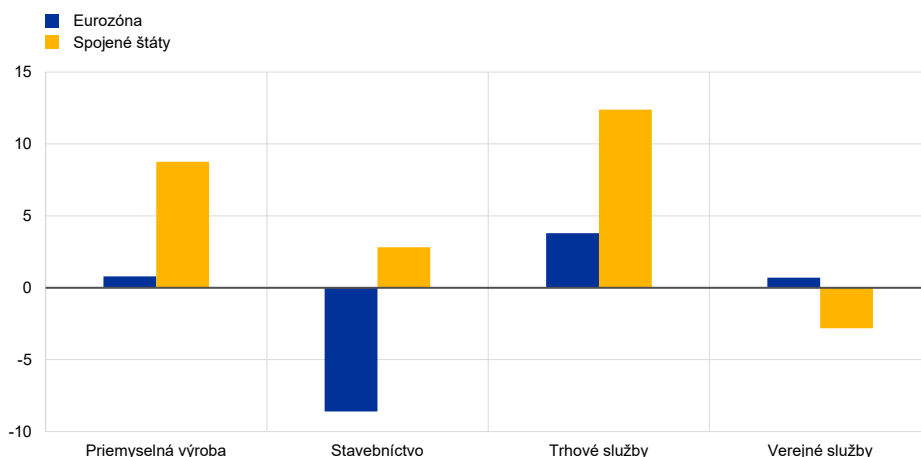
<sup>1</sup> Dao, M. a Platzer, J., [Post-pandemic Productivity Dynamics in the United States](#), IMF, Vol. 2024, No 124, IMF. S tým súvisí aj skutočnosť, že priemyselná politika v Spojených štátoch, ako napríklad zákon o znížení inflácie a zákon o čínoch a vede, mohla byť účinnejšia pri stimulácii investícií do kľúčových odvetví, ako tvrdia de Soyres, F., Garcia-Cabo Herrero, J., Goernemann, N., Jeon, S., Lofstrom, G. a Moore, D. vo [Why is the U.S. GDP recovering faster than other advanced economies?](#) *FEDS Notes*, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 17. máj 2024. Pozri tiež box s názvom [Oživenie po pandémii – prečo eurozóna rastie pomalšie ako Spojené štáty?](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2024, ktorý poukazuje na skutočnosť, že súkromné investície boli v Spojených štátoch väčšie ako v eurozóne.

<sup>2</sup> Fernald, J. G. a Wang, J. C., [Why Has the Cyclicalities of Productivity Changed? What Does It Mean?](#), *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*, 2016-07; Arce, Ó. and Sondermann, D., [Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#), *The ECB Blog*, 6. máj 2024; box s názvom [Faktory rastu zamestnanosti v eurozóne po pandémii – modelová perspektíva](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2024; box s názvom [Vyššie ziskové marže pomohli firmám hromadiť pracovnú silu](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2024; Arce, Ó., Consolo, A., Dias Da Silva, A. a Mohr, M., [More jobs but fewer working hours](#), *The ECB Blog*, 7. jún 2023.

## Graf B

### Rast hodinovej produktivity práce v hlavných sektoroch

(kumulatívna zmena od 4Q 2019 do 1Q 2024)



Zdroj: Eurostat, Bureau of Economic Analysis a Bureau of Labour Statistics.

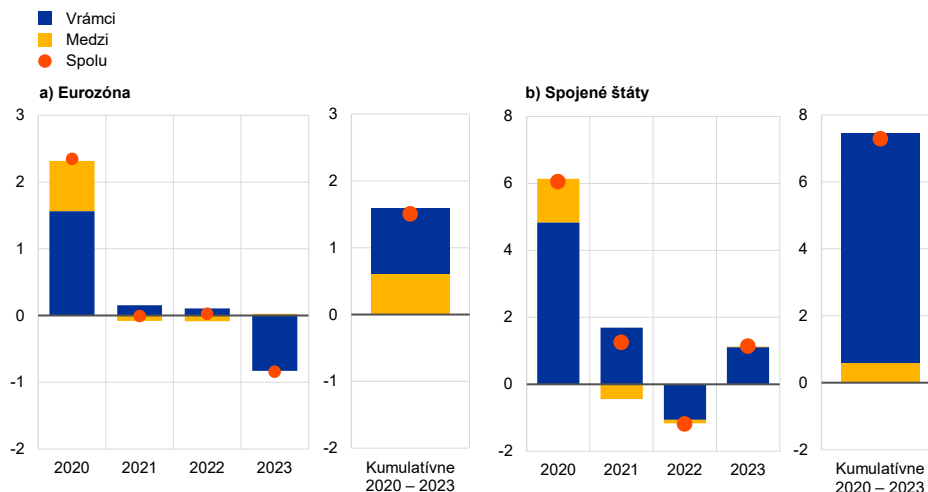
**V oboch regiónoch bol rast produktivity primárne poháňaný rastom v rámci sektorov, nie zmenou sektorového zloženia.** Stalo sa tak napriek náhlym zmenám vo výrobe naprieč odvetviami počas pandémie – spočiatku pre lockdowny a následne pre narušenia v globálnych dodávateľských reťazcoch.<sup>3</sup> Prerozdelenie pracovnej sily zo sektorov s nízkou produktivitou do sektorov s vysokou produktivitou (medzi komponentmi) bolo v roku 2020 pozitívne, ale v oboch regiónoch malo len obmedzený pozitívny vplyv na kumulatívnu zmenu produktivity po prvom štvrtroku 2020 (graf C). Tento obmedzený vplyv odrážal zatvorenie a následné opätovné otvorenie sektorov s nízkou produktivitou. Celkovo tak kladné prerozdelenie dosiahnuté v roku 2020 predstavuje v eurozóne polovicu kumulatívneho rastu produktivity od roku 2020 do roku 2023. V Spojených štátoch bol tento účinok rovnako veľký, ale zdá sa, že je relatívne obmedzenejší v dôsledku výrazne vyššieho rastu produktivity.

<sup>3</sup> Viac v boxe s názvom [Recent country-specific and sectoral developments in labour productivity in the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2024; v článku s názvom [The impact of recent shocks and ongoing structural changes on euro area productivity growth](#), *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2024; a v Consolo, A. a Petroulakis, F., [Did COVID-19 induce a reallocation wave?](#) *Economica*, pripravuje sa.

## Graf C

### Shift-share analýza vývoja hodinovej produktivity práce

(ročné a kumulatívne zmeny, 2020 – 2023)



Zdroj: Výpočty ECB na základe údajov Eurostatu, Bureau of Economic Analysis a Bureau of Labor Statistics data.  
Poznámka: Výpočet nadväzuje na shift-share analýzu v Denis, C., McMorrow, K. a Röger, W., *An analysis of EU and US productivity developments (a total economy and industry level perspective)*, *European Economy – Economic Papers*, No 208, European Commission, júl 2004, s. 78.

### Vývoj po pandémie prispieva k dve desaťročia trvajúcemu zväčšovaniu rozdielu v produktivite medzi eurozónou a Spojenými štátmi a poukazuje na úlohu štrukturálnych faktorov.

V rokoch 1995 až 2019 sa produktivita práce v Spojených štátoch na odpracovanú hodinu zvýšila približne o 50 %, teda o 2,1 % ročne. V eurozóne sa počas tohto obdobia zvýšila len o 28 %, teda o 1 % ročne.<sup>4</sup> Rozklad produktivity na kapitálovú intenzitu produkcie a celkovú produktivitu faktorov (TFP) ukazuje, že v prvom desaťročí tohto storočia produktivita eurozóny trpela výrazným poklesom TFP (graf D). V rokoch 2014 až 2019 došlo k miernemu oživeniu TFP, zatiaľ čo príspevok kapitálovej intenzity bol záporný. Niektorí autori sa domnievajú, že jednou z hlavných príčin rozdielov v produktivite medzi Spojenými štátmi a eurozónou je väčšia schopnosť Spojených štátov vytvárať a využívať digitálne technológie vo výrobnom procese.<sup>5</sup> Hoci nedávny nárast nelegálneho prisťahovalectva mohol od pandémie mierne zvýšiť rast produktivity, jeho vplyv sa hodnotí ako obmedzený. V eurozóne je vplyv digitalizácie v jednotlivých sektoroch veľmi rôznorodý a výraznejší profit z nej má menej spoločností než v Spojených štátoch. Sčasti to môže súvisieť s relatívne menšou veľkosťou podnikov v eurozóne.<sup>6</sup> Z našich vlastných výpočtov na základe údajov KLEMS EÚ (o vstupoch kapitálu (K), práce (L), energií (E), materiálu (M) a služieb (S)) vyplýva, že v období

<sup>4</sup> V rovnakom období sa produktivita práce na zamestnanca v Spojených štátoch zvýšila približne o 44 %, teda o 1,8 % ročne, zatiaľ čo v eurozóne stúpala len o 20 %, teda o 0,8 % ročne.

<sup>5</sup> Van Ark, B., O'Mahoney, M. a Timmer, M., *The Productivity Gap between Europe and the United States: Trends and Causes*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 22, No 1, 2008, s. 25 – 44; Schivardi, F. a Schmitz, T., *The IT Revolution and Southern Europe's Two Lost Decades*, *Journal of the European Economic Association*, Vol. 8, No 5, 2020, s. 2441 – 2486; Hsieh, C.-T., Klenow, P. J. a Shimizu, K., *Romer or Ricardo?*, *Working Papers*, Hoover Institution, 2022.

<sup>6</sup> Reis, R., *Letting large European firms grow*, *Think Tank*, European Parliament, 2024, a Poschke, M., *The Firm Size Distribution across Countries and Skill-Biased Change in Entrepreneurial Technology*, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 10, No 3, 2018, s. 1 – 41; Anderton, R., Botelho, V. a Reimers, P., *Digitalisation and productivity: gamechanger or sideshow?*, *Working Paper Series*, No 2794, ECB, Frankfurt nad Mohanom, marec 2023.

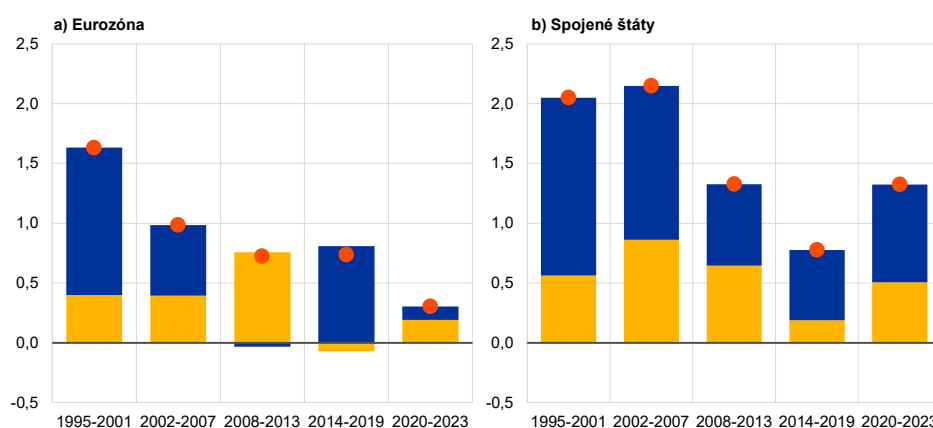
rokov 1995 – 2019 bol príspevok informačného a komunikačného sektora k celkovému rastu hodinovej produktivity práce v Spojených štátoch približne 20 %, zatiaľ čo v eurozóne približne len 12 %.

## Graf D

### Rozklad rastu hodinovej produktivity práce

(v % za rok)

- Kapitál na odpracovanú hodinu
- TFP na odpracovanú hodinu
- HDP na odpracovanú hodinu



Zdroj: Databáza Európskej komisie AMECO a výpočty ECB.

**Celkovo možno konštatovať, že rozdiely v raste produktivity medzi eurozónou a Spojenými štátmi majú cyklické aj štrukturálne črty.** Podstatne nižší rast produktivity v eurozóne za posledné štyri roky sa čiastočne vysvetľuje výraznejším cyklickým charakterom rastu produktivity v tomto regióne, väčším a dlhšie trvajúcim obmedzením produkcie a reálnych príjmov v dôsledku rastu cien energií, ako aj silnejším vplyvom neistoty súvisiacej s vojnou Ruska proti Ukrajine. Počas dvoch desaťročí pred pandemiou sa však produktivita práce v Spojených štátoch zvyšovala približne dvakrát rýchlejšie ako v eurozóne. To poukazuje na úlohu štrukturálnych faktorov. Kľúčovými faktormi boli a stále sú vyššia produktivita informačného a komunikačného sektora v Spojených štátoch a pomerne nižšia inovačná kapacita firiem v eurozóne. Tieto rozdiely potenciálne súvisia s menšou priemernou veľkosťou podnikov v eurozóne. K rozdielom prispeli aj nižšie príspevky kapitálovej intenzity produkcie a TFP v eurozóne. Produktivite by v strednodobom horizonte mohli pomôcť opatrenia na podporu produktívnych investícií a zvýšenie rastu TFP.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> O historickom rozdiely v produktivite vo vzťahu k Spojeným štátom sa diskutuje aj na úrovni EÚ v Draghi, M., The future of European competitiveness – A competitiveness strategy for Europe, Report to the European Commission, 9. september 2024. Navrhuje sa v nej, aby Európa na zvýšenie svojej konkurencieschopnosti prijala opatrenia, ako napríklad zlepšenie podmienok pre prelomové inovácie.

## 2 Zohľadnenie prírodného kapitálu v hospodárskej aktivite eurozóny

Mariana Martins Cardoso a Miles Parker

**Príroda prispieva k hospodárskej produkcii celým radom dôležitých služieb, z ktorých mnohé nie sú dostatočne zohľadnené v štandardných hospodárskych štatistikách.** Tieto vstupy, všeobecne označované ako

„ekosystémové služby“, zahŕňajú kľúčové funkcie, ako je opeľovanie, filtrácia vzduchu a vody, sekvestrácia uhlíka a poskytovanie plodín, dreva a iných zdrojov. Hodnota týchto služieb sa v štatistikách zriedka meria priamo ako HDP. Napríklad cena potravín implicitne zahŕňa ekonomickú hodnotu prirodzeného opeľovania, ale keďže neexistuje priame meranie, táto hodnota sa pripisuje sektoru poľnohospodárstva.

**V súčasnosti prebiehajú snahy o lepšie zohľadňovanie prírodného kapitálu v meraniach hospodárskej aktivity.** Tento box sa zaoberá dvoma z nich: projektom Integrovaného zúčtovania prírodného kapitálu (INCA) Spoločnej výskumnej rady Európskej komisie (SVR) a iniciatívou Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) zameranou na meranie rastu HDP očisteného od znečistenia. Hoci tieto merania len čiastočne pokrývajú hospodársky prínos prírody, už teraz ponúkajú užitočné poznatky o jej úlohe v hospodárskej aktivite eurozóny.

**INCA čerpá z veľkého množstva geopriestorových údajov a na odvodenie reálnej hodnoty ekosystémových služieb využíva rôzne modelovacie nástroje.**<sup>1</sup>

Napríklad hodnota sekvestrácie uhlíka sa vypočítava vynásobením odhadov sociálnych nákladov na uhlík a objemu sekvestrovaného uhlíka, pričom sa využívajú satelitné údaje o pokrytí vegetáciou. V roku 2019 dosiahla odhadovaná hodnota ekosystémových služieb v EÚ viac ako 234 mld. €, čo sa v podstate rovná kombinovanej hrubej pridanej hodnote sektorov poľnohospodárstva a lesného hospodárstva (tabuľka A) Hoci podiel týchto dvoch sektorov na využití ekosystémových služieb bol veľký, významnými používateľmi boli aj iné sektory. Domácnosti mali prospech z rekreácie v prírode, čo je ekosystémová služba s najvyššou hodnotou spomedzi všetkých skúmaných služieb.

<sup>1</sup> Joint Research Centre, [Accounting for ecosystems and their services in the European Union \(INCA\)](#), European Commission, 2021.

## Tabuľka A

### Odhadovaná hodnota ekosystémových služieb v 28 členských štátoch EÚ v roku 2019

(v miliónoch EUR)

Ekosystémová služba	Metóda ocenenia	Hodnota
Poskytovanie plodín	Podiel trhovej ceny plodín	23 145
Poskytovanie dreva	Podiel produkcie lesného hospodárstva	16 379
Opeľovanie	Trhová hodnota zvýšenej produkcie	4 977
Sekvestrácia uhlíka	Sociálne náklady na uhlík	13 271
Protipovodňová ochrana	Ušetrené náklady na odstraňovanie škôd	18 016
Čistenie vody	Metóda reprodukčných nákladov	61 882
Rekreácia v prírode	Metóda cestovných nákladov	80 262
Poskytovanie vody	Metóda reprodukčných nákladov	4 887
Filtrácia vzduchu PM <sub>2,5</sub>	Ušetrené náklady na zdravotnú starostlivosť	10 446
Lov morských rýb	Čistý zisk	1 042
<b>Spolu</b>		<b>234 307</b>

Zdroj: SVR (2021).

**Začlenenie prírodných a environmentálnych faktorov obohacuje analýzu hnacích síl ekonomického rastu.**<sup>2</sup> OECD vypočítava HDP očistený od znečistenia odpočítaním odhadovaných nákladov vyplývajúcich zo znečistenia vrátane zo znečistenia oxidom uhličitým, dusíkom, sírou a pevnými časticami. Tieto náklady zahŕňajú zmenu klímy, poškodenie ekosystémov, choroby a úmrtia.<sup>3</sup> HDP očistený od znečistenia je preto nižší ako HDP uvádzaný v národných účtoch. V štandardnej analýze vykazovania rastu existujú tri hlavné faktory, ktoré prispievajú k hospodárskemu rastu: vyrobený kapitál (napríklad stroje, budovy a infraštruktúra), práca a celková produktivita faktorov (TFP). TFP sa zvyčajne počíta ako zostatok po odpočítaní príspevkov kapitálu a práce od produkcie. OECD výpočty rozširuje aj o meranie príspevku k rastu vyplývajúceho z väčšieho využívania prírody (napríklad zvýšenou ťažbou nerastov alebo dreva). Environmentálne upravená TFP sa potom môže vypočítať ako zostatok vyplývajúci z odpočítania týchto vstupov od HDP očisteného od znečistenia.

**Produkcia rovnakého výstupu z menšieho množstva vstupov sa považuje za rast pridanej hodnoty, a ekvivalentne tak produkcia rovnakého výstupu s nižším znečistením sa považuje za rast pridanej hodnoty z dlhodobého environmentálneho hľadiska.** V rokoch 1996 až 2018 sa znečistenie vo väčšine európskych ekonomík výrazne znížilo, čím sa ročný rast HDP (očistený od znečistenia) v Nemecku, Francúzsku a Taliansku (tabuľka B) zvýšil o viac ako 0,3 percentuálneho bodu, teda o viac ako dvojnásobok hodnoty tohto očistenia v Spojených štátoch. V Číne a Indii rástol HDP na úkor vyššieho znečistenia. Pokiaľ ide o prispievajúce faktory, väčšie využívanie prírody prispelo v krajinách OECD

<sup>2</sup> Cárdenas Rodríguez, M. et al., [Environmentally adjusted multifactor productivity: Accounting for renewable natural resources and ecosystem services](#), *OECD Green Growth Papers*, november 2023.

<sup>3</sup> Napríklad, čo sa týka nákladov na znečistenie tuhými časticami, len v roku 2020 znečistenie ovzdušia spôsobilo 238 000 predčasných úmrtí v EÚ, viac v [Health impacts of air pollution in Europe](#), European Environment Agency, 2022.

k priemernému rastu len zanedbateľne, kým v Číne a Indii bol jeho príspevok o niečo málo vyšší.

### Tabuľka B

Príspevky k rastu vo veľkých ekonomikách vyplývajúce z využívania prírody

(rast: ročná percentuálna zmena; príspevok: v p. b.)

Štát	Meranie rastu produkcie			Príspevky k rastu produkcie			
	Rast HDP	Rast HDP očistený od znečistenia	Rozdiel	Príspevok práce	Príspevok vyprodukovaného kapitálu	Príspevok z využívania prírody	Rast environmentálne očistenej TFP
Francúzsko	1,61	1,98	0,37	0,30	0,58	0,00	1,11
Nemecko	1,40	1,73	0,33	0,17	0,40	-0,01	1,17
Taliansko	0,60	0,95	0,36	0,17	0,41	-0,01	0,38
Holandsko	1,99	2,22	0,22	0,55	0,57	-0,02	1,12
Španielsko	2,14	2,25	0,11	0,87	0,76	0,00	0,62
Priemer EÚ27	1,78	2,07	0,28	0,29	0,67	-0,01	1,12
Spojené štáty	2,45	2,62	0,17	0,45	0,70	0,02	1,45
Čína	8,67	8,09	-0,58	0,33	2,60	0,12	5,05
India	6,81	6,28	-0,53	0,54	2,50	0,05	3,19

Zdroj: Cárdenas Rodríguez et al. (2023) a výpočty ECB.  
Poznámka: Priemer za obdobie 1996 – 2018.

**Výsledkom týchto environmentálnych úprav je vyšší meraný rast produktivity v Európe (graf A).** Nedávne publikácie ECB zdôrazňujú, že znižovanie emisií počas prechodu na ekologické hospodárenie môže dočasne znížiť meranú produktivitu.<sup>4</sup> Údaje naznačujú, že tento proces už zrejme prebieha. Hodnoty štandardnej TFP poukazujú na spomalenie priemerného ročného rastu produktivity v období rokov 2009 až 2018 v porovnaní s obdobím rokov 1996 až 2008 tak v súbore 12 krajín eurozóny (EA12) (0,2 % oproti 0,5 %), ako aj v Spojených štátoch (0,6 % oproti 1,2 %).<sup>5</sup> Hoci medzi týmito dvoma obdobiami klesla aj environmentálne očistená TFP, jednako poskytuje menej pesimistický obraz súčasného rastu produktivity. Na tomto základe dosiahol rast TFP v rokoch 2009 až 2018 v priemere 0,6 % v krajinách EA12 a 1 % v Spojených štátoch.<sup>6</sup>

<sup>4</sup> Viac v článku s názvom [How climate change affects potential output](#), *Economic Bulletin*, Issue 6/2023, European Central Bank; a Bijmans et al., 2024, [The impact of climate change and policies on productivity](#), *ECB Occasional Paper Series*, No. 340.

<sup>5</sup> EA12 zahŕňa Rakúsko, Belgicko, Fínsko, Francúzsko, Nemecko, Grécko, Írsko, Taliansko, Luxembursko, Holandsko, Portugalsko a Španielsko, vážené podľa HDP z roku 2013.

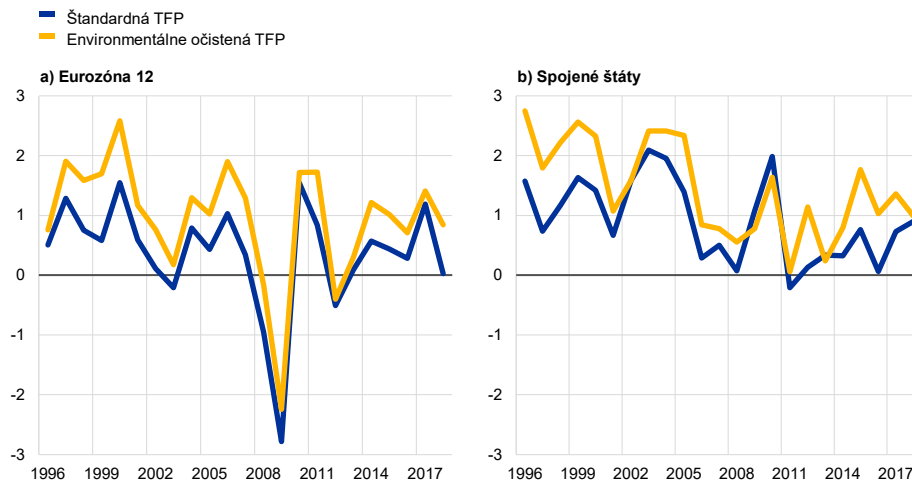
<sup>6</sup> Tieto priemery výrazne ovplyvňuje hodnota EA12 z roku 2009. V rokoch 2010 až 2018 bol priemerný rast environmentálne očistenej TFP v EA12 vo všeobecnosti rovnaký ako v Spojených štátoch.



## Graf A

### Rozdiel medzi rastom štandardnej TFP a environmentálne očistenej TFP

(v % ročne)



Zdroj: Cárdenas Rodríguez et al. (2023), OECD a výpočty ECB.

Poznámka: Eurozóna 12 zahŕňa Rakúsko, Belgicko, Fínsko, Francúzsko, Nemecko, Grécko, Írsko, Taliansko, Luxembursko, Holandsko, Portugalsko a Španielsko, vážené podľa HDP z roku 2013.

**Skutočný význam prírody pre hospodársku aktivitu pravdepodobne presahuje vyššie uvedené odhady, preto pokračujúca degradácia prírody môže podstatne znížiť budúcu výrobnú kapacitu.**<sup>7</sup> Mnohé ekosystémové služby ešte nie sú kvantifikované, čo má za následok znižovanie ich hodnoty. Okrem toho ich hospodársky význam závisí aj od toho, či ich možno nahradiť inými výrobnými faktormi. Ručná práca už napríklad nahrádza prirodzené opeľovanie pri niektorých vysokohodnotných plodinách, čo však nebude možné pri všetkých plodinách. Nadmerné využívanie prírodných zdrojov môže v krátkodobom horizonte zvýšiť produkciu, ale v dlhodobom horizonte môže byť neudržateľné, pretože degradácia prírody v konečnom dôsledku znižuje tok ekosystémových služieb, a tým aj hospodársku aktivitu.<sup>8</sup>

**Priame meranie ekosystémových služieb v rámci HDP je dôležitým pokrokom, ale nepostačuje na pochopenie dlhodobých vplyvov.** Niektoré údaje by sa mali zlepšiť vďaka plánu Eurostatu zverejňovať od roku 2026 ekosystémové účty, a to v nadväznosti na prácu vykonanú v rámci INCA. Spočiatku sa budú týkať siedmich ekosystémových služieb vo fyzických jednotkách (napríklad objem plodín, ktorý možno pripísať prirodzenému opeľovaniu, alebo tony zachyteného uhlíka), pričom sa bude skúmať realizovateľnosť výpočtu peňažnej hodnoty.<sup>9</sup> Hrubý domáci produkt však nezachytáva všetky vplyvy degradácie prírody, pretože nezahŕňa kapitálové odpisy. Degradácia prírody v dôsledku neudržateľného využívania sa preto nikdy nezapočíta do HDP, a to ani vtedy, keď sa uznajú ekosystémové služby. Pre úplné

<sup>7</sup> Döhring, B. et al., [Reflections on the Role of Natural Capital for Economic Activity](#), *European Economy Discussion Papers*, No 180, European Commission, február 2023.

<sup>8</sup> Kuchler, T. et al., [The economics of biodiversity loss](#), príspevok prednesený na fóre ECB v Sintre, 2024.

<sup>9</sup> Poskytovanie plodín, opeľovanie plodín, poskytovanie dreva, filtrácia vzduchu, globálna regulácia klímy, lokálna regulácia klímy, služby súvisiace s cestovným ruchom v prírode. Viac v [nariadení, ktorým sa mení nariadenie \(EÚ\) č. 691/2011, pokiaľ ide o zavedenie nových modulov týkajúcich sa environmentálnych ekonomických účtov](#) (COM/2022/329).

pochopenie vplyvu na budúcu produkciu je potrebné venovať pozornosť *čistému* domácemu produktu, ktorý odpisy zohľadňuje. Okrem toho viaceré ekosystémové služby znižujú vplyv extrémnych klimatických javov, ako sú napríklad povodne. Ekonomické prínosy môžu byť značné, ale sú nepozorovateľné a možno ich vypočítať len pomocou ekonomických modelov, aby sa zistilo, o koľko by sa aktivita bez ich vplyvu znížila.

**Na lepšie vyčíslenie prínosov ekosystémových služieb a určenie sektorov, ktoré sú od nich závislé, je potrebný aj pokrok v ekonomickom modelovaní.**

Tieto poznatky pomôžu identifikovať prípady, v ktorých by investície do prírody mohli v strednodobom horizonte poskytnúť čisté prínosy. Pomôžu tiež objasniť, ako sa narušenie ekosystémových služieb, domácich aj zahraničných, šíri v hospodárstve prostredníctvom dodávateľských reťazcov. Takéto narušenia tlmia skutočnú hospodársku aktivitu bez ohľadu na to, či sa ekosystémové služby priamo merajú alebo nie. Podrobnejšie informácie o hospodárskych a finančných dôsledkoch degradácie prírody a straty biodiverzity sú v článku 2 v tomto vydaní bulletinu.

### 3 Prečo sú domácnosti v eurozóne stále pesimistické a ako to vplýva na ich súkromnú spotrebu?

Alina Bobasu, Dario Esposito a Johannes Gareis

**Po začiatku rozsiahlej ruskej invázie na Ukrajine dôvera spotrebiteľov v eurozóne prudko klesla a odvtedy napriek určitému oživeniu zotrúva na nízkej úrovni.** Od minima po invázii zaznamenaného v septembri 2022 sa spotrebiteľská dôvera postupne zvyšovala. Ešte sa však nevrátila na svoj priemer pred pandémie a v auguste 2024 bola výrazne pod úrovňou pred invázie (graf A). V tomto boxe analyzujeme základné faktory, ktoré vysvetľujú útlm spotrebiteľskej dôvery, a hodnotíme dôsledky pretrvávajúcej nízkej dôvery na súkromnú spotrebu v krátkodobom horizonte.

**Spotrebiteľskú dôveru ovplyvňujú najmä očakávania domácností týkajúce sa celkovej ekonomickej situácie.** Index spotrebiteľskej dôvery Európskej komisie je zložený ukazovateľ počítaný ako aritmetický priemer bilančných radov (t. j. percento kladných odpovedí mínus percento záporných odpovedí) štyroch otázok prieskumu. Otázky sa týkajú očakávaní domácností v nasledujúcich 12 mesiacoch, pokiaľ ide o ich finančnú situáciu, všeobecnú ekonomickejšiu situáciu a väčšie nákupy, ako aj ich vnímanie vlastnej finančnej situácie za posledných 12 mesiacov.<sup>1</sup> Očakávania domácností týkajúce sa celkovej ekonomickej situácie sa od polovice roka 2023 v podstate nezmenili, čo bráni ďalšiemu oživeniu spotrebiteľskej dôvery po zlepšení zaznamenanom po prepade dôvery po invázii (graf A). Na rozdiel od toho sa všetky ostatné zložky spotrebiteľskej dôvery naďalej zlepšovali, pričom hodnotenie domácností, pokiaľ ide o ich minulé finančnú situáciu a zámer uskutočniť väčšie nákupy, boli v polovici roka 2024 mierne nad priemerom pred pandémie.

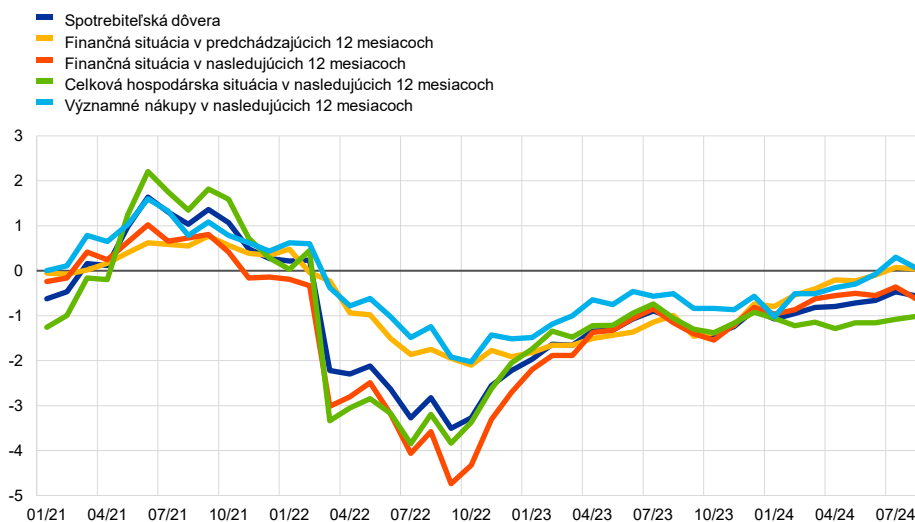
---

<sup>1</sup> [A revised consumer confidence indicator](#), European Commission, 2018.

## Graf A

### Spotrebiteľská dôvera a jej zložky

(standardizované zostatky v %)



Zdroj: Európska komisia a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje sú štandardizované pre obdobie od januára 1999 do decembra 2019 a nulová čiara označuje priemer pred pandémiou. Posledné údaje sú z augusta 2024.

**Lineárny regresný model zachytáva historický vzťah medzi spotrebiteľskou dôverou a rôznymi determinantmi súkromnej spotreby.**<sup>2</sup> Model regresuje spotrebiteľskú dôveru na konštantu, dvoch oneskoreniach spotrebiteľskej dôvery a paralelných hodnotách miery inflácie, miery nezamestnanosti, miery nákladov na pôžičky, ročnej percentuálnej zmeny cien akcií, ročnej percentuálnej zmeny cien nehnuteľností na bývanie a očakávaní domácností týkajúcich sa inflácie a nezamestnanosti na nasledujúcich 12 mesiacov.<sup>3</sup> Oneskorenia umožňujú postupnú reakciu spotrebiteľskej dôvery na zmeny ostatných premenných. Zahnuté sú aj očakávania domácností týkajúce sa budúcej inflácie a nezamestnanosti, pretože dôveru spotrebiteľov odrážajú často lepšie ako skutočné výsledky, keďže formujú vnímanie blahobytu domácností.<sup>4</sup> Podľa definície tiež odrážajú výhľadový charakter väčšiny zložiek spotrebiteľskej dôvery.<sup>5</sup>

**Podľa modelu bola počiatočnou príčinou poklesu spotrebiteľskej dôvery v porovnaní s obdobím pred inváziou rastúca skutočná aj očakávaná inflácia, po ktorej neskôr nasledovali čoraz negatívnejšie účinky vyšších nákladov na pôžičky spojené s klesajúcimi cenami nehnuteľností na bývanie.** Výsledky

<sup>2</sup> Viac tiež v Bolhuis, M.A., Cramer, J.N., Schulz, K.O. a Summers, L.H., [The Cost of Money is Part of the Cost of Living: New Evidence on the Consumer Sentiment Anomaly](#), Working Paper, No 32163, National Bureau of Economic Research, február 2024.

<sup>3</sup> Očakávania domácností týkajúce sa inflácie a nezamestnanosti sú prevzaté z podnikateľského a spotrebiteľského prieskumu Európskej komisie. Prvé sa týkajú štvrtročných inflačných očakávaní na nasledujúcich 12 mesiacov v kvantitatívnom vyjadrení, zatiaľ čo druhé sa týkajú očakávaní domácností v oblasti nezamestnanosti na nasledujúcich 12 mesiacov v kvalitatívnom vyjadrení.

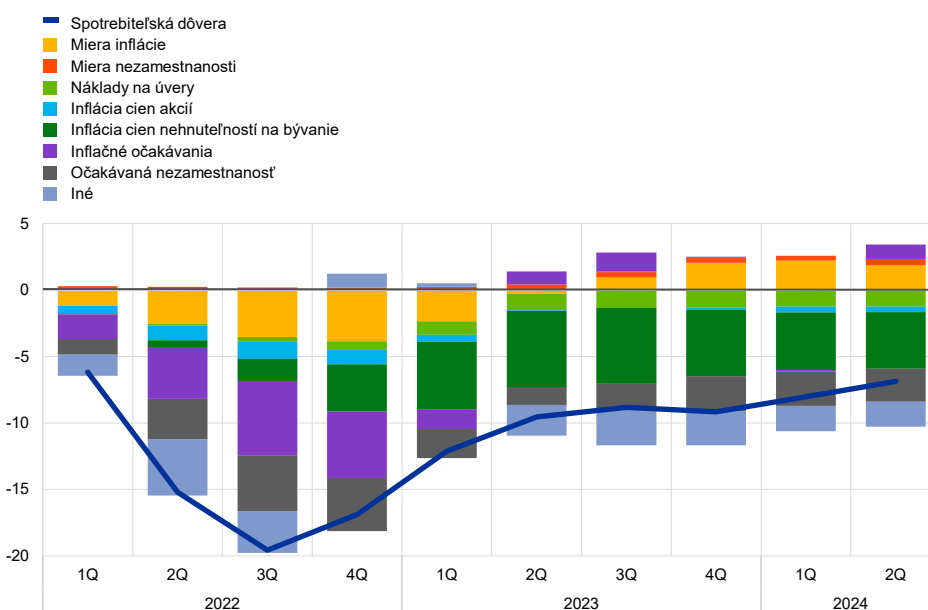
<sup>4</sup> Informácie o význame inflačných očakávaní domácností pre dôveru spotrebiteľov v eurozóne sa nachádzajú v [European Business Cycle Indicators 2<sup>nd</sup> Quarter 2024: Low consumer confidence and the economy – Insights from the euro area](#), Technical Paper, No 074, European Commission, júl 2024.

<sup>5</sup> Očakávania domácností týkajúce sa budúcej inflácie a nezamestnanosti v roku 2022 boli kolineárne s všeobecnou neistotou súvisiacou s ruskou inváziou na Ukrajinu, preto odhadnuté koeficienty týchto dvoch premenných v modeli môžu zachytávať aj iné faktory súvisiace s vojnou než vplyv inflácie a nezamestnanosti.

modelu ukazujú, že pokles spotrebiteľskej dôvery v eurozóne po ruskej invázii na Ukrajinu v porovnaní s posledným štvrťrokom 2021 bol do značnej miery vysvetlený rastúcou infláciou – skutočnou aj očakávanou (graf B). Následné obnovenie spotrebiteľskej dôvery podporila najmä klesajúca skutočná inflácia a nižšia očakávaná inflácia. Očakávania domácností týkajúce sa nezamestnanosti v roku 2023 v porovnaní s rokom 2022 tiež klesli, ale v druhom štvrťroku 2024 zostali vyššie ako v poslednom štvrťroku 2021.<sup>6</sup> Sprísnenie menovej politiky okrem toho prispelo k vyšším nákladom na pôžičky a k poklesu cien nehnuteľností na bývanie, čo od polovice roka 2022 začalo nepriaznivo ovplyvňovať dôveru spotrebiteľov. Napokon, ako naznačuje záporný príspevok regresných zostatkov, spotrebiteľská dôvera zostala v porovnaní s posledným štvrťrokom 2021 mierne slabšia v dôsledku iných faktorov, ktoré neboli v modeli zachytené a pravdepodobne odrážali zvýšenú neistotu v oblasti geopolitickej a hospodárskej politiky.<sup>7</sup>

**Graf B**  
Modelové faktory spotrebiteľskej dôvery

(zostatky v % a príspevky v p. b., odchýlky od 4Q 2021)



Zdroj: Európska komisia, Eurostat, ECB a výpočty ECB.

Poznámka: V grafe sú znázornené príspevky regresorov pre regresiu štvrťročnej spotrebiteľskej dôvery na konstante, dvoch oneskorených spotrebiteľskej dôvery a súčasných hodnotách miery inflácie, miery nezamestnanosti, miery nákladov na pôžičky, ročnej percentuálnej zmeny cien akcií, ročnej percentuálnej zmeny štvrťročných cien nehnuteľností a očakávaní domácností týkajúcich sa inflácie a nezamestnanosti na nasledujúcich 12 mesiacov. Náklady na úvery vyjadruje úroková sadzba spotrebiteľských úverov. Model sa odhaduje na základe údajov od prvého štvrťroka 2004 do druhého štvrťroka 2024 a obsahuje fiktívnu premennú pre každý štvrťrok v roku 2020. Posledné údaje sa vzťahujú na druhý štvrťrok 2024 s výnimkou inflácie cien nehnuteľností na bývanie, ktorá sa na druhý štvrťrok 2024 prognózuje pomocou jednorozmerného modelu AR(2).

### Spotrebiteľská dôvera má tendenciu silne korelovať s rastom súkromnej spotreby. Ako sa uvádza vyššie, spotrebiteľská dôvera je ovplyvňovaná

<sup>6</sup> Zvýšené očakávania nezamestnanosti v porovnaní s posledným štvrťrokom 2021 sa nezhodujú s priaznivými výsledkami na trhu práce – vyjadrenými stabilným poklesom miery nezamestnanosti od posledného štvrťroka 2021 do druhého štvrťroka 2024 – ktoré v tomto období len okrajovo podporili dôveru spotrebiteľov. Miera nezamestnanosti a očakávania nezamestnanosti podporili dôveru spotrebiteľov v druhom štvrťroku 2024, keďže obidve boli pod svojím predpandemickým priemerom.

<sup>7</sup> Tento vývoj vo všeobecnosti zodpovedá indexu spotrebiteľskej neistoty Európskej komisie, ktorý výrazne klesal zo svojho vrcholu dosiahnutého v treťom štvrťroku 2022 až do druhého štvrťroka 2024, ale zostal zvýšený v porovnaní s úrovňou v poslednom štvrťroku 2021.

premennými, ktoré sú tiež determinantmi súkromnej spotreby. Odzrkadľuje tak zásadné informácie o súčasnom a budúcim stave ekonomiky.<sup>8</sup> Napríklad v období pred pandémiou spotrebiteľská dôvera vo všeobecnosti vysoko korelovala so štvrtročným rastom spotreby, najmä počas hospodárskeho poklesu.<sup>9</sup>

**Skutočnosť, že spotrebiteľská dôvera zostáva utlmená, naznačuje, že súkromná spotreba sa v krátkodobom horizonte zlepši len mierne.** Model premostovacej rovnice (BEM) spájajúci štvrtročnú dôveru spotrebiteľov so štvrtročným rastom súkromnej spotreby predpovedá mierny nárast spotrebiteľských výdavkov v treťom štvrtroku 2024 (graf C).<sup>10</sup> Výhľad súkromnej spotreby je však zahalený neistotou, pokiaľ ide o vývoj základných faktorov spotrebiteľskej dôvery. V budúcnosti sa spotrebiteľská dôvera v eurozóne bude pravdepodobne naďalej zlepšovať, keďže inflácia bude ďalej klesať, odolné trhy práce budú poskytovať trvalú podporu a reálne príjmy sa budú zotavovať; no nejaký čas pravdepodobne budú ešte pretrvávajúť účinky nedávneho kola sprísňovania menovej politiky a oživenie spotrebiteľskej dôvery by mohla spomaľovať aj zvýšená geopolitická a hospodársko-politická neistota.

---

<sup>8</sup> Jednou zo zjavných výhod indexu spotrebiteľskej dôvery oproti determinantom súkromnej spotreby je jeho aktuálnosť. Viac v boxe s názvom [Does consumer confidence predict private consumption?](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2015.

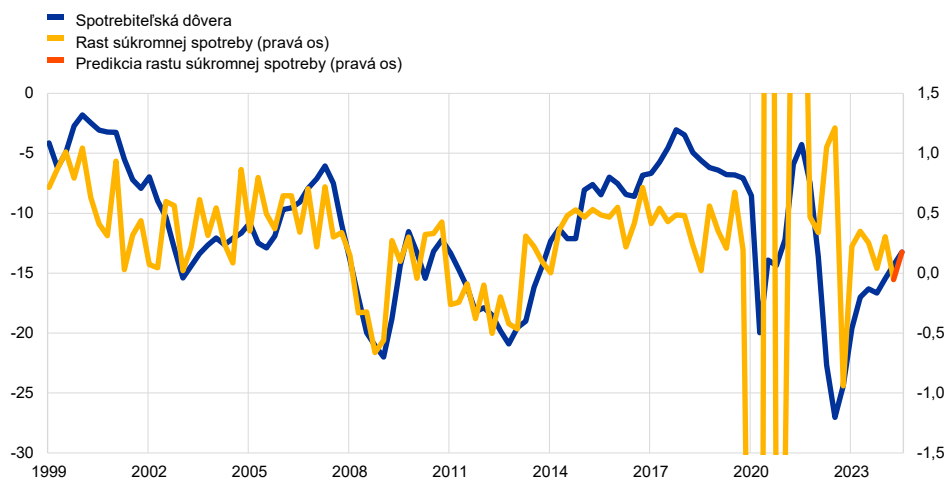
<sup>9</sup> Viac v článku s názvom [Confidence indicators and economic developments](#), *Monthly Bulletin*, ECB, január 2013.

<sup>10</sup> Z hodnotenia modelu premostovacej rovnice (BEM) mimo vzorky vyplýva, že prediktívna schopnosť, meraná chybou predpovede strednej hodnoty na druhú, sa počas pandémie výrazne zhoršila, ale od začiatku roka 2023 sa zlepšuje. Pokiaľ ide o zložky spotrebiteľskej dôvery, hodnotenie ukazuje, že finančné očakávania domácností mierne viac korelovali s rastom súkromnej spotreby ako celková spotrebiteľská dôvera pred pandémiou, ale relatívne rozdiely medzi prediktívnou silou zložiek sa v poslednom období stali marginálnymi. Celkovo je potrebné tieto výsledky hodnotenia interpretovať opatrne vzhľadom na malú vzorku dostupnú za posledné obdobie a treba ich revidovať na základe nových prichádzajúcich údajov. Pozri tiež box s názvom [Is the PMI a reliable indicator for nowcasting euro area real GDP?](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2024.

## Graf C

### Spotrebiteľská dôvera a rast súkromnej spotreby

(ľavá os: zostatky v %; pravá os: medzištvrtročná percentuálna zmena)



Zdroj: Európska komisia, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje o raste súkromnej spotreby sú z druhého štvrtroka 2024 a o spotrebiteľskej dôvere z augusta 2024.

Červená čiara vyjadruje predikciu rastu súkromnej spotreby na tretí štvrtrok 2024 na základe modelu premostovacej rovnice (BEM), ktorý regresuje štvrtročný rast súkromnej spotreby na konštantu, vlastnom oneskorení a súčasnej štvrtročnej spotrebiteľskej dôvere, pričom používa údaje od prvého štvrtroka 1999 do druhého štvrtroka 2024 a zahŕňa fiktívnu premennú pre každý štvrtrok v roku 2020. Predikcia na tretí štvrtrok 2024 predpokladá štvrtročnú dôveru spotrebiteľov na priemernej úrovni z júla a augusta.

## 4 Zistenia z prieskumu popredných spoločností o trendoch na trhu práce a zavádzaní generatívnej umelej inteligencie

Agostino Consolo, Guzman Gonzalez-Torres Fernandez, Richard Morris a Christofer Schroeder

**V nedávnom prieskume sa ECB pýtala popredných nefinančných spoločností na faktory, ktoré mali v posledných rokoch vplyv na niektoré kľúčové charakteristiky trhu práce v eurozóne.** Patrí medzi ne zvýšená tendencia firiem uvádzať ťažkosti pri nábore zamestnancov, vysoká a rastúca zamestnanosť napriek stagnujúcej hospodárskej aktivite (a tým aj znížená produktivita práce), výrazný pokles priemerného počtu odpracovaných hodín a nárast práce na diaľku. Táto časť prieskumu obsahovala súbor všeobecných tvrdení, s ktorými mohli respondenti súhlasiť, dôrazne súhlasiť, nesúhlasiť, dôrazne nesúhlasiť alebo ani súhlasiť, ani nesúhlasiť. Respondenti sa mali zamerať na strednodobú perspektívu a porovnať súčasné prostredie s prostredím spred piatich až desiatich rokov. Ak súhlasili alebo dôrazne súhlasili so všeobecným tvrdením, mali ďalej odpovedať na súbor doplnkových tvrdení, v ktorých sa skúmali dôvody.

**Ďalšie otázky sa týkali zavádzania generatívnej umelej inteligencie v spoločnostiach (generatívna AI).** Generatívna AI predstavuje najnovší pokrok vo fáze rýchleho technologického rozvoja a má potenciál hlboko ovplyvniť trh práce a produktivitu. V prieskume spoločnosti odpovedali na otázky: i) či používajú generatívnu AI vo svojej bežnej činnosti, a ak áno, ii) odkedy, iii) aký podiel zamestnancov používa generatívnu AI na prácu aspoň raz týždenne a iv) aké boli hlavné dôvody na jej zavedenie. Prieskum bol zaslaný spoločnostiam, s ktorými ECB udržiava pravidelné kontakty na účely získavania informácií o výhľade aktivity, cien a zamestnanosti.<sup>1</sup> Prebiehal od konca mája do konca júna 2024 a podarilo sa získať 46 odpovedí.

**Respondenti sa v drvivej väčšine zhodli na tom, že v posledných rokoch sa nábor sťažil, čo poukazuje na nedostatok pracovníkov s požadovanými zručnosťami (graf A).** Viac ako 90 % súhlasilo alebo dôrazne súhlasilo s tvrdením, že nábor potrebných zamestnancov je dnes zložitejší než pred piatimi až desiatimi rokmi, čo svedčí o všeobecnom nedostatku pracovníkov. Z nich 90 % súhlasilo s tým, že uchádzačov s požadovanými zručnosťami je nedostatok, čo naznačuje nedostatok kvalifikovanej pracovnej sily. Trochu menší – aj keď významný – podiel respondentov (mierne pod 50 %) uviedol, že vládne všeobecný nedostatok kandidátov bez ohľadu na potrebné zručnosti. Všeobecný nedostatok kandidátov zaznamenali väčšinou spoločnosti, ktoré pôsobia v odvetviach služieb náročných na pracovnú silu alebo majú významný podiel výroby v Nemecku. Pokiaľ ide o faktory dopytu, približne dve tretiny sa zhodli na tom, že zmeny v požadovaných zručnostiach sťažili prijímanie zamestnancov, a takmer 60 % uviedlo, že pre

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

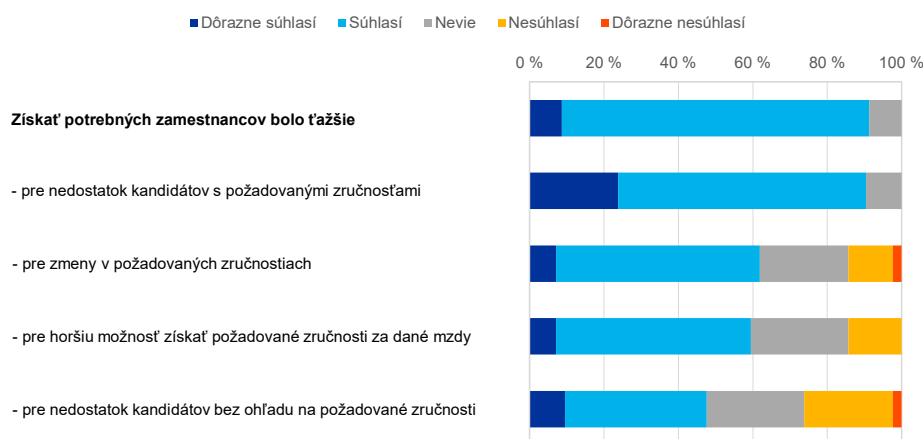


ponúkané mzdové podmienky je ťažšie prilákať zamestnancov s potrebnými zručnosťami.

## Graf A

### Zhrnutie odpovedí týkajúcich sa nedostatku pracovníkov

(v % odpovedí)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Stĺpce znázorňujú percentá respondentov za každú z piatich možných odpovedí. Všetci respondenti mali odpovedať na všeobecné tvrdenie písané tučným písmom. Ak súhlasili alebo dôrazne súhlasili, mali ďalej odpovedať na doplnkové tvrdenia. Podiely v doplnkových tvrdeniach sa vzťahujú na podmnožinu respondentov, ktorí súhlasili alebo dôrazne súhlasili so všeobecným tvrdením.

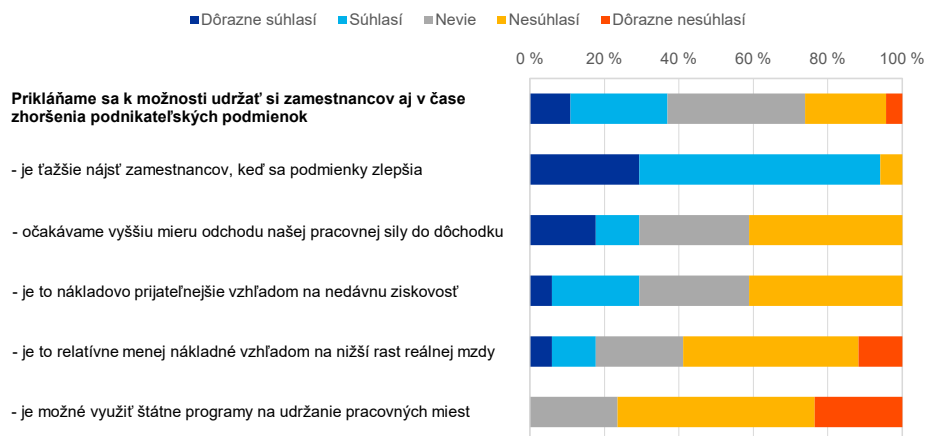
**O niečo viac ako tretina respondentov sa vyjadrila, že ich spoločnosti majú v čase zhoršenia podnikateľských podmienok tendenciu skôr si zamestnancov udržať, pričom takmer všetci to spájali s očakávanými ťažkosťami pri nábore zamestnancov, keď sa podmienky zlepšia (graf B).** Poukazuje to na silné prepojenie medzi hromadením a nedostatkom pracovnej sily. Pri všetkých ostatných doplnkových tvrdeniach prevládal skôr nesúhlas, hoci približne polovica spoločností, ktoré boli viac naklonené udržať si zamestnancov, súhlasila s tým, že je relevantný aspoň jeden ďalší faktor. Asi tretina sa vyjadrila, že faktorom je očakávaný nárast odchodu do starobného dôchodku v blízkej budúcnosti. Podobný podiel sa zhodol na tom, že vďaka nedávnej ziskovosti je udržanie pracovnej sily finančne dostupnejšie, a približne 20 % sa zhodlo na tom, že motiváciou je nižší rast reálnych miezd. To do určitej, aj keď obmedzenej miery podporuje predchádzajúce analýzy významu týchto faktorov pre odolnosť zamestnanosti od konca roka 2022.<sup>2</sup> Žiadny respondent nevyjadril súhlas s tvrdením, že by prispievajúcim faktorom boli štátne programy na podporu udržania pracovných miest.

<sup>2</sup> Viac v boxe s názvom [Vyššie ziskové marže pomohli spoločnostiam hromadiť pracovnú silu](#) a [Faktory rastu zamestnanosti v eurozóne po pandémii – modelová perspektíva](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2024.

## Graf B

### Zhrnutie odpovedí týkajúcich sa hromadenia pracovnej sily

(v % odpovedí)



Zdroj: ECB.

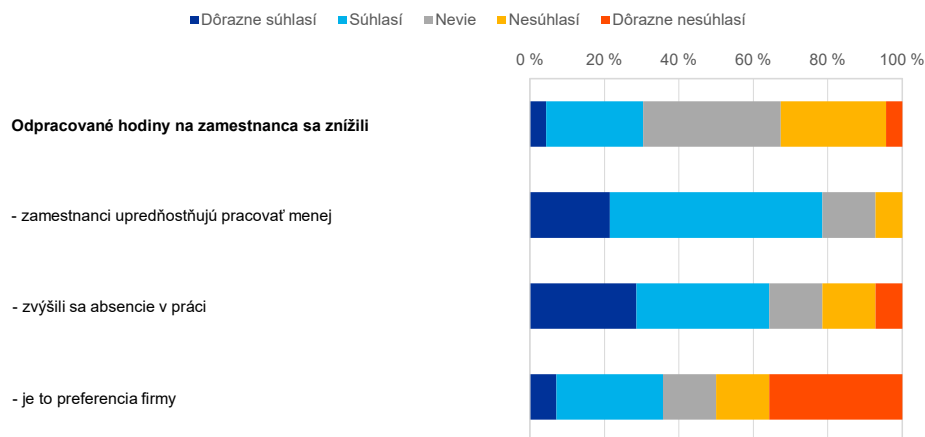
Poznámka: Pozri poznámku ku grafu A.

**Respondenti, ktorí sa zhodli na tom, že počet odpracovaných hodín na zamestnanca sa znížil, uviedli ako najvýznamnejší dôvod preferenciu zamestnancov pracovať menej (graf C).** Až 80 % tých, ktorí uviedli, že počet odpracovaných hodín sa znížil, sa vyjadrilo, že to bolo (aspoň čiastočne) spôsobené preferenciou zamestnancov pracovať menej, a dve tretiny vnímali ako faktor nárast absencií v práci. Naproti tomu len tretina uviedla, že tento vývoj odráža preferencie spoločnosti (pričom viac ako polovica s týmto doplnkovým tvrdením nesúhlasila, vrátane jednej tretiny, ktorá nesúhlasila dôrazne).

## Graf C

### Zhrnutie odpovedí týkajúcich sa odpracovaných hodín

(v % odpovedí)



Zdroj: ECB.

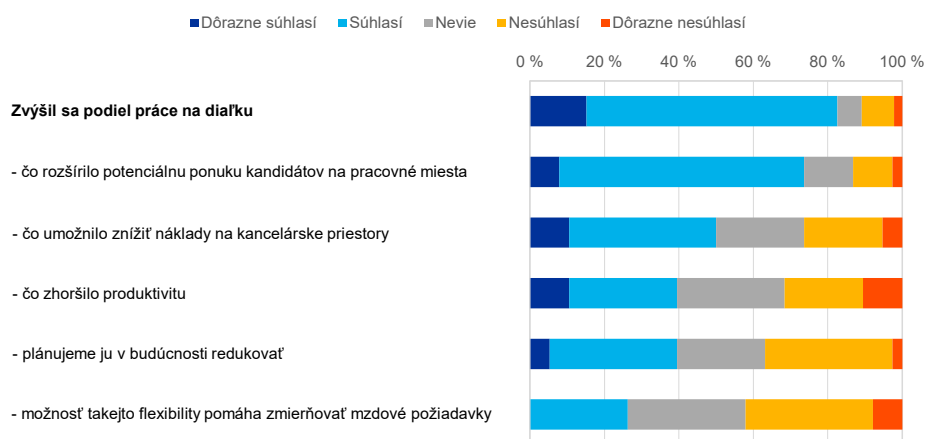
Poznámka: Pozri poznámku ku grafu A.

**Respondenti potvrdili rozsiahly nárast práce na diaľku, pričom väčšina sa zhodla, že sa tým rozšírila ponuka potenciálnych uchádzačov o zamestnanie (graf D).** Z mierne viac ako 80 % respondentov, ktorí uviedli, že sa rozšírila práca na diaľku, tri štvrtiny súhlasili s tým, že sa tým rozšírila ponuka potenciálnych uchádzačov o zamestnanie. Asi polovica sa vyjadrila, že ich spoločnosti to umožnilo redukovať kancelárske priestory a súvisiace fixné náklady. Naproti tomu sa len štvrtina zhodla, že to pomohlo zmierniť mzdové požiadavky, pričom takmer polovica s týmto tvrdením nesúhlasila. Približne 40 % súhlasilo s tvrdením, že nárast práce na diaľku negatívne ovplyvnil produktivitu (pričom podobný podiel uviedol, že v budúcnosti plánujú znížiť podiel práce na diaľku), zatiaľ čo s tvrdením nesúhlasilo len mierne nad 30 % respondentov.

### Graf D

#### Zhrnutie odpovedí týkajúcich sa práce na diaľku

(v % odpovedí)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Pozri poznámku ku grafu A.

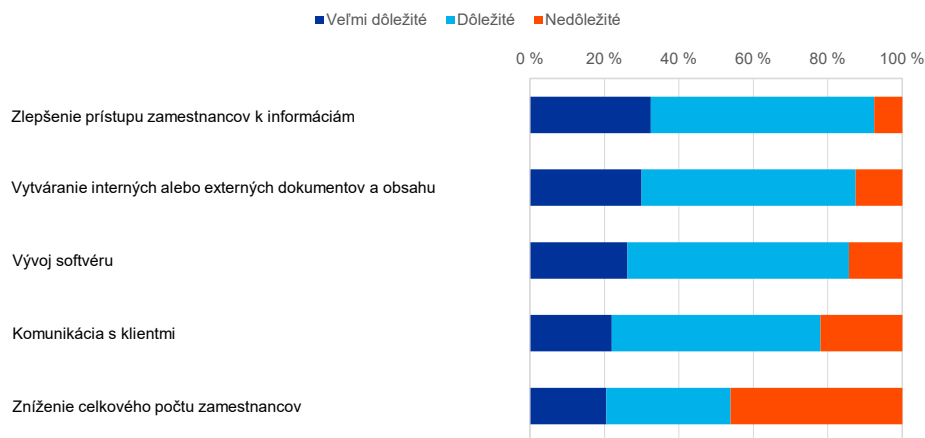
**Pokiaľ ide o otázky týkajúce sa používania generatívnej AI, takmer tri štvrtiny respondentov uviedli, že ich spoločnosť už túto technológiu používa, a dôvody pre tento krok boli rôznorodé (graf E).** Väčšina tých, ktorí už používajú

generatívnu AI v bežnej prevádzke, s tým začala pomerne nedávno, pričom k výraznému rozšíreniu došlo v roku 2023. Približne polovica odhadovala, že generatívnu AI používa aspoň raz týždenne maximálne 10 % ich pracovníkov, zatiaľ čo iba 6 % uviedlo, že podiel ich pracovníkov, ktorí pravidelne používajú túto technológiu, presahuje 25 %. Pokiaľ ide o hlavné dôvody zavedenia generatívnej AI, na prvom mieste bolo zlepšenie prístupu zamestnancov k informáciám, čo viac ako 90 % respondentov považovalo za dôležité alebo veľmi dôležité. Veľmi tesne za tým nasledovalo používanie generatívnej AI na vytváranie obsahu, vývoj softvéru a komunikáciu so zákazníkmi. Približne polovica respondentov, ktorí technológiu používajú, súhlasila s tým, že dôležitou motiváciou je aj zníženie počtu zamestnancov. Viacerí respondenti okrem toho zdôraznili, že používanie generatívnej AI je stále v experimentálnej fáze, pričom spoločnosti sa učia a snažia sa identifikovať, ako ju používať na zvýšenie produktivity, kvality a efektívnosti.

## Graf E

### Zhrnutie odpovedí týkajúcich sa hlavných dôvodov na zavedenie generatívnej AI

(v % odpovedí)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Stĺpce znázorňujú percentá respondentov za každú z troch možných odpovedí.

Colm Bates, Katalin Bodnár a Kathinka Schlieker

**Monitorovanie miezd je kľúčovým prvkom prístupu ECB k analýze inflačného výhľadu.** Odzrkadľuje významnú úlohu miezd v dynamike základnej inflácie, ktorá je stále výrazná, a najmä v zložke služieb. Výhľad ďalšieho poklesu inflácie v makroekonomických projekciách odborníkov ECB zo septembra 2024 vychádza okrem iného z očakávaného zmiernenia rastu miezd.

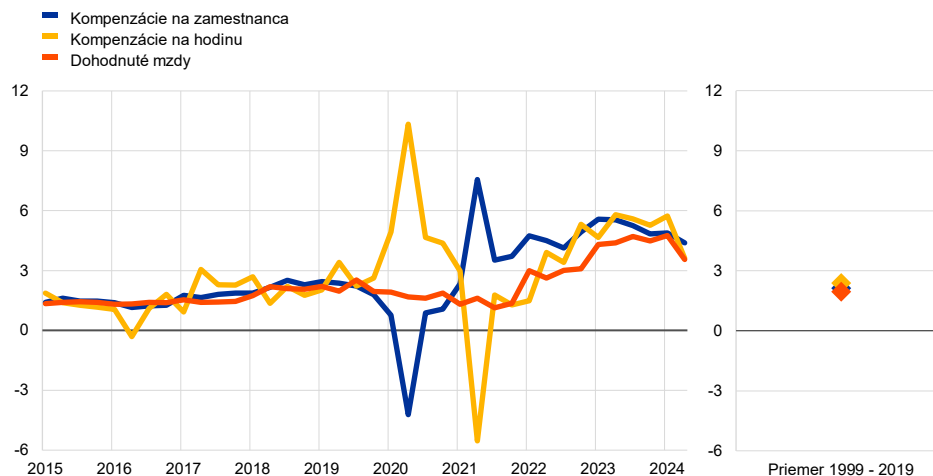
**Rast miezd v eurozóne sa od opätovného otvorenia po pandémie zvýšil, pričom odrážal tiež inflačný šok po vypuknutí neoprávnenej vojny Ruska proti Ukrajine, no v súčasnosti vykazuje známky spomaľovania.** Kľúčovým ukazovateľom pri hodnotení rastu miezd v eurozóne je medziročná miera rastu kompenzácií na zamestnanca. Tá sa v druhom štvrtroku 2023 postupne posilnila na vyššiu úroveň 5,5 %, ale v prvom štvrtroku 2024 sa zmiernila na 4,8 % a v druhom štvrtroku ďalej na 4,3 %, čo predstavuje o niečo výraznejšie spomaľenie, než sa očakávalo v septembrových projekciách odborníkov ECB. Znaky zmiernenia vykazujú aj iné mzdové ukazovatele, ako napríklad hodinová kompenzácia. Napriek tomuto spomaľeniu zostali miery rastu rôznych ukazovateľov zvýšené, približne na dvojnásobnej úrovni svojich historických priemerov (okolo 2,1 % za všetky ukazovatele). Dlhodobý priemer zahŕňa aj obdobia nízkeho rastu miezd, preto by sa nemal zohľadňovať pri určovaní cieľa. V tejto súvislosti aj miery rastu zostávajú nad rastom miezd konzistentným s inflačným cieľom 2 % a rastom produktivity 1 %. To primárne odráža silný vplyv kompenzácie minulej vysokej inflácie a zodpovedajúceho dobiehania reálnych miezd (graf A). Rozdiely medzi rastom kompenzácií na zamestnanca a rastom dohodnutých miezd poukazujú na úlohu mzdového posunu (wage drift) vo vysvetľovaní dynamiky miezd.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Viac v boxe s názvom [Aktuálny vývoj mzdového posunu v eurozóne](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, 2018.

## Graf A

### Ukazovatele nákladov práce v eurozóne

(ročná percentuálna miera rastu)



Zdroj: Eurostat, ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z druhého štvrťroka 2024.

**Podľa definície mzdový posun zachytáva všetky položky skutočne vyplatených miezd a plátov na zamestnanca, ktoré nie sú zahrnuté do kolektívne dohodnutých miezd, ako napríklad individuálne platby bonusov a nadčasov.**

Rast kompenzácií na zamestnanca možno rozdeliť na odvody z miezd a plátov a príspevky zamestnávateľa na sociálne zabezpečenie. Rast miezd a plátov na zamestnanca sa skladá z rastu dohodnutých miezd a mzdového posunu, ktorý sa vypočíta ako rozdiel medzi rastom miezd a plátov na zamestnanca a rastom dohodnutých miezd. Údaje o dohodnutých mzdách v eurozóne zachytávajú výsledok procesov kolektívneho vyjednávania z hľadiska zmien mzdy priemerného alebo reprezentatívneho zamestnanca v príslušných sektoroch. Zahŕňajú aj jednorazové platby, ak sú uvedené v kolektívnych zmluvách. Mzdy a platy však majú aj iné zložky, na ktoré sa nevzťahujú kolektívne zmluvy, ako napríklad individuálne platby bonusov či zvýšenie mzdy v dôsledku povýšenia. Sú zachytené v skutočnom raste miezd a plátov na zamestnanca a následne v mzdovom posune. Na agregovanej úrovni mzdový posun odráža aj také položky (ako sú rozdiely medzi rastom individuálne dohodnutých miezd oproti kolektívne dohodnutým mzdám), ktorých význam sa zvyšuje s poklesom počtu pracovníkov zahrnutých v kolektívnom vyjednávaní (a naopak). A nakoniec, keďže dohodnutá mzda odráža mzdu reprezentatívneho alebo priemerného zamestnanca na plný úväzok, mzdový posun zachytáva aj zmeny priemerného počtu odpracovaných hodín (napríklad prostredníctvom nadčasov alebo v dôsledku zmeny úväzku z plného na čiastočný), ktoré ovplyvňujú skutočnú mzdu. Niektoré z týchto faktorov naznačujú, že mzdový posun môže odrážať krátkodobé zmeny ekonomických podmienok rýchlejšie než dohodnuté mzdy, ktoré sú zvyčajne pevne stanovené na určitý čas dopredu. Z toho dôvodu je mzdový posun významným prvkom analýzy skutočného rastu kompenzácie zamestnancov.

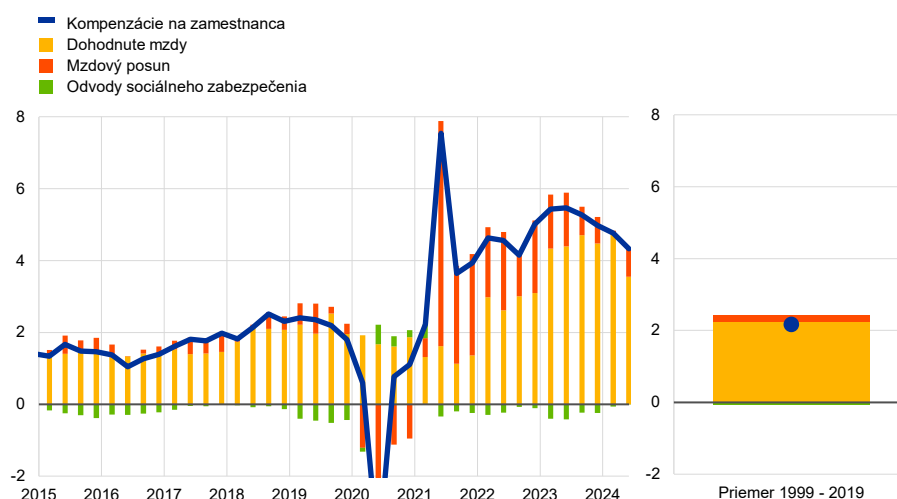
**Nedávne zmiernenie rastu kompenzácií na zamestnanca bolo spôsobené uvoľnením mzdového posunu.** Mzdový posun bol významným faktorom za rastom

kompenzácií na zamestnanca po zvýšení inflácie, čo môže odrážať fakt, že kompenzácie za toto zvýšenie sa realizovali najskôr v prípade individuálne dohodnutých zmlúv alebo vopred v prípade kolektívne dohodnutých zmlúv (aj na dobrovoľnom základe). V roku 2023 mzdový posun ako zdroj tlaku na rast kompenzácií na zamestnanca nahradili dohodnuté mzdy a rovnako tomu bolo aj v druhom štvrtroku 2024 (graf B). Táto zmena v relatívnom význame je v súlade s faktom, že kompenzácia za infláciu sa časom „presunula“ zo zložky mzdového posunu do dohodnutých miezd, a to vo forme zvýšenia základnej mzdy aj jednorazových platieb. Prínos mzdového posunu k rastu kompenzácií na zamestnanca predstavoval v rokoch 2022 – 2023 v priemere 1,5 percentuálneho bodu, čo výrazne presahuje príspevok zaznamenaný pred pandémiou, a aktuálne úrovne sú napriek určitej volatilitě stále nad predpandemickým priemerom (0,2 percentuálneho bodu medzi rokmi 1999 a 2019).

### Graf B

#### Rozklad rastu kompenzácií na zamestnanca

(ročná percentuálna miera rastu; príspevky v p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: V ľavom paneli bola záporná stupnica z dôvodu čitateľnosti zrezaná. Hodnota rastu kompenzácií na zamestnanca v 2. štvrtroku 2020 predstavovala -4,2 %. Posledné údaje sú z druhého štvrtroka 2024.

#### Nedávne obdobie je teda príkladom toho, ako sa ekonomické podmienky rýchlejšie odrážajú v mzdovom posune než v raste dohodnutých miezd.

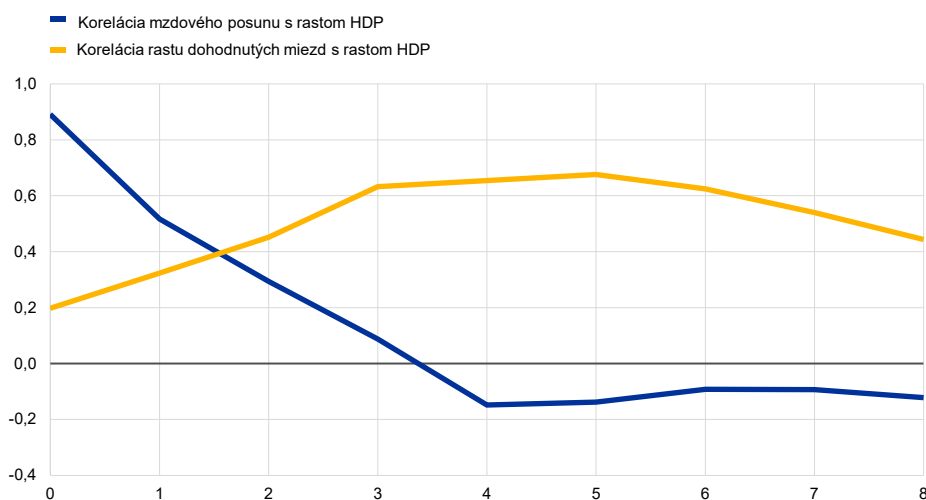
Vo všeobecnosti platí, že na napätom trhu práce, keď si zamestnávateľia chcú udržať a odmeniť zamestnancov, môžu novoprijatým alebo súčasným zamestnancom ponúkať mzdy, ktoré sú vyššie ako mzdy podľa platných kolektívnych zmlúv, môžu povyšovať zamestnancov do vyšších mzdových tried v rámci kolektívne dohodnutých mzdových pásiem alebo môžu jednoducho vyplácať bonusy k dohodnutým mzdám. Okrem toho zamestnanci, na ktorých sa nevzťahujú kolektívne zmluvy, môžu byť schopní vyjednať si úpravu mzdy rýchlejšie ako odborové organizácie, ktoré sú viazané dĺžkou platnosti zmluvy. Oba tieto faktory môžu viesť k zvýšeniu mzdového posunu. Pravdepodobnosť, že k tomu všetkému dôjde, sa zvyšuje v situácii, keď sa napätá situácia na trhu práce spojí s výrazným poklesom reálnych miezd v dôsledku vysokej inflácie. Keď sa však rast dohodnutých miezd prispôsobí požiadavke kompenzácie za infláciu, príspevok mzdového posunu

sa zmierni, čo nakoniec vedie k opačnému pohybu týchto dvoch hlavných zložiek rastu miezd. Jednoduchá korelačná analýza to zachytáva v skoršej reakcii mzdového posunu na hospodársky cyklus v porovnaní s dohodnutými mzdami. Z grafu C vyplýva, že mzdový posun má vysokú pozitívnu súbežnú koreláciu s rastom HDP, ktorá následne klesá, zatiaľ čo rast dohodnutých miezd reaguje s oneskorením niekoľkých štvrťrokov.

### Graf C

#### Korelácia mzdového posunu a dohodnutých miezd s rastom reálneho HDP

(korelačný koeficient ročnej miery rastu)



Zdroj: Eurostat, ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Na osi x je znázornený počet štvrťrokov, o ktoré sú mzdový posun a rast dohodnutých miezd oneskorené oproti rastu HDP. Výpočty vychádzajú z údajov za obdobie od roku 1999 do druhého štvrťroka 2024. Výsledky sa zásadne nemenia, ani keď sa berie do úvahy len predpandemické obdobie (od prvého štvrťroka 1999 do posledného štvrťroka 2019).

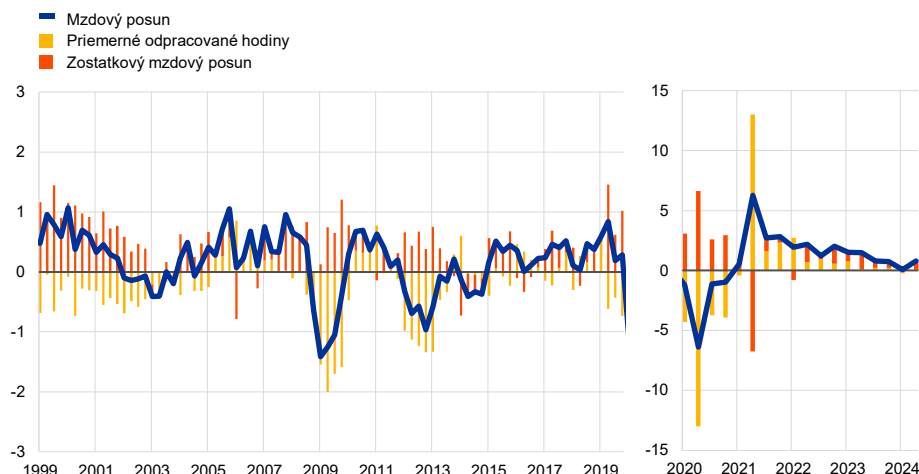
#### Jedným z kanálov, prostredníctvom ktorého hospodársky cyklus ovplyvňuje mzdový posun, je priemerný počet odpracovaných hodín. Keď podniky zaznamenajú zvýšenie dopytu, počiatočnou reakciou je zvyčajne požiadavka, aby zamestnanci odpracovali viac hodín. Platené nadčasy sa následne premietnu do mzdového posunu. Výrazný príspevok priemerného počtu odpracovaných hodín k mzdovému posunu bezprostredne po pandémie však nevysvetľuje týmto cyklickým vplyvom, ale obnovou priemerného počtu odpracovaných hodín v dôsledku zníženia účasti v programoch na udržanie pracovných miest (graf D). Tento vplyv sa v poslednom čase oslabil, čo prispelo aj k zmierneniu mzdového posunu. V poslednom období bol však o niečo vyšší aj rozdiel medzi mzdovým posunom a rastom priemerného počtu odpracovaných hodín, čo poukazuje na úlohu kompenzácie za infláciu.



## Graf D

### Rozklad mzdového posunu na rast priemerných odpracovaných hodín a iné faktory

(medziročný rast v % a príspevky v p. b.)



Zdroj: Eurostat, ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z druhého štvrťroka 2024.

#### Pri interpretácii vývoja mzdového posunu treba zohľadniť aj niektoré technické faktory.

Priemerné mzdy a platy – a tým aj mzdový posun – sa môžu meniť, ak sa odvetvia alebo úrovne zručností spájajú s rôznymi mzdovými pásmami a zloženie zamestnanosti v týchto kategóriách sa mení. Napríklad počas pandémie bola negatívne ovplyvnená zamestnanosť v odvetviach súvisiacich s cestovným ruchom (ktoré majú zvyčajne relatívne nízke mzdové pásma), čo malo pravdepodobne vplyv na rast kompenzácií na zamestnanca. Ten sa následne prejavil v mzdovom posune, ktorý sa stal do určitej miery proticyklickým a čiastočne kompenzoval iné procyklické faktory. Výpočet mzdového posunu sa navyše opiera o rozdiel medzi dvoma ukazovateľmi s rôznym pokrytím krajín: údaje o dohodnutých mzdách sa agregujú z neharmonizovaných národných údajov a nezahŕňajú všetky krajiny eurozóny, zatiaľ čo kompenzácie na zamestnanca sú odvodené z Európskeho systému účtov, ktorý pokrýva všetky krajiny harmonizovaným spôsobom.<sup>2</sup> Vzhľadom na tento rozdiel v pokrytí mzdový posun zahŕňa určité agregáčne skreslenie, ktoré odráža napríklad to, že pobaltské štáty nemajú údaje o kolektívne dohodnutých mzdách, ale rast kompenzácií na zamestnanca bol v týchto štátoch veľmi vysoký.<sup>3</sup> Skreslenie býva zvyčajne veľmi malé, no v posledných štvrťrokoch bolo o niečo väčšie (v priemere 0,2 percentuálneho bodu medzi prvým štvrťrokom 2022 a druhým štvrťrokom 2024) ako pred pandemiou (0,1 percentuálneho bodu medzi rokmi 1999 a 2019). Napokon, ako už bolo uvedené vyššie, vplyv pandemických programov udržania pracovných miest na kompenzácie

<sup>2</sup> Údaje o dohodnutých mzdách v eurozóne zostavuje ECB na základe deviatich krajín (Rakúsko, Belgicko, Nemecko, Španielsko, Fínsko, Francúzsko, Taliansko, Holandsko a Portugalsko) a zahŕňajú približne 94 % odmiern zamestnancov v eurozóne.

<sup>3</sup> Hoci vo väčšine krajín eurozóny sa na väčšinu pracovníkov vzťahujú sektorové kolektívne zmluvy o mzdách, v niekoľkých krajinách sa na väčšinu zamestnancov vzťahuje vyjednávanie na úrovni podnikov. Pozri tiež Górnicka, L. a Koester, G. (eds.), *A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area*, Occasional Paper Series, No 338, ECB, február 2024.

na zamestnanca sa prejavil predovšetkým v mzdovom posune, keďže tieto deformácie nemali vplyv na dohodnuté mzdy.<sup>4</sup>

**Na záver možno zhrnúť, že rast kompenzácií na zamestnanca sa zhruba delí na rast dohodnutých miezd a mzdový posun, pričom mzdový posun v celom hospodárskom cykle predbieha rast dohodnutých miezd.** Hoci eurozóna stále zaznamenáva historicky vysokú úroveň rastu kompenzácií na zamestnanca, v súčasnosti sa nachádzame v bode dezinflačného procesu, keď tlak na rast vyplývajúci z mzdového posunu slabne. Keďže kompenzácia za infláciu je čoraz častejšie súčasťou kolektívneho vyjednávania o mzdách, súčasnú úroveň rastu kompenzácií na zamestnanca drží vysoký rast dohodnutých miezd, So zmiernením rastu inflácie môže dôjsť k určitému zostatkovému dobiehaniu reálnych miezd, ale tlak na rast dohodnutých miezd pravdepodobne zoslabne.

---

<sup>4</sup> Do mzdového posunu sa tiež premietajú predovšetkým revízie rastu kompenzácií na zamestnanca, keďže údaje o raste dohodnutých miezd sa revidujú v menšej miere.

## 6 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 17. apríla do 23. júla 2024

Samuel Bieber a Christian Lizarazo

**V tomto boxe sa opisuje stav likvidity a menovopolitické operácie Eurosystemu počas tretieho a štvrtého obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2024.** Tieto dve udržiavacie obdobia trvali spoločne od 17. apríla do 23. júla 2024 (sledované obdobie).

**Priemerná nadbytočná likvidita v bankovom systéme eurozóny sa počas sledovaného obdobia ďalej znižovala a dosiahla 3 176,5 mld. €.** Dôvodom bola splatnosť ôsmej operácie tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO III.8) a predčasné splatenie iných operácií TLTRO III bankami k 26. júnu 2024. Poskytovanie likvidity sa znížilo aj z dôvodu nižšej držby v programoch nákupu aktív (asset purchase programme – APP) v dôsledku ukončenia reinvestícií v rámci APP od začiatku júla 2023. Od začiatku júla sa začali znižovať aj držby v rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív (pandemic emergency purchase programme – PEPP), pričom splátky istiny zo splatných cenných papierov sa teraz reinvestujú len čiastočne. Nižšie poskytovanie likvidity bolo čiastočne kompenzované pokračujúcim poklesom čistých autonómnych faktorov.

### Potreba likvidity

**Priemerná denná potreba likvidity bankového systému, definovaná ako súčet čistých autonómnych faktorov a požiadaviek na povinné minimálne rezervy, sa v sledovanom období znížila o 47,1 mld. € na 1 484,0 mld. €.** Tento pokles bol takmer výlučne spôsobený znížením čistých autonómnych faktorov o 47,2 mld. € na 1 322,5 mld. € (časť tabuľky A s názvom Ostatné informácie o likvidite), čo bolo vyvolané nárastom autonómnych faktorov poskytujúcich likviditu, ktorý nebol úplne kompenzovaný nárastom autonómnych faktorov absorbujúcich likviditu. Povinné minimálne rezervy sa mierne zvýšili o 0,1 mld. € na 161,6 mld. €.

**Autonómne faktory absorbujúce likviditu sa v sledovanom období zvýšili o 20,8 mld. € na 2 640,6 mld. €, a to najmä v dôsledku nárastu ostatných autonómnych faktorov.** Čisté ostatné autonómne faktory vzrástli v priemere o 47,5 mld. €. Bolo to spôsobené predovšetkým nárastom účtov precenenia o 66,4 mld. € spojeným s rastúcimi cenami zlata, ktorého vplyv na likviditu bol do značnej miery kompenzovaný vyššími čistými zahraničnými aktívami. Vládne vklady, ktoré počas sledovaného obdobia klesli v priemere o 36,9 mld. € na 117,7 mld. €, boli teda hlavnou príčinou poklesu čistých autonómnych faktorov (časť tabuľky A s názvom Ostatné informácie o likvidite). Tento pokles bol odrazom pokračujúcej normalizácie celkového objemu vkladov štátnych pokladníc držaných v Eurosysteme, ktorú podporili aj zmeny v úročení, ktoré nadobudli účinnosť 1. mája 2023 a ktoré následne 16. apríla 2024 potvrdila Rada guvernérov (Ekonomický

bulletin, číslo 4, 2024). Priemerná hodnota bankoviek v obehu vzrástla v sledovanom období o 10,3 mld. € na 1 554,9 mld. €. Dopyt po bankovkách sa stabilizoval na nižších úrovniach po tom, čo v júli 2022 dosiahol najvyššiu hodnotu tesne nad 1 600 mld. €.

**Autonómne faktory poskytujúce likviditu stúpili o 68,3 mld. € na 1 318,6 mld. €, a to najmä v dôsledku nárastu čistých zahraničných aktív o 65,8 mld. €.** Nárast čistých zahraničných aktív vyvolalo zvýšenie hodnoty zlatých rezerv v priemere o 61,4 mld. €, ktoré možno pripísať vyšším cenám zlata. Čisté aktíva denominované v eurách sa počas sledovaného obdobia mierne zvýšili o 2,5 mld. €.

## Tabuľka A

### Stav likvidity v Eurosysteme

#### Pasíva

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 17. apríl – 23. júl 2024						Predchádzajúce sledované obdobie: 31. január – 16. apríl 2024	
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie: 17. apríl – 11. jún 2024		Štvrté udržiavacie obdobie: 12. jún – 23. júl 2024		Prvé a druhé udržiavacie obdobie	
<b>Autonómne faktory absorbujúce likviditu</b>	2 640,6	(+20,8)	2 632,4	(+14,1)	2 651,5	(+19,1)	2 619,7	(-33,7)
Bankovky v obehu	1 554,9	(+10,3)	1 551,5	(+5,2)	1 559,5	(+8,0)	1 544,6	(-9,1)
Vládne vklady	117,7	(-36,9)	119,5	(-18,3)	115,2	(-4,3)	154,6	(-27,7)
Ostatné autonómne faktory (čisté) <sup>1)</sup>	968,0	(+47,5)	961,4	(+27,2)	976,8	(+15,4)	920,6	(+3,1)
<b>Bežné účty presahujúce povinné minimálne rezervy</b>	5,7	(-1,3)	5,4	(-1,4)	6,2	(+0,8)	7,0	(-1,1)
<b>Povinné minimálne rezervy<sup>2)</sup></b>	161,6	(+0,1)	161,3	(-0,3)	161,9	(+0,7)	161,5	(-1,7)
<b>Jednodňové sterilizačné operácie</b>	3 170,8	(-250,6)	3 214,0	(-124,0)	3 113,2	(-100,7)	3 421,3	(-99,1)
<b>Dolaďovacie operácie absorbujúce likviditu</b>	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 predchádzajúcemu sledovanému alebo udržiavaciemu obdobiu.

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

2) Informatívna položka, ktorá sa nenachádza v súvahe Eurosystemu, a preto by sa nemala zahŕňať do výpočtu celkových záväzkov.

## Aktíva

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 17. apríl – 23. júl 2024						Predchádzajúce sledované obdobie: 31. január – 16. apríl 2024	
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie: 17. apríl – 11. jún 2024		Štvrté udržiavacie obdobie: 12. jún – 23. júl 2024		Prvé a druhé udržiavacie obdobie	
<b>Autonómne faktory poskytujúce likviditu</b>	1 318,6	(+68,3)	1 311,3	(+39,1)	1 328,3	(+17,1)	1 250,3	(+64,1)
Čisté zahraničné aktíva	1 045,4	(+65,8)	1 031,7	(+36,2)	1 063,7	(+32,1)	979,6	(+34,8)
Čisté aktíva v eurách	273,2	(+2,5)	279,6	(+2,9)	264,6	(-15,0)	270,7	(+29,3)
<b>Nástroje menovej politiky</b>	4 660,5	(-299,0)	4 702,3	(-150,3)	4 604,9	(-97,4)	4 959,5	(-199,9)
Operácie na voľnom trhu	4 660,5	(-299,0)	4 702,3	(-150,3)	4 604,9	(-97,4)	4 959,5	(-199,9)
Úverové operácie	134,0	(-199,9)	151,6	(-100,6)	110,6	(-40,9)	334,0	(-123,5)
Hlavné refinančné operácie	3,9	(-0,0)	2,5	(-0,3)	5,7	(+3,2)	3,9	(-3,7)
Trojmesačné LTRO	7,7	(+1,3)	8,1	(+0,2)	7,0	(-1,2)	6,4	(+2,0)
TLTRO III	122,5	(-201,2)	140,9	(-100,5)	97,9	(-43,0)	323,7	(-121,8)
Portfóliá priamych nákupov <sup>1)</sup>	4 526,5	(-99,0)	4 550,7	(-49,7)	4 494,3	(-56,5)	4 625,5	(-76,5)
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 predchádzajúcemu sledovanému alebo udržiavaciemu obdobiu. LTRO znamená dlhodobější refinančné operácie a TLTRO III znamená tretiu sériu cielených dlhodobějších refinančných operácií.

1) Po ukončení čistých nákupov aktív sa členenie portfólií priamych nákupov na jednotlivé položky už neuvádza.

## Ostatné informácie o likvidite

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 17. apríl – 23. júl 2024						Predchádzajúce sledované obdobie: 31. január – 16. apríl 2024	
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie: 17. apríl – 11. jún 2024		Štvrté udržiavacie obdobie: 12. jún – 23. júl 2024		Prvé a druhé udržiavacie obdobie	
Celková spotreba likvidity <sup>1)</sup>	1 484,0	(-47,1)	1 482,9	(-25,1)	1 485,5	(+2,6)	1 531,2	(-99,7)
Čisté autonómne faktory <sup>2)</sup>	1 322,5	(-47,2)	1 321,6	(-24,8)	1 323,6	(+1,9)	1 369,7	(-98,0)
Nadbytočná likvidita <sup>3)</sup>	3 176,5	(-251,8)	3 219,3	(-125,3)	3 119,4	(-100,0)	3 428,3	(-100,2)

Zdroj: ECB.

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

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

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

3) Vypočítava sa ako súčet bežných účtov presahujúcich požiadavky na povinné minimálne rezervy a rozdielu použitých prostriedkov z jednodňových sterilizačných operácií a jednodňových refinančných operácií.

## Vývoj úrokových sadziieb

(priemerné hodnoty; v % a p. b.)

	Aktuálne sledované obdobie: 17. apríl – 23. júl 2024				Predchádzajúce sledované obdobie: 31. január – 16. apríl 2024			
	Tretie udržiavacie obdobie: 17. apríl – 11. jún 2024		Štvrté udržiavacie obdobie: 12. jún – 23. júl 2024		Prvé udržiavacie obdobie: 31. január – 12. marec 2024		Druhé udržiavacie obdobie: 13. marec – 16. apríl 2024	
Hlavné refinančné operácie	4,50	(+0,00)	4,25	(-0,25)	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)
Jednodňové refinančné operácie	4,75	(+0,00)	4,50	(-0,25)	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)
Jednodňové sterilizačné operácie	4,00	(+0,00)	3,75	(-0,25)	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)
€STR	3,907	(-0,000)	3,663	(-0,244)	3,907	(+0,01)	3,907	(+0,000)
RepoFunds Rate Euro	3,953	(+0,007)	3,714	(-0,239)	3,955	(+0,049)	3,947	(-0,008)

Zdroj: ECB, CME Group a Bloomberg.

Poznámka: Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu oproti predchádzajúcemu sledovanému alebo udržiavaciemu obdobiu. €STR je krátkodobá eurová sadzba.

## Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

**Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom nástrojov menovej politiky v sledovanom období klesol o 299,0 mld. € na 4 660,5 mld. € (graf A).**

Zníženie ponuky likvidity bolo spôsobené predovšetkým poklesom úverových operácií a v menšej miere aj znížením portfólií priamych nákupov.

**Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom úverových operácií sa v sledovanom období znížil o 199,9 mld. € na 134,0 mld. €.** Do značnej miery to odráža pokles nesplatených súm TLTRO III v dôsledku splatnosti operácií TLTRO III.8 (47,4 mld. €) spolu s predčasným splatením ostatných prostriedkov TLTRO III (17,1 mld. €) k 26. júnu 2024. Priemerný objem nesplatených trojmesačných dlhodobých refinančných operácií (long-term refinancing operations – LTRO) Eurosystemu sa mierne zvýšil, a to o 1,3 mld. €, kým objem hlavných refinančných operácií (main refinancing operations – MRO) zostal v podstate nezmenený. Obmedzená účasť bánk na týchto pravidelných operáciách, ako aj ich schopnosť splácať značné prostriedky TLTRO bez prechodu na štandardné refinančné operácie poukazujú na celkovo zdravú likviditnú pozíciu bánk a dostupnosť alternatívnych zdrojov financovania za atraktívne sadzby.

**Priemerný objem likvidity poskytovanej prostredníctvom držby priamych portfólií sa v sledovanom období znížil o 99,0 mld. € na 4 526,5 mld. €.**

Dôvodom bolo ukončenie reinvestícií v rámci APP od 1. júla 2023 a v menšej miere aj čiastočné reinvestície v rámci PEPP od 1. júla 2024.<sup>1,2</sup>

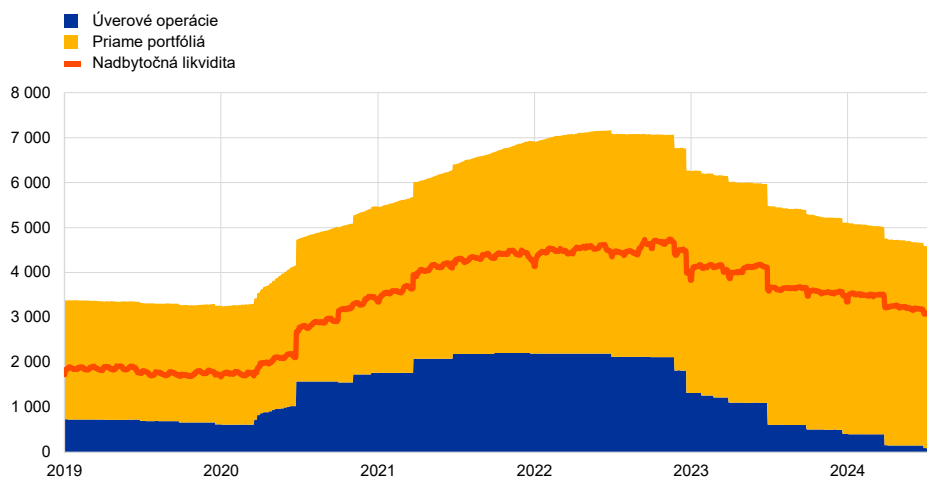
<sup>1</sup> Cenné papiere držané v portfóliu priamych nákupov sa vykazujú v amortizovanej hodnote a na konci každého štvrťroka sa preceňujú, čo má vplyv aj na celkové priemery a zmeny portfólií.

<sup>2</sup> V júni 2024 Rada guvernérov potvrdila, že ECB bude v druhej polovici roka 2024 len čiastočne reinvestovať splátky istiny zo splatných cenných papierov v rámci PEPP a na konci roka 2024 reinvestície úplne ukončí.

## Graf A

### Zmeny likvidity poskytovanej prostredníctvom operácií na voľnom trhu a zmeny nadbytočnej likvidity

(v bil. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 23. júla 2024.

## Nadbytočná likvidita

**Priemerná nadbytočná likvidita sa počas sledovaného obdobia znížila o 251,8 mld. € na 3 176,5 mld. € (graf A).** Nadbytočná likvidita je súčet bankových rezerv presahujúcich požiadavky na povinné minimálne rezervy a rozdielu objemu

jednodňových sterilizačných operácií a jednodňových refinančných operácií. Odráža rozdiel medzi celkovou likviditou poskytnutou bankovému systému a likviditnými potrebami bánk na krytie povinných minimálnych rezerv. Po dosiahnutí najvyššej hodnoty 4 748 mld. € v novembri 2022 nadbytočná likvidita neustále klesá.

## Vývoj úrokových sadzieb

**Rada guvernérov znížila všetky tri kľúčové úrokové sadzby ECB**

**o 25 bázických bodov s účinnosťou od 12. júna 2024.** Sadzba jednodňových sterilizačných operácií bola na konci sledovaného obdobia na úrovni 3,75 %, sadzba hlavných refinančných operácií na úrovni 4,25 % a sadzba jednodňových refinančných operácií na úrovni 4,50 %.

**Priemerná krátkodobá eurová sadzba (€STR) odzrkadľovala zníženie menovopolitických sadzieb, pričom si udržala stabilný spread so sadzbou jednodňových sterilizačných operácií ECB.** V priemere sa €STR počas celého sledovaného obdobia obchodovala 9,0 bázického bodu pod sadzbou jednodňových

sterilizačných operácií v porovnaní s priemerom 9,3 bázického bodu za prvé dve udržiavacie obdobia roku 2024.

**Priemerná repo sadzba eurozóny meraná indexom RepoFunds Rate Euro sa naďalej obchodovala v blízkosti sadzby jednodňových sterilizačných operácií.**

Repo sadzba bola počas sledovaného obdobia v priemere o 4,2 bázického bodu nižšia ako sadzba jednodňových sterilizačných operácií, v porovnaní s priemerom 4,9 bázického bodu v prvých dvoch udržiavacích obdobiach roku 2024. Odráža to pokračujúci obrat faktorov, ktoré vyvíjajú tlak na znižovanie repo sadzieb, ako je vyššia čistá emisia od začiatku roka, uvoľnenie mobilizovaného kolaterálu založeného proti splatným/splateným TLTRO a zvýšená dostupnosť cenných papierov verejného sektora v dôsledku poklesu nesplatených držieb APP a PEPP.



## 7 Dynamika peňazí a úverov v eurozóne a porovnanie so Spojenými štátmi

Ramón Adalid, Lucía Kazarian, Davide Malacrino a Silvia Scopel

**Tento box skúma aktuálnu transmisiu menovej politiky do objemu peňazí a úverov a do úrokových mier v eurozóne a porovnáva ju s transmisiou v Spojených štátoch, pričom poukazuje na kľúčové rozdiely a podobnosti v období pandémie.** Po prvé, úrokové sadzby z vkladov dosiahli v eurozóne vyššiu úroveň ako v Spojených štátoch, a to napriek menšiemu zvýšeniu základnej úrokovej sadzby a nižšej východiskovej hodnote. Po druhé, od začiatku sprísňovania menovej politiky sa rast úverov v eurozóne znížil výraznejšie, pravdepodobne z dôvodu silnejšieho dopytu a väčšieho množstva vkladov v Spojených štátoch. Po tretie, zmiernenie rastu širokých peňazí v porovnaní s ich pandemickým vrcholom sa javí byť oveľa väčšie v Spojených štátoch, keďže nákupy aktív americkým Federálnym rezervným systémom (FED) počas pandémie boli takmer dvojnásobne vyššie ako nákupy Eurosystému (vyjadrené z hľadiska HDP).

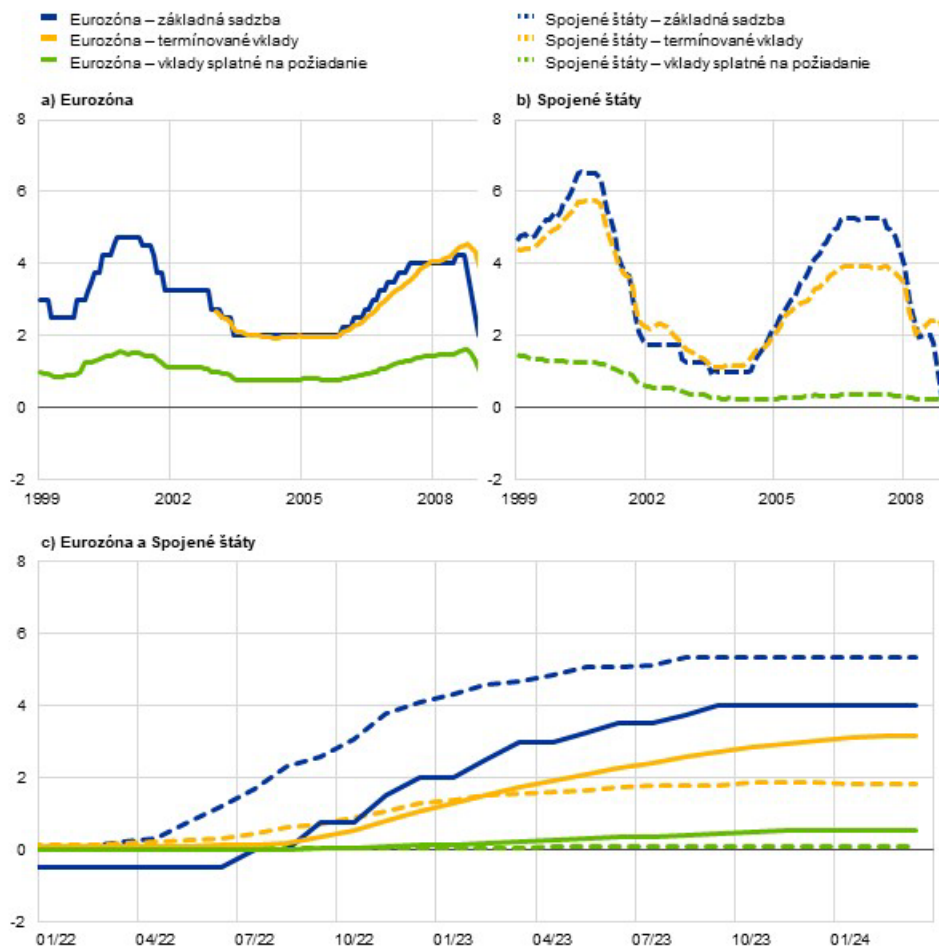
**Úrokové sadzby klientskych vkladov dosiahli vyššiu úroveň v eurozóne, a to napriek menšiemu zvýšeniu základnej úrokovej sadzby a nižšej východiskovej hodnote.** So sprísňovaním menovej politiky sa zvyšovali sadzby vkladov v eurozóne aj v Spojených štátoch.<sup>1</sup> Reakcia termínovaných vkladov bola v oboch ekonomikách rýchlejšia a silnejšia ako reakcia jednodňových vkladov – rovnako ako v prvej dekáde po roku 2000, keď boli úrokové sadzby výrazne v kladnom pásme (graf A, panely a a b). V eurozóne však bola transmisia podstatne silnejšia ako v Spojených štátoch. Napriek nižšej základnej úrokovej sadzbe (4 % v eurozóne v porovnaní s rozpätím 5,25 % až 5,50 % v Spojených štátoch) bolo v marci 2024 vážené priemerné úročenie krátkodobých termínovaných vkladov v eurozóne vyššie ako 3 %, zatiaľ čo v Spojených štátoch nedosiahlo ani 2 %. Jednodňové vklady vykazovali podobný obraz na úrovni mierne nad 0,5 % v eurozóne, zatiaľ čo v Spojených štátoch nedosiahli ani 0,1 % (graf A, panel c).

<sup>1</sup> Vzhľadom na dostupnosť porovnateľných údajov je analýza založená na úrokových sadzbách existujúcich vkladov. Prínajmenšom v eurozóne je dynamika úrokových sadzieb z existujúcich vkladov v zásade podobná dynamike úrokových sadzieb z nových vkladov.

## Graf A

### Úrokové sadzby existujúcich klientskych vkladov

(v % p. a.)



Zdroj: ECB (štatistika úrokových sadzieb PFI, údaje finančných trhov), RateWatch, Federal Deposit Insurance Corporation a výpočty ECB.

Poznámka: „Vklady splatné na požiadanie“ znamenajú jednodňové vklady v eurozóne a tzv. šekové vklady v Spojených štátoch. „Termínované vklady“ znamenajú vklady s dohodnutou splatnosťou do dvoch rokov v eurozóne a 12-mesačné vkladové certifikáty v Spojených štátoch. Posledné údaje sú z marca 2024.

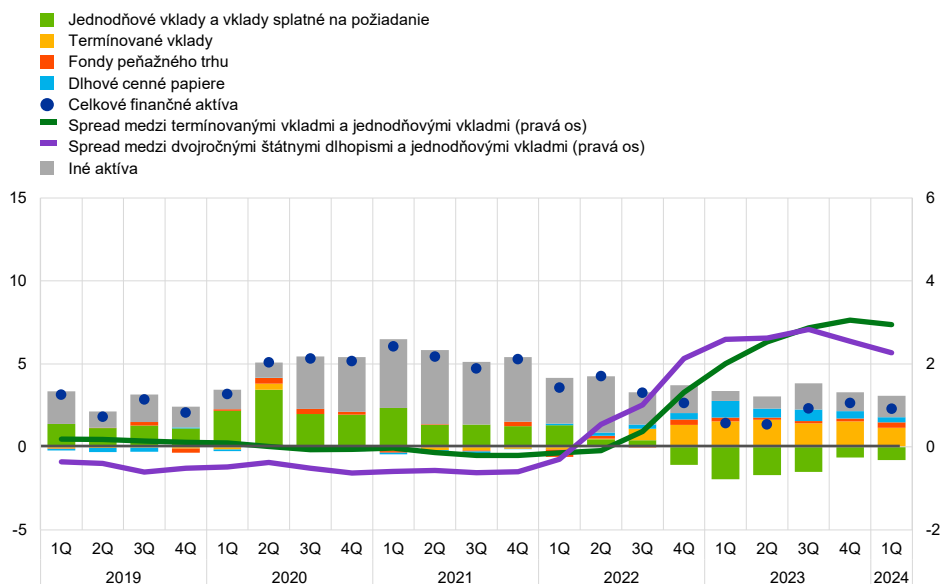
**Americké banky, v ktorých sa počas pandémie nahromadilo viac vkladov, zaznamenali počas cyklu sprísňovania výraznejší odklon od vkladov, čiastočne v dôsledku vyšších výnosov z dlhopisov a konkurencie zo strany fondov peňažného trhu, ktoré v Spojených štátoch tradične tvoria väčší podiel portfólií ako v eurozóne.** V kontexte nízkych úrokových sadzieb, menovej expanzie a nútených úspor v období pandémie v oboch ekonomikách prudko vzrástli jednodňové vklady. So sprísňovaním menovej politiky sa zvyšovali výnosy z ostatných sporiacich nástrojov a finančné prostriedky sa začali presúvať z najlikvidnejších vkladov. Počas cyklu sprísňovania zaznamenali likvidné vklady v Spojených štátoch odlev vo výške 11 % HDP v porovnaní s menej ako 8 % v eurozóne, čím sa rast agregátu M1 v oboch ekonomikách dostal hlboko do záporného pásma. Objem vkladov nahromadených pred cyklom sprísňovania, ktorý bol v Spojených štátoch výraznejší ako v eurozóne, mohol aspoň spočiatku znížiť motiváciu bánk zvyšovať sadzby vkladov. To pravdepodobne prispelo k tomu, že spread medzi výnosmi štátnych dlhopisov a sadzbami vkladov je v Spojených

štátoch od druhého štvrťroka 2022 trvalo väčší ako v eurozóne, a tiež pomáha vysvetliť vyšší odlev vkladov v Spojených štátoch (graf B). V súlade s tým držiteľia peňazí v Spojených štátoch presunuli viac prostriedkov do dlhopisov (približne 10 % HDP) ako do termínovaných vkladov (približne 8 %), zatiaľ čo v eurozóne väčšinu prílevu tvorili termínované vklady (takmer 9 % HDP v porovnaní s niečo viac ako 3 % presunutými do dlhopisov). Prílev do fondov peňažného trhu bol tiež výrazne vyšší v Spojených štátoch (5 % HDP) ako v eurozóne (1 %), hoci ho možno čiastočne pripísať obdobiu turbulencií spojených so zlyhaním Silicon Valley Bank, ktoré vyvolali obavy o solventnosť amerických regionálnych bánk. Približne polovica prílevu do fondov peňažného trhu v Spojených štátoch bola zaznamenaná práve približne v tom čase. V poslednom období, keď cyklus sprísňovania vrcholí, sa prílev do termínovaných vkladov, dlhopisov a fondov peňažného trhu v oboch ekonomikách zmierňuje.

## Graf B Úpravy portfólií

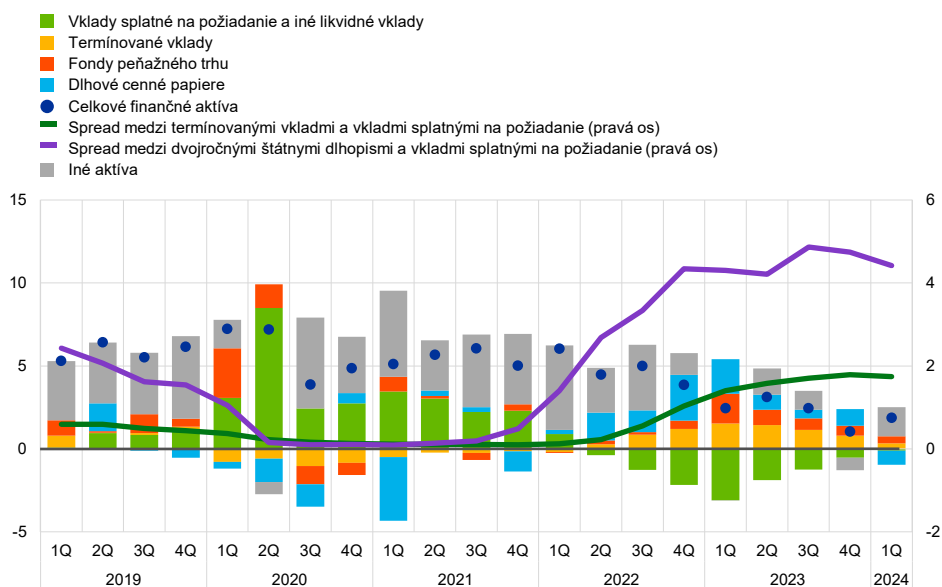
### a) Eurozóna

(ľavá os: v % ročného HDP; pravá os: v p. b.)



### b) Spojené štáty

(ľavá os: v % ročného HDP; pravá os: v p. b.)



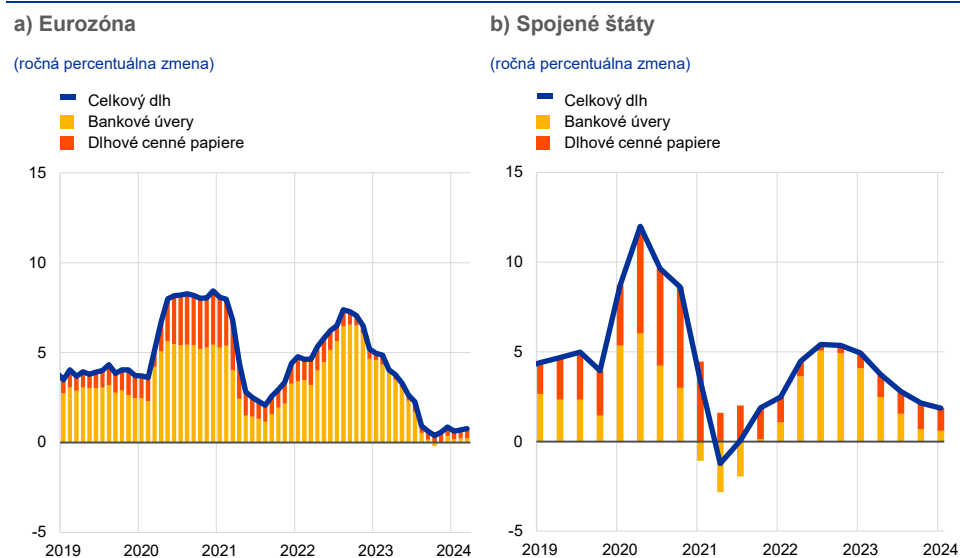
Zdroj: Panel a – ECB (bilančné položky PFI, štvrťročné sektorové účty, štatistika úrokových sadzieb PFI, údaje finančných trhov), Eurostat a výpočty ECB; panel b – údaje o toku finančných prostriedkov Spojených štátov, Federal Reserve Board/Haver Analytics, RateWatch, Federal Deposit Insurance Corporation, údaje IDCM, Bloomberg a výpočty ECB.  
Poznámka: Posledné údaje sú z prvého štvrťroka 2024.

**So zvyšovaním základných úrokových sadzieb klesali podnikové úvery v eurozóne výraznejšie ako v Spojených štátoch, pričom premietnutie do úrokových sadzieb úverov bolo podobné.** Po veľkých výkyvoch v raste úverov v rokoch 2020 až 2021 sa externé dlhové financovanie podnikov začalo znižovať krátko po tom, ako ECB a FED začali svoje cykly zvyšovania sadzieb. Ročná miera rastu podnikových úverov (bankové úvery a podnikové dlhopisy) klesla viac

v eurozóne, a to z maximálnej hodnoty 7,4 % v auguste 2022 na 0,7 % v priebehu 12 mesiacov. Americké firmy zaznamenali menší pokles, keď miera rastu klesla z maxima 5,4 % v treťom štvrťroku 2022 na 2,2 % v poslednom štvrťroku 2023 (graf C). Tieto rozdiely zostávajú aj po zahrnutí nebankových úverov, ale sú o niečo menšie. Nižší pokles rastu podnikových úverov v Spojených štátoch môže byť odrazom silnejšieho dopytu po úveroch v odolnejšej ekonomike a stále väčšieho množstva vkladov v Spojených štátoch po výraznejšom kvantitatívnom uvoľňovaní v reakcii na pandémiu. Okrem toho pravdepodobne odráža o niečo slabšie premietnutie menovej politiky do sadzieb podnikových úverov. Hoci FED v období od februára 2022 do augusta 2023 zvýšil svoju hlavnú úrokovú sadzbu o 525 bázických bodov, čo je o 75 bázických bodov viac ako ECB počas svojho cyklu sprísňovania, sadzby z nových úverov podnikom sa v skutočnosti zvýšili približne o 3,8 percentuálneho bodu, čo je len o 20 bázických bodov viac ako v eurozóne (graf D). Pomer zmeny úverových sadzieb k zmene základnej úrokovej sadzby bol v Spojených štátoch 72 %, teda o niečo menej ako 79 % v eurozóne. Napriek tomu sa zmena priemerných sadzieb z existujúcich úverov v oboch ekonomikách blížila k 50 % základnej sadzby. Vzhľadom na vyššiu počiatočnú úroveň sú však úverové sadzby v Spojených štátoch podstatne vyššie ako v eurozóne.

### Graf C

#### Celkové úvery poskytnuté podnikom bez nebankových úverov

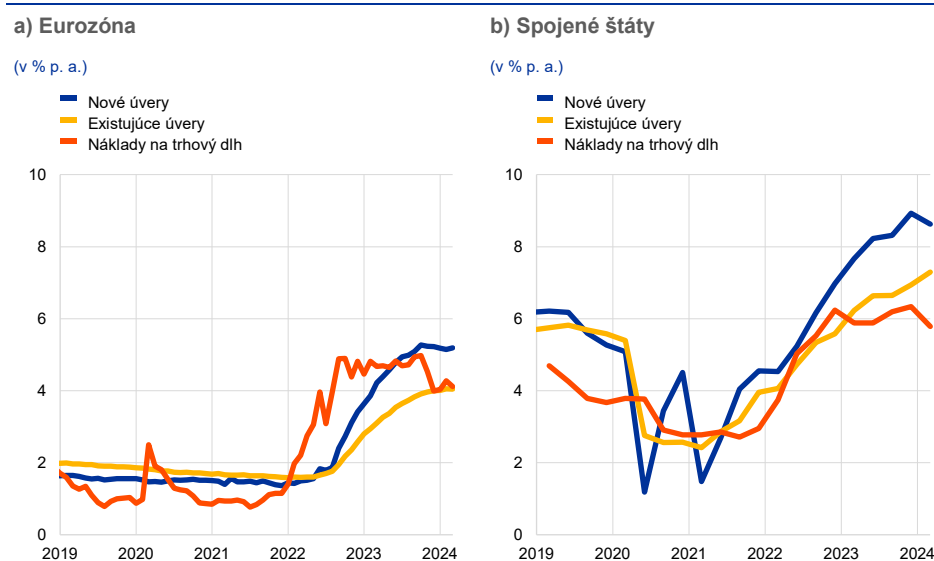


Zdroj: ECB a údaje o toku finančných prostriedkov Spojených štátov.

Poznámka: Bankové úvery v eurozóne sú očistené od predaja úverov, sekuritizácie a účelového vytvárania spoločných účtov (cash pooling). Údaje za eurozónu sú mesačné, zatiaľ čo údaje za Spojené štáty sú štvrťročné z dôvodu rozdielnej frekvencie zdrojov. Posledné údaje v prípade eurozóny sú z marca 2024 a v prípade Spojených štátov z prvého štvrťroku 2024.

## Graf D

### Náklady podnikov na dlhové financovanie



Zdroj: ECB (štatistika úrokových sadzieb PFI), ekonomické údaje Federálneho rezervného systému, Merrill Lynch, prieskum úverovania malých podnikov Federálnej rezervnej banky v Kansas City a výpočty ECB.  
Poznámka: Posledné údaje v prípade eurozóny sú z marca 2024 a v prípade Spojených štátov z prvého štvrťroka 2024.

### Dynamika úverov domácnostiam bola v eurozóne slabšia, s klesajúcim rastom hypoték a rýchlejšim prenosom do sadzieb existujúcich hypoték, a to napriek nižším úrokovým sadzbám nových úverov ako v Spojených štátoch.

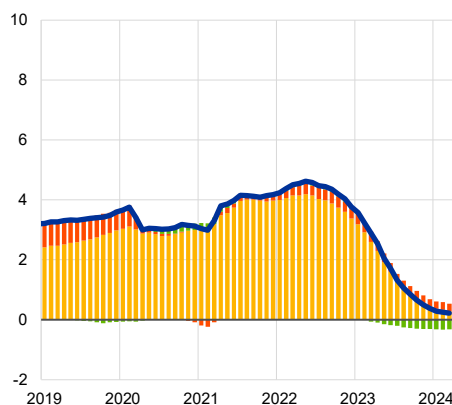
V eurozóne sa ročná miera rastu úverov domácnostiam znížila z najvyššej úrovne 4,6 % v máji 2022 približne na 0,2 % v posledných mesiacoch. V Spojených štátoch bol medzi prvým štvrťrokom 2022 a posledným štvrťrokom 2023 zaznamenaný väčší pokles, o 5,5 percentuálneho bodu, ale tento pokles sa začal z oveľa vyššej úrovne v dôsledku rekordne vysokej emisie hypoték počas pandémie. Miera rastu v Spojených štátoch preto na konci roka 2023 stále dosahovala 2,7 %, pričom príspevok úverov na kúpu nehnuteľností na bývanie sa blížil k úrovni pred pandémie (graf E). Úroková sadzba nových hypotekárnych úverov sa v Spojených štátoch zvýšila výraznejšie ako v eurozóne. Úrokové sadzby hypotekárnych úverov v Spojených štátoch (pre hypotekárne úvery s päťročnou nastaviteľnou aj pevnou úrokovou sadzbou) vzrástli približne o 4 percentuálne body, t. j. približne o 75 % zvýšenia základnej úrokovej sadzby, v porovnaní s rastom zložených nákladov na prijaté úvery v eurozóne o 2,1 percentuálneho bodu, t. j. takmer o 47 %. Prenos na úrokové sadzby existujúcich úverov bol však v Spojených štátoch podstatne pomalší. Vzhľadom na väčšiu prevahu hypotekárnych úverov s pevnou úrokovou sadzbou v Spojených štátoch sa tieto sadzby zvýšili len o 43 bázických bodov v porovnaní so 74 bázickými bodmi v eurozóne (graf F).

## Graf E Úvery domácnostiam

### a) Eurozóna

(ročná percentuálna zmena)

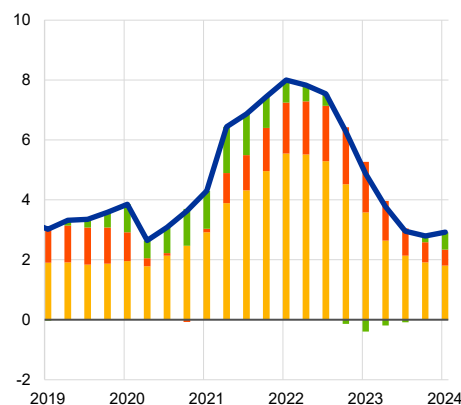
- Celkové úvery
- Úvery na kúpu nehnuteľností na bývanie
- Spotrebiteľské úvery
- Iné úvery



### b) Spojené štáty

(ročná percentuálna zmena)

- Celkové úvery
- Úvery na kúpu nehnuteľností na bývanie
- Spotrebiteľské úvery
- Iné úvery



Zdroj: ECB a údaje o toku finančných prostriedkov Spojených štátov.

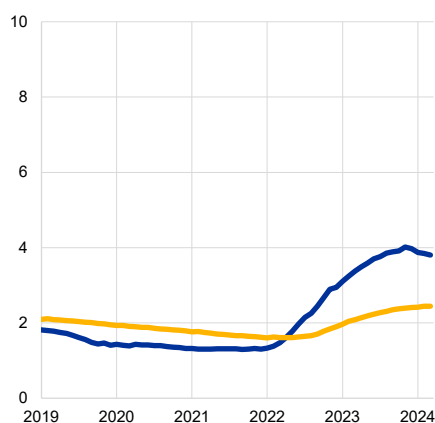
Poznámka: V eurozóne úvery domácnostiam zahŕňajú len bankové úvery; v Spojených štátoch zahŕňajú všetky úvery. Posledné údaje v prípade eurozóny sú z marca 2024 a v prípade Spojených štátov z prvého štvrtroka 2024.

## Graf F Hypotekárne sadzby

### a) Eurozóna

(v % p. a.)

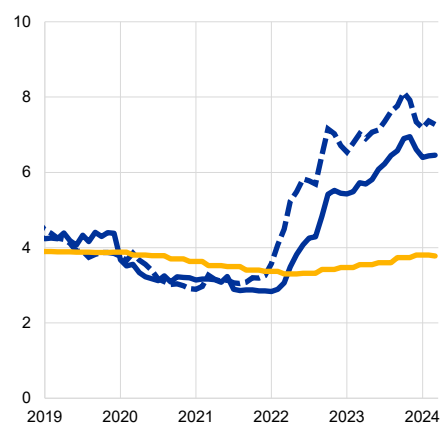
- Nové úvery
- Existujúce úvery



### b) Spojené štáty

(v % p. a.)

- Nové úvery – 5-ročná fixácia
- Nové úvery – 30-ročná fixácia
- Existujúce úvery



Zdroj: ECB a Wall Street Journal.

Poznámka: V Spojených štátoch je hypotéka s päťročnou nastaviteľnou úrokovou sadzbou (ARM) hypotéka s úrokovou sadzbou, ktorá je fixovaná na päť rokov a potom sa mení. 30-ročná hypotéka s pevnou úrokovou sadzbou (FRM) je hypotéka so splatnosťou 30 rokov a pevnou úrokovou sadzbou počas celej doby. Posledné údaje sú z marca 2024.

**Tento vývoj sa odzrkadlil v raste širokých peňazí, pričom vysoké objemy vkladov v Spojených štátoch odrážali oveľa väčšie nákupy aktív zo strany FEDu v súvislosti s pandemiou. Tesne pred vypuknutím pandémie bola dynamika rastu širokých peňazí v oboch ekonomikách podobná. Agregáty M3 v eurozóne a M2 v Spojených štátoch sú kľúčové a najlepšie porovnateľné menové agregáty. Hoci**

existujú určité rozdiely v ich rozsahu a definícii, nemalo by to mať vplyv na hlavné zvažované trendy. Politická reakcia na pandemickú krízu bola z kvalitatívneho hľadiska podobná na oboch stranách Atlantiku, pričom centrálna banka poskytla silnú podporu prostredníctvom nákupu aktív doplneného uvoľnením regulačných a menovopolitických opatrení s cieľom uľahčiť tok úverov do reálnej ekonomiky. To podporilo rast peňazí. Rozsah týchto nákupov (a fiškálnej expanzie) bol však v Spojených štátoch oveľa väčší (rok po vypuknutí pandémie predstavoval približne 15 % HDP roku 2019 v porovnaní s menej ako 9 % v eurozóne). To sa prejavilo v oveľa väčšom raste peňazí v Spojených štátoch, ktorý vrcholil na úrovni 26,8 % v porovnaní s 12,6 % v eurozóne.

**Počas cyklu zvyšovania úrokových sadzieb bolo oslabenie tvorby peňazí v eurozóne vyvolané bankovými úvermi, zatiaľ čo v Spojených štátoch boli pôvodnou hnacou silou iné zdroje, pričom bankové úvery prispeli až neskôr.**

V auguste 2022, tesne po prvom zvýšení úrokových sadzieb, bol rast agregátu M3 v eurozóne približne na úrovni 6 %, pričom bankové úvery poskytnuté podnikom a domácnostiam k nemu prispeli viac ako 4,5 percentuálneho bodu (graf G). Nákupy aktív Eurosystemu pridali viac ako 3 percentuálne body, ale boli kompenzované zahraničným peňažným odlevom a predajom štátnych dlhopisov bankami, pričom tieto operácie boli ovplyvnené nákupmi Eurosystemu. Do septembra 2023 sa príspevok bankových úverov stal prakticky nulovým a ročný M3 klesol približne na -1 %. Hoci sa rast M2 v Spojených štátoch počas cyklu zvyšovania úrokových sadzieb tiež dostal do záporných hodnôt, dominantnú úlohu zohrávali iné protipoložky než poskytovanie úverov (konkrétne bankové nákupy cenných papierov, zahraničné menové toky, veľkoobchodné financovanie bánk a kvantitatívne sprísňovanie). Až od marca 2023 začali bankové úvery v Spojených štátoch k ročnému rastu M2 prispievať menej.

**Mierny obrat v raste agregátu M2 v Spojených štátoch je odrazom zníženého veľkoobchodného financovania bánk a v menšej miere aj nákupov dlhopisov a zahraničných tokov zo strany bánk, zatiaľ čo v eurozóne sú hlavným faktorom obratu v raste M3 prílevy zo zahraničia.** Rast M2 v Spojených štátoch dosiahol najnižšiu hodnotu -4,5 % v apríli 2023 a bol ťahaný nadol kvantitatívnym sprísňovaním zo strany FEDu a všetkými ostatnými zdrojmi tvorby peňazí okrem bankových úverov. Odvtedy kontrakčný účinok kvantitatívneho sprísnenia posilňovalo zníženie portfólia cenných papierov FEDu, ale ostatné protipoložky okrem bankových úverov ťahali rast M2 späť k nule. Zatiaľ čo čisté zahraničné toky v Spojených štátoch boli podobne ako v eurozóne podporované portfóliovými investíciami, pretrvávajúci deficit bežného účtu v Spojených štátoch tlmiel celkový prílev peňazí zo zahraničia.



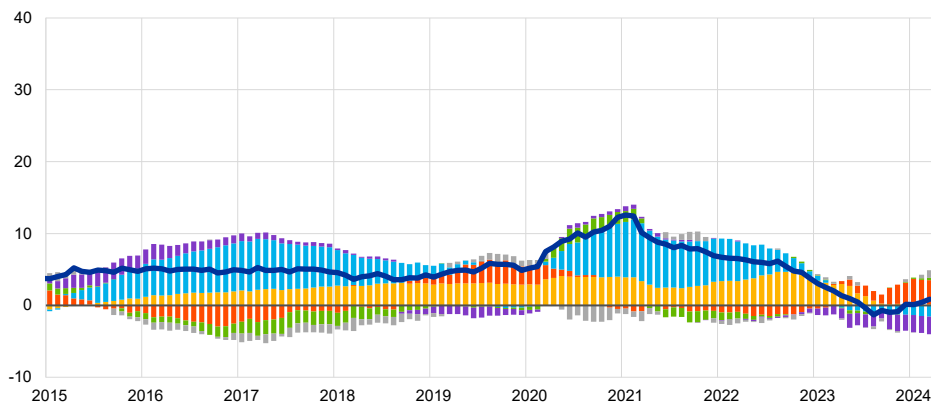
## Graf G

### Zdroje tvorby peňazí

#### a) Eurozóna

(ročná percentuálna zmena)

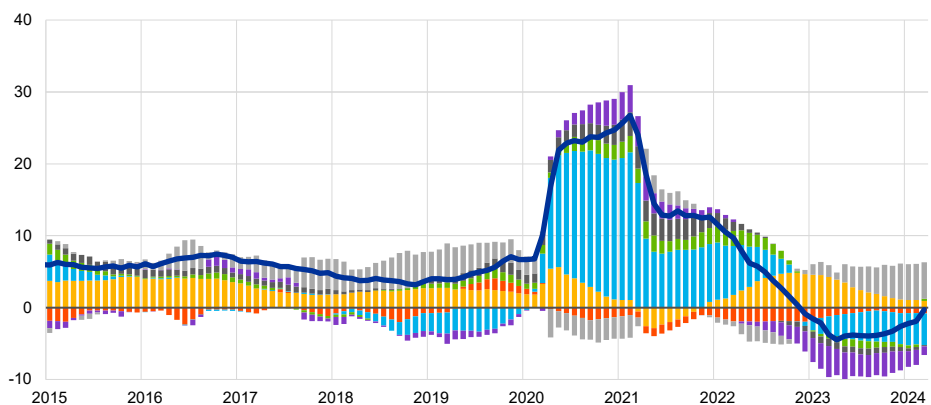
- Agregát M3
- Úvery podnikom a domácnostiam
- Čisté zahraničné peňažné toky
- Čisté nákupy Eurosystému
- Bankové úvery verejnej správe
- Dlhodobé pasíva bánk (-)
- Iné položky



#### b) Spojené štáty

(ročná percentuálna zmena)

- Agregát M2
- Úvery a bankový lízing – iné úvery
- Čisté zahraničné peňažné toky
- Čistý nákup cenných papierov Federálnym rezervným systémom
- Čistý nákup štátnych cenných papierov bankami
- Čistý nákup hypotekárnych záložných listov bankami
- Bankové dlhopisy a financovanie z Federal Home Loan Bank (-)
- Iné položky



Zdroj: Panel a –ECB (bilančné položky PFI) a výpočty ECB; panel b –Federal Reserve Board/Haver Analytics, Bureau of Economic Analysis a výpočty ECB.

Poznámka: V paneli b sa „čisté zahraničné peňažné toky“ (ktoré predstavujú výmeny medzi sektorom nepeňažných finančných inštitúcií a zvyškom sveta) získavajú odpočítaním príspevku inštitúcií prijímajúcich vklady a centrálnej banky (ak sú k dispozícii) k platobnej bilancii Spojených štátov. Posledné údaje sú z marca 2024.

© Európska centrálna banka 2024

Poštová adresa 60640 Frankfurt am Main, Germany  
Telefón +49 69 1344 0  
Internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Všetky práva vyhradené. Reprodukované na vzdelávacie a nekomerčné účely je povolené s uvedením zdroja.  
Závazné je pôvodné anglické znenie.

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

Uzavierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 11. septembra 2024.

PDF ISSN 2363-3549, QB-BP-24-006-SK-N