



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA  
EUROSYSTEM

# Ekonomický bulletin

Číslo 6/2023



# Obsah

<b>Hospodársky, finančný a menový vývoj</b>	<b>2</b>
Prehľad	2
1 Vonkajšie prostredie	7
2 Hospodárska aktivita	13
3 Ceny a náklady	22
4 Vývoj na finančných trhoch	29
5 Podmienky financovania a úvery	35
6 Fiškálny vývoj	43
<b>Boxy</b>	<b>47</b>
1 Riziká pre globálne ceny potravinových komodít spôsobené javom El Niño	47
2 Akú úlohu majú účinky opätovného otvorenia ekonomiky v krajinách a sektoroch?	52
3 Pracovná sila v eurozóne: najnovší vývoj a faktory	58
4 Čo je podľa spotrebiteľov hlavnou príčinou nedávneho rastu inflácie?	63
5 Klimatické zmeny a zelené investície a financovanie podnikov v eurozóne – výsledky prieskumu SAFE	69
6 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 10. mája do 1. augusta 2023	79
7 Distribúcia kapitálu bánk a jej vplyv na menovú politiku	85
8 Fiškálny vplyv opatrení na podporu finančného sektora pätnásť rokov po veľkej finančnej kríze	92

# Hospodársky, finančný a menový vývoj

## Prehľad

Inflácia ďalej klesá, no stále sa očakáva, že zostane príliš dlho na príliš vysokej úrovni. Rada guvernérov je odhodlaná zabezpečiť včasný návrat inflácie na cieľovú úroveň 2 % v strednodobom horizonte. V záujme rásnejšieho napredovania inflácie k stanovenému cieľu sa Rada guvernérov na svojom zasadnutí 14. septembra 2023 rozhodla zvýšiť tri kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 bázických bodov.

Zvýšenie sadzieb vychádza z jej hodnotenia inflačného výhľadu na základe aktuálnych hospodárskych a finančných údajov, dynamiky vývoja základnej inflácie a účinnosti transmisie menovej politiky. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2023 má priemerná inflácia dosiahnuť 5,6 % v roku 2023, 3,2 % v roku 2024 a 2,1 % v roku 2025. Projekcie na roky 2023 a 2024 boli upravené nahor a projekcia na rok 2025 naopak nadol. Zvýšenie projekcií na roky 2023 a 2024 je predovšetkým odrazom vyššej úrovne cien energií. Základné cenové tlaky zostávajú naďalej vysoké, hoci väčšina ukazovateľov začala mierne klesať. Odborníci ECB mierne upravili projektovanú trajektóriu vývoja inflácie bez cien energií a potravín na v priemere 5,1 % v roku 2023, 2,9 % v roku 2024 a 2,2 % v roku 2025. Transmisia doterajšieho zvyšovania úrokových sadzieb, o ktorom rozhodla Rada guvernérov, je naďalej výrazná. Podmienky financovania sa ďalej sprísnilo a v čoraz väčšej miere tlmia dopyt, čo je dôležitý faktor návratu inflácie na cieľovú úroveň. Vzhľadom na rastúci vplyv tohto sprísňovania na domáci dopyt a zhoršovanie prostredia medzinárodného obchodu odborníci ECB podstatne znížili svoje projekcie hospodárskeho rastu. Podľa nich má tempo hospodárskeho rastu eurozóny dosiahnuť 0,7 % v roku 2023, 1,0 % v roku 2024 a 1,5 % v roku 2025.

Na základe aktuálneho hodnotenia Rada guvernérov usudzuje, že kľúčové úrokové sadzby ECB už dosiahli úroveň, ktorá pri dostatočne dlhom zachovaní podstatným spôsobom prispeje k včasnému návratu inflácie na cieľovú úroveň. Budúce rozhodnutia Rady guvernérov zabezpečia nastavenie kľúčových úrokových sadzieb ECB na dostatočne reštriktívnej úrovni dovtedy, kým to bude potrebné. Pri určovaní primeranej úrovne a dĺžky trvania reštrikcie sa Rada guvernérov bude naďalej riadiť aktuálnymi údajmi. 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.

## Hospodárska aktivita

Hospodárska aktivita v nasledujúcich mesiacoch pravdepodobne zostane tlmená. Počas prvého polroka viac-menej stagnovala, pričom aktuálne ukazovatele naznačujú, že slabá bola aj v treťom štvrtroku. Nižší dopyt po vývoze z eurozóny a účinok prísnych podmienok financovania tlmia rast, okrem iného vplyvom nižších

investícií do nehnuteľností na bývanie a podnikania. K spomaľovaniu dochádza aj v sektore služieb, ktorý doteraz odolával. Časom by malo nastať určité oživenie dynamiky hospodárskeho rastu, a to vzhľadom na očakávaný rast reálnych príjmov, podporovaný klesajúcou infláciou, rastom miezd a priaznivou situáciou na trhu práce, čo prispeje k rastu spotrebných výdavkov.

Situácia na trhu práce je napriek spomaľovaniu hospodárstva zatiaľ stále stabilná. Miera nezamestnanosti v júli zostala na úrovni svojho historického minima 6,4 %. Hoci zamestnanosť v druhom štvrtroku vzrástla o 0,2 %, jej dynamika slabne. Sektor služieb, ktorý bol významným faktorom rastu zamestnanosti od polovice roka 2022, už tiež vytvára menší počet pracovných miest.

Krátkodobý výhľad hospodárskeho rastu v eurozóne sa zhoršil, zatiaľ čo v strednodobom horizonte by sa malo hospodárstvo vzhľadom na oživenie domáceho i zahraničného dopytu postupne vrátiť k miernemu rastu. Hospodárska aktivita v eurozóne v prvom polroku 2023 rástla slabým tempom, aj napriek výraznejším sklzom v plnení objednávok vo výrobnom sektore a ústupe vysokých cien energií. Tieto účinky navyše do značnej miery slabli, pričom krátkodobé ukazovatele poukazujú na stagnáciu v krátkodobom horizonte spôsobenú prísnejšími podmienkami financovania, nízkou podnikateľskou a spotrebiteľskou dôverou a slabým zahraničným dopytom v kontexte posilňovania eura. Od roku 2024 sa očakáva oživenie rastu vzhľadom na návrat zahraničného dopytu k predpandemickému trendu a zlepšovanie reálnych príjmov podporované klesajúcou infláciou, výrazným rastom nominálnych miezd a stále nízkou, hoci mierne rastúcou nezamestnanosťou. Rast však bude naďalej tlmený v dôsledku premietania vplyvu sprísňovania menovej politiky ECB a nepriaznivých podmienok poskytovania úverov do reálnej ekonomiky, ako aj z dôvodu postupného rušenia opatrení rozpočtovej podpory. Celkovo sa očakáva spomalenie priemerného ročného rastu reálneho HDP z 3,4 % v roku 2022 na 0,7 % v roku 2023 a neskôr jeho oživenie na 1,0 % v roku 2024 a 1,5 % v roku 2025. V porovnaní s projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2023 bol výhľad rastu HDP upravený nadol o 0,2 percentuálneho bodu na rok 2023, o 0,5 percentuálneho bodu na rok 2024 a o 0,1 percentuálneho bodu na rok 2025, a to v dôsledku výrazného zhoršenia krátkodobého výhľadu vzhľadom na zhoršujúce sa ukazovatele z prieskumov, prísnejšie podmienky financovania – vrátane nepriaznivejších účinkov ponuky úverov – a silnejší výmenný kurz eura.

S ústupom energetickej krízy by vlády mali pokračovať v rušení súvisiacich podporných opatrení. Je to nevyhnutné, aby sa predišlo zvyšovaniu strednodobých inflačných tlakov, ktoré by si vyžadovalo ešte ráznejšiu reakciu menovej politiky. Rozpočtová politika by sa mala zameriavať na zvyšovanie produktivity ekonomiky eurozóny a postupné znižovanie vysokej zadlženosti verejnej správy. Opatrenia zamerané na zvyšovanie ponukovej kapacity eurozóny – za podpory plnej implementácie programu Next Generation EU – môžu pomôcť znížiť cenové tlaky v strednodobom horizonte a zároveň podporiť ekologickú transformáciu. Reforma rámca správy ekonomických záležitostí EÚ by sa mala uzavrieť do konca roka 2023 a budovanie únie kapitálových trhov by sa malo urýchliť.

## Inflácia

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu inflácia v júli klesla na 5,3 %, v auguste však na tejto úrovni zostala.<sup>1</sup> Jej klesanie bolo prerušené v dôsledku nárastu cien v energií v porovnaní s júlom. Hoci inflácia cien potravín už klesla zo svojho marcového maxima, v auguste stále dosahovala takmer 10 %. V nadchádzajúcich mesiacoch z ročných mier vypadnú prudké cenové nárasty zaznamenané na jeseň 2022, čo spôsobí pokles inflácie.

Inflácia bez cien energií a potravín v auguste klesla z júlových 5,5 % na 5,3 %. Inflácia cien tovarov v auguste klesla na 4,8 % (z 5,0 % v júli a 5,5 % v júni) vďaka zlepšeniu ponukových podmienok, predchádzajúcim poklesom cien energií, ústupu cenových tlakov v skorších fázach výrobného reťazca a nižšiemu dopytu. Inflácia cien služieb sa mierne znížila na 5,5 %, i naďalej však zostávala výrazná vzhľadom na vysoké výdavky spojené s dovolenkami a cestovaním a rýchly rast miezd. Ročná miera rastu kompenzácií na zamestnanca v druhom štvrtroku zostala nezmenená na úrovni 5,5 %. Podiel nákladov práce na ročnej miere domácej inflácie v druhom štvrtroku vzrástol, čiastočne v dôsledku nižšej produktivity, zatiaľ čo príspevok ziskov po prvý raz od začiatku roka 2022 klesol.

Väčšina ukazovateľov základnej inflácie sa začína znižovať vďaka lepšiemu zosúladieniu ponuky a dopytu a ustupujúcemu vplyvu predchádzajúceho zvyšovania cien energií. Domáce cenové tlaky sú však zároveň naďalej výrazné.

Väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní sa v súčasnosti pohybuje v okolí dvoch percent. Niektoré z nich však stúpili a vyžadujú si pozorné monitorovanie.

Celková inflácia v eurozóne by mala počas sledovaného obdobia ďalej klesať v dôsledku zmierňovania nákladových tlakov a ponukových obmedzení, ako aj vplyvu sprísňovania menovej politiky. Postupne by mala klesať aj inflácia HICP bez cien energií a potravín. Predpokladá sa však, že do začiatku roka 2024 bude nad úrovňou celkovej inflácie. Projektovaný pokles inflácie je spôsobený ustupujúcimi účinkami predchádzajúcich šokov v cenách energií a ďalších tlakov v cenovom reťazci, pričom dominantným faktorom inflácie HICP bez energií a potravín sa postupne stane výrazný rast nákladov práce. Od polovice roka 2023 by mal rast miezd postupne klesať, hoci počas sledovaného obdobia by mal zostať na vysokej úrovni, podporovaný rastom minimálnych miezd a inflačnej kompenzácie v prostredí síce ustupujúceho, no naďalej pretrvávajúceho nedostatku pracovných síl. Očakáva sa, že ziskové marže, ktoré v minulom roku výrazne vzrástli, budú v strednodobom horizonte brzdiť prenos nákladov práce do koncových cien. Základnú infláciu by okrem toho mala čoraz viac tmiť prísnejšia menová politika. Za predpokladu, že strednodobé inflačné očakávania zostanú ukotvené na úrovni inflačného cieľa ECB, sa očakáva, že celková inflácia HICP klesne z priemernej hodnoty 8,4 % v roku 2022 na 5,6 % v roku 2023, 3,2 % v roku 2024 a 2,1 % v roku 2025, a že cieľovú hodnotu dosiahne v treťom štvrtroku 2025. V porovnaní s projekciami z júna 2023 bola

<sup>1</sup> Redakčná uzávierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 13. septembra 2023. Podľa konečných údajov z 19. septembra 2023 inflácia HICP v auguste 2023 klesla z júlových 5,3 % na 5,2 %; tento výsledok bol o 0,1 percentuálneho bodu nižší ako rýchly odhad.

inflácia HICP na roky 2023 a 2024 upravená nahor, odrážajúc vyššie ceny ropných futures, a na rok 2025 nadol, keďže sa predpokladá, že vplyv zhodnocovania eura, prísnejšie podmienky financovania a slabšie cyklické podmienky budú tmiť infláciu HICP bez energií a potravín.

## Hodnotenie rizík

Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu sú naklonené na stranu pomalšieho rastu. Hospodársky rast by mohol byť pomalší, ak by účinky menovej politiky boli citeľnejšie, než sa očakáva, alebo ak by došlo k oslabeniu svetovej ekonomiky, napríklad v dôsledku ďalšieho útlmu v Číne. Projektované hodnoty by naopak mohol prekročiť, ak by priaznivá situácia na trhu práce, rastúce reálne príjmy a ustupujúca neistota viedli k zvýšeniu dôvery a spotreby zo strany ľudí a podnikov.

Medzi riziká zvyšovania inflácie patrí potenciálne obnovenie tlakov na rast cien energií a potravín. Nepriaznivé poveternostné podmienky a celkové napredovanie klimatickej krízy by mohli spôsobiť výraznejší nárast cien potravín, než sa očakáva. K ďalšiemu zvyšovaniu inflácie, i v strednodobom horizonte, by mohol prispieť aj dlhodobý rast inflačných očakávaní nad úroveň cieľa Rady guvernérov alebo vyšší než očakávaný rast miezd alebo ziskových marží. Naopak, slabší dopyt – spôsobený napríklad silnejším účinkom transmisie menovej politiky alebo zhoršením hospodárskeho prostredia mimo eurozóny – by naopak viedol k nižším cenovým tlakom, a to najmä strednodobo.

## Finančné a menové podmienky

Sprísňovanie menovej politiky sa naďalej výrazne premieta do širších podmienok financovania. Zdroje financovania pre banky opäť zdraželi, keďže sporitelia nahrádzajú vklady bez výpovednej lehoty vyššími úročenými termínovanými vkladmi a ciele dlhodobé refinančné operácie ECB sa postupne rušia. Priemerné sadzby podnikových a hypotekárnych úverov v júli ďalej vzrástli na 4,9 % a 3,8 %.

Úverová dynamika ďalej slabla. Podnikové úvery v júli rástli ročným tempom 2,2 %, čo predstavuje pokles z 3,0 % v júni. Pomalšie rástli aj úvery domácnostiam (o 1,3 % oproti 1,7 % v júni). V ročnom vyjadrení na základe údajov za posledné tri mesiace sa objem úverov domácnostiam znížil o 0,8 %, čo predstavuje najvýraznejšiu kontrakciu od zavedenia eura. Slabá úverová aktivita a redukcia súvahy Eurosystému viedli k poklesu ročného tempa rastu peňažnej zásoby M3 z júnových 0,6 % na historické minimum -0,4 % v júli. V ročnom vyjadrení sa agregát M3 za posledné tri mesiace zmenšil o 1,5 %.

## Rozhodnutia o menovej politike

Na svojom zasadnutí 14. septembra 2023 sa Rada guvernérov rozhodla zvýšiť tri kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 bázických bodov. Úroková sadzba hlavných

refinančných operácií a úrokové sadzby jednodňových refinančných a jednodňových sterilizačných operácií sa tak s účinnosťou od 20. septembra 2023 zvýšili na 4,50 %, 4,75 % a 4,00 %.

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

Pokiaľ ide o núdzový pandemický program nákupu aktív (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP), Rada guvernérov mieni reinvestovať istinu zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci tohto programu minimálne do konca roka 2024. Redukcia portfólia PEPP v budúcnosti bude v každom prípade prebiehať riadeným spôsobom, aby nenarúšala primerané nastavenie menovej politiky.

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

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

## Záver

Inflácia ďalej klesá, no stále sa očakáva, že zostane príliš dlho na príliš vysokej úrovni. Rada guvernérov je odhodlaná zabezpečiť včasný návrat inflácie na cieľovú úroveň 2 % v strednodobom horizonte. V záujme rásnejšieho napredovania inflácie k stanovenému cieľu sa Rada guvernérov na svojom zasadaní 14. septembra 2023 rozhodla zvýšiť tri kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 bázických bodov. Na základe aktuálneho hodnotenia Rada guvernérov usudzuje, že kľúčové úrokové sadzby ECB už dosiahli úroveň, ktorá pri dostatočne dlhom zachovaní podstatným spôsobom prispeje k včasnému návratu inflácie na cieľovú úroveň. Budúce rozhodnutia Rady guvernérov zabezpečia nastavenie kľúčových úrokových sadzieb ECB na dostatočne reštriktívnej úrovni dovtedy, kým to bude potrebné. Pri určovaní primeranej úrovne a dĺžky trvania reštrikcie sa Rada guvernérov bude naďalej riadiť aktuálnymi údajmi.

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

Po výraznom oživení na začiatku roka 2023 by mala globálna ekonomika po zvyšok roka rásť miernejším tempom, najmä v dôsledku straty dynamiky hospodárskeho oživenia v Číne. Výhľad globálneho rastu zahrnutý v septembrových makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu však zostáva v zásade podobný júnovým makroekonomickým projekciám odborníkov Eurosystemu. Hoci globálny rast je v horizonte projekcií naďalej celkovo stabilný, jeho zloženie podľa krajín sa zmenilo, keďže výhľad rastu Číny bol upravený výrazne nadol, zatiaľ čo v Spojených štátoch bol rast reálneho HDP upravený nahor v dôsledku dosiaľ vykazanej ekonomickej odolnosti krajiny. Slabý rast globálneho obchodu v roku 2023 odráža štruktúru globálnej hospodárskej aktivity, ktorú poháňajú obchodne menej náročné krajiny (rozvíjajúce sa trhové ekonomiky), zložky dopytu (spotreba) a produkty (služby). Očakáva sa, že rast globálneho obchodu sa počas zvyšku sledovaného obdobia opäť zrýchli a bude sa celkovo zvyšovať v súlade s globálnou aktivitou. V porovnaní s júnovými projekciami bol rast globálneho dovozu aj zahraničného dopytu eurozóny na rok 2023 upravený smerom nadol, a to najmä v dôsledku ďalších revízií historických údajov nadol a výsledkov v druhom štvrtroku, ktoré boli horšie, ako sa odhadovalo k dátumu uzávierky projekcií. Rast zahraničného dopytu počas zvyšku sledovaného obdobia však zostáva porovnateľný s júnovými projekciami. Globálna celková inflácia indexu spotrebiteľských cien (consumer price index – CPI) postupne klesá, ale základné inflačné tlaky zostávajú silné, a to najmä vo vyspelých ekonomikách. Predpokladá sa však, že vývozné ceny konkurentov eurozóny v dôsledku vývoja cien komodít prudko klesnú.

**Po silnom štarte na začiatku roka 2023 sa globálna hospodárska aktivita v súčasnosti zmiernuje, čo je predovšetkým odrazom straty dynamiky oživenia v Číne.** V septembrových projekciách sa očakáva, že globálny rast sa v druhej polovici roka spomalí. Napriek tomu, že zostáva v zásade v súlade s júnovými projekciami, jeho podkladové zloženie podľa krajín sa zmenilo.<sup>2</sup> V hlavných vyspelých ekonomikách vrátane Spojených štátov a Spojeného kráľovstva bola hospodárska aktivita naďalej odolnejšia, ako sa očakávalo, zatiaľ čo v Číne sa oproti pôvodným odhadom výraznejšie spomalila, keďže sa znovu objavili problémy v sektore nehnuteľností na bývanie, ktoré tlmili oživenie ťahané spotrebou. Očakávané zmiernenie globálnej hospodárskej aktivity potvrdzujú aj aktuálne vysokofrekvenčné údaje. Globálny kompozitný index nákupných manažérov (Purchasing Managers' Index – PMI) pre produkciu má naďalej klesajúci trend, no vo vyspelých aj v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách zostáva v rastovom pásme. To isté platí aj v prípade indexu PMI pre produkciu služieb, zatiaľ čo index PMI pre priemyselnú produkciu sa vo vyspelých ekonomikách prepadol hlbšie do pásma poklesu, kým v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách sa zvýšil, čím sa rozdiel oproti sektoru služieb zmenšil (graf 1).

<sup>2</sup> Vzhľadom na to, že táto časť sa zameriava na vývoj v globálnom prostredí, všetky odkazy na svetové a/alebo globálne agregované hospodárske ukazovatele nezahŕňajú eurozónu.

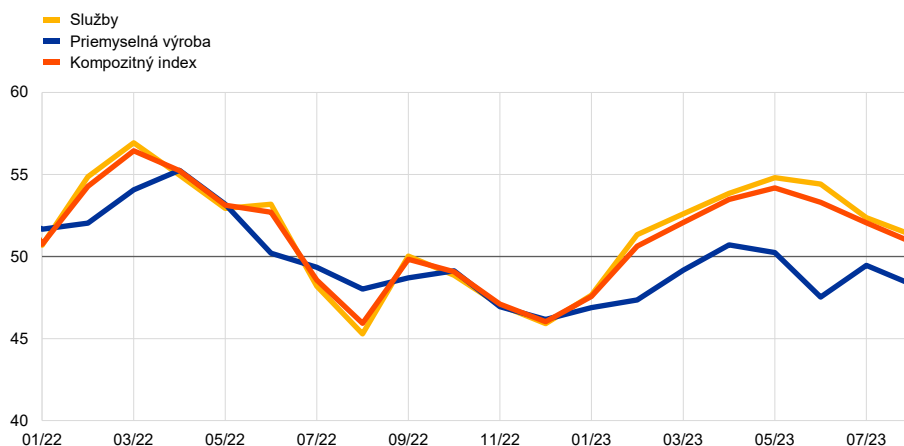


## Graf 1

Index PMI pre výrobu podľa sektorov vo vyspelých a v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách

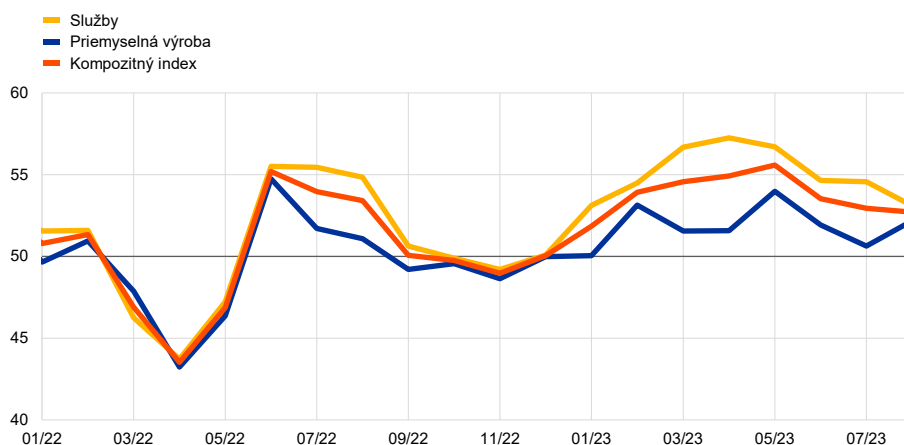
### a) Vyspelé ekonomiky (bez eurozóny)

(difúzný index)



### b) Rozvíjajúce sa trhové ekonomiky

(difúzný index)



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

Poznámka: Posledné údaje sú z augusta 2023.

**Celkový výhľad globálneho rastu v septembrových projekciách je podobný ako výhľad v júnových projekciách, no výhľad v hlavných ekonomikách bol prehodnotený.** Globálny reálny HDP sa podľa aktuálnych projekcií zvýši o 3,2 % v roku 2023, o 3,0 % v roku 2024 a o 3,2 % v roku 2025, čo odráža len malé úpravy v porovnaní s júnovými projekciami (+0,1 percentuálneho bodu v roku 2023 a -0,1 percentuálneho bodu v rokoch 2024 a 2025). Výhľad rastu v Číne bol však zrevidovaný výrazne nadol v dôsledku spomínaného vývoja v sektore nehnuteľností na bývanie.<sup>3</sup> Naopak, hospodárska aktivita v hlavných vyspelých ekonomikách bola na rok 2023 revidovaná smerom nahor, čo odráža väčšiu odolnosť trhu práce, hoci sa očakáva, že výhľad rastu sa v sledovanom období bude ďalej oslabovať.

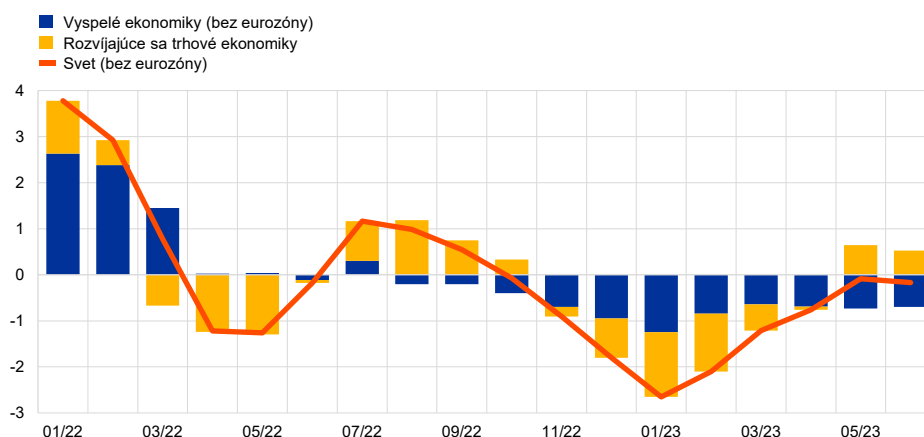
<sup>3</sup> Čínske úrady začiatkom septembra oznámili ďalšiu podporu trhu s nehnuteľnosťami vrátane zníženia úrokových sadzieb v prípade existujúcich hypoték a zníženia splátok. Keďže tieto opatrenia boli oznámené po dátume uzávierky projekcií, je ešte príliš skoro hodnotiť, či budú stačiť na zastavenie prognózovaného poklesu v sektore nehnuteľností do konca roka 2023.

Kľúčovou hnacou silou globálneho hospodárskeho rastu zostávajú rozvíjajúce sa tržové ekonomiky napriek tomu, že predpokladaný rast je o niečo pomalší ako v júnových projekciách.

**Očakáva sa, že rast globálneho obchodu zostane v tomto roku slabý a následne sa bude postupne oživovať.** Nevýrazný globálny obchod v tomto roku kontrastuje s relatívne odolnou globálnou aktivitou. Predpokladá sa, že globálny dovoz v tomto roku porastie len mierne (+0,2 %), pretože sa očakáva pokles dovozu vo všetkých vyspelých ekonomikách, čo je odrazom slabého dopytu vyplývajúceho zo zhoršených finančných podmienok a kompozičných účinkov, ktoré čiastočne súvisia s oživením po pandémie. Slabý obchod v roku 2023 možno stále vysvetliť tromi zloženými kompozičnými účinkami, keď aktivita je poháňaná menej obchodne náročnými geografickými regiónmi (rozvíjajúce sa tržové ekonomiky), zložkami dopytu (spotreba) a produktmi (služby). Nevýrazné tempo globálneho obchodu však dosiahlo svoje dno a očakáva sa, že počas zvyšku roka 2023 sa bude postupne zrýchľovať. Je to v súlade s najnovšími údajmi o celosvetovom obchode s tovarmi (graf 2) a odráža to aj výrazné oživenie obchodu so službami po skončení pandémie, napríklad v oblasti cestovného ruchu. Podľa projekcií sa tempo globálneho obchodu v období 2024 – 2025 obnoví a obchod bude rásť výraznejšie v súlade s reálnym HDP, pričom v roku 2024 stúpne o 3,2 % a v roku 2025 o 3,3 %. Predpokladá sa, že rast zahraničného dopytu eurozóny zostane v tomto roku nezmenený a v období 2024 – 2025 bude jeho ročný rast na úrovni 3 %. V porovnaní s projekciami z júna 2023 bol rast globálneho dovozu aj zahraničného dopytu eurozóny na rok 2023 upravený nadol (o 1,1 percentuálneho bodu v prípade dovozu a 0,4 percentuálneho bodu v prípade dopytu), a to najmä v dôsledku ďalších revízií historických údajov smerom nadol na prelome rokov a oproti očakávanému slabšiemu dovozu v druhom štvrtroku k dátumu uzávierky projekcií. Na roky 2024 a 2025 sú revízie smerom nadol menšie a predstavujú približne 0,1 percentuálneho bodu ročne.

**Graf 2**  
Dynamika obchodu s tovarom

(reálny dovoz, trojmesačná percentuálna zmena)



Zdroj: CPB a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z júna 2023.

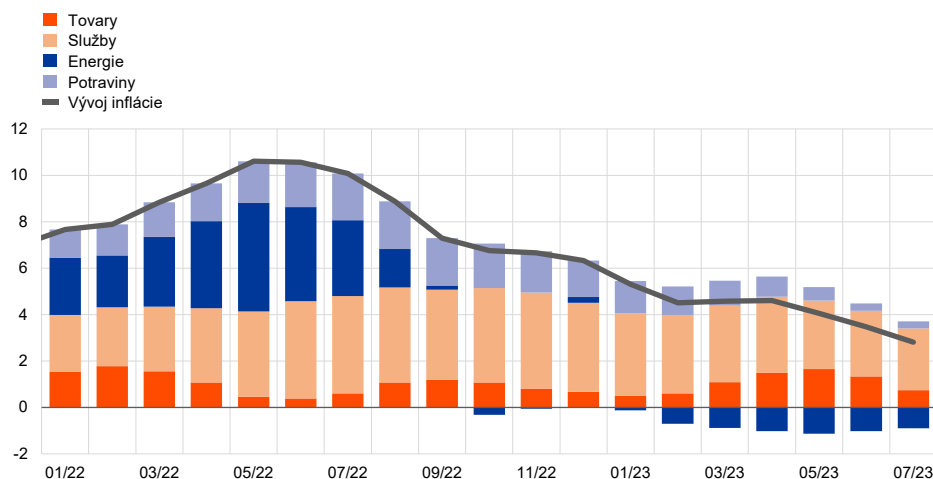
### Celková inflácia CPI globálne klesá, k čomu prispievajú nižšie ceny energií a potravín, no jadrová inflácia zostáva vysoká.

Celková aj jadrová (bez cien potravín a energií) inflácia CPI v členských štátoch Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) sa v júli mierne zvýšili, celková na 5,9 % (oproti 5,7 % v júni) a jadrová na 6,7 % (zo 6,6 %). Dôvodom bola najmä ročná inflácia v Turecku, ktorá v júli stúpla o 10 percentuálnych bodov na 48 %. Bez Turecka zostala celková inflácia v júli v podstate stabilná (na úrovni 4,4 %, čo je mierny pokles z júnových 4,5 %) a jadrová inflácia mierne klesla (na 5,0 %, z júnových 5,2 %). Pretrvávajúcu vysokú jadrovú infláciu možno do značnej miery pripísať vývoju v službách. Inflácia cien tovarov prudko klesla, keďže na trhu tovarov sa vyriešila globálna nerovnováha medzi dopytom a ponukou. Dynamika celkovej inflácie, meraná ako medzitrojmesačná anualizovaná percentuálna zmena, sa v júli spomalila na 2,8 % z júnových 3,5 % (graf 3) a dynamika jadrovej inflácie sa znížila z 5,3 % na 4,3 %. Vývozné ceny konkurentov eurozóny sa od polovice roka 2022 znižujú v dôsledku klesajúcich cien komodít a postupného uvoľňovania domácich a zahraničných tlakov v cenovom reťazci. Vývozné ceny konkurentov eurozóny boli na tento rok v porovnaní s júnovými projekciami upravené nadol, v čom sa odrazilo zníženie inflácie vývozných cien kľúčových vývozných partnerov, a následne na rok 2024 mierne nahor, pre vyššie ceny komodít.

### Graf 3

#### Vývoj celkovej inflácie OECD

(anualizovaná trojmesačná percentuálna zmena)



Zdroj: ECB a výpočty ECB.

Poznámka: V grafe nie je zahrnuté Turecko. Príspevky príslušných zložiek k celkovej inflácii OECD uvedené v grafe sú zostavené zdola nahor pomocou dostupných údajov za jednotlivé krajiny, ktoré spolu tvoria 84 % agregátu krajín OECD. Inflácia cien tovarov sa počíta ako reziduálna hodnota príspevku celkových tovarov mínus energie a potraviny. Posledné údaje sú z júla 2023.

### Ceny ropy sú vyššie ako v projekciách z júna vzhľadom na dohodu Saudskej Arábie a Ruska o pokračovaní zníženej produkcie.

Začiatkom septembra Saudská Arábia a Rusko predĺžili obdobie zníženej produkcie z jedného mesiaca až do konca roka 2023. Zníženie produkcie zodpovedá približne 1,3 % globálnych dodávok a dopĺňa predtým dohodnuté zníženie produkcie v rámci skupiny OPEC+. Tým sa ďalej zhoršuje situácia na trhu s ropou, ktorý sa podľa Medzinárodnej energetickej agentúry v súčasnosti nachádza v deficitom stave. Účinky zníženia ponuky pôsobili ako protiváha slabšieho dopytu v Číne. Európske ceny plynu

vykazovali určitú volatilitu v súvislosti s nedostatkom dodávok pre výpadky v Nórsku a pre nedávny štrajk zamestnancov terminálov na skvapalnený zemný plyn v Austrálii. Od júnových projekcií však ceny klesli, keďže EÚ dosiahla svoj cieľ 90 % naplnenia zásobníkov tri mesiace pred plánovaným termínom. Hoci to znamená, že riziká pre dodávky v krátkodobom horizonte zostávajú obmedzené, úplne ich nie je možné vylúčiť, pretože môže dôjsť k dlhodobjším výpadkom dodávok. Európsky trh s plynom je vo všeobecnosti naďalej veľmi citlivý na ponukové obmedzenia, čo sa nedávno prejavilo volatilitou cien spôsobenou výpadkami a štrajkami.

**Globálne finančné podmienky sa mierne sprísnilo vo vyspelých aj rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách.** V Spojených štátoch sa v miernom zhoršení finančných podmienok odrážalo najmä zvýšenie výnosov dlhodobých štátnych dlhopisov a zhodnotenie nominálneho efektívneho výmenného kurzu amerického dolára, ktoré boli čiastočne kompenzované priaznivým rizikovým sentimentom na trhu s domácimi podnikovými dlhopismi. Tento vývoj sa zaznamenal v situácii pozitívnych makroekonomických prekvapení a ďalšieho zmiernovania inflačných tlakov. Finančné podmienky sa mierne sprísnilo aj v ostatných vyspelých a rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách, čo je predovšetkým odrazom vyšších dlhodobých úrokových sadziieb. K sprísneniu finančných podmienok v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách do určitej miery prispeli domáce meny, ktoré sú voči americkému doláru slabšie, pričom skoré a agresívne zvyšovanie úrokových sadziieb v niektorých krajinách umožnilo ich centrálnym bankám pozastaviť zvyšovanie menovopolitických sadziieb a v niektorých prípadoch ich znížiť, pričom spready štátnych dlhopisov a ceny akcií zostali stabilné.

**V Spojených štátoch bola hospodárska aktivita naďalej odolná, no do konca roka by sa mala spomaliť, keďže prísnejšia menová politika obmedzuje aktivitu.** Najnovšie údaje o výdavkoch domácností a o aktivite v oblasti služieb naznačujú, že rast HDP zostane v treťom štvrťroku silný. Napriek tomu sa očakáva, že rast spotreby domácností sa v situácii určitého uvoľnenia na trhu práce mierne spomalí. Očakáva sa, že prísnejšie úverové štandardy budú mať nepriaznivý vplyv na investície, v dôsledku čoho bude rast HDP v období 2024 – 2025 síce pozitívny ale pod svojím potenciálom. V roku 2025 sa predpokladá mierne oživenie rastu reálneho HDP. Celková inflácia CPI v júli mierne vzrástla na 3,2 % (z júnových 3,0 %) v dôsledku menšieho deflacioného príspevku zložky energií. Jadrová inflácia v júli okrajovo klesla na 4,7 % (zo 4,8 % v júni) v prostredí pokračujúceho zmiernovania inflácie cien tovarov. V rámci služieb však oživenie inflácie v doprave a rekreačných službách čiastočne vyvažuje pokračujúci pomalý pokles inflácie v službách spojených s ubytovaním. Očakáva sa, že celková inflácia sa bude znižovať napriek klesajúcemu, ale stále značnému rastu miezd, ktorý vyvíja pretrvávajúci tlak na rast inflácie v službách nesúvisiacich s bývaním.

**Rast v Číne zaznamenal v druhom štvrťroku prudkú stratu dynamiky.** Po výraznom oživení v prvom štvrťroku 2023, ktoré nasledovalo po zmiernení protipandemických opatrení súvisiacich s ochorením COVID-19, sa dynamika rastu v druhom štvrťroku výrazne spomalila v dôsledku opätovného poklesu na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie, čo ovplyvnilo aj dôveru spotrebiteľov. Zatiaľ čo sa spotrebiteľská aktivita, najmä v oblasti služieb, naďalej normalizovala, čistý vývoz

a súkromné investície boli slabšie, ako sa očakávalo v júnových projekciách. Dostupné vysokofrekvenčné ukazovatele do augusta naznačujú pretrvávajúce oslabenie na trhu s bývaním a spomaľujúci rast služieb, ale určitú stabilizáciu vo výrobnjej aktivite. Celková ročná inflácia CPI klesla v júli do záporných hodnôt (medziročne  $-0,3\%$ ), zatiaľ čo jadrová inflácia CPI ďalej rástla (medziročne  $+0,8\%$ ), k čomu prispeli najmä ceny služieb. V medzimesačnom vyjadrení sa celková aj jadrová inflácia mierne zvýšila, po poklesoch zaznamenaných v predchádzajúcich mesiacoch. Naznačuje to, že ročná miera inflácie sa môže začať zvyšovať, no slabý domáci a zahraničný dopyt pravdepodobne inflačné tlaky obmedzí.

### **V Japonsku došlo v prvom polroku 2023 k výraznej ekonomickej expanzii, aj keď v podmienkach meniacej sa dynamiky.**

Zatiaľ čo na začiatku roka bol hlavným stimulom rastu domáci dopyt, prekvapivo silný rast v druhom štvrťroku bol takmer výlučne výsledkom čistého vývozu, kým domáci dopyt stagnoval. V ďalšom období sa predpokladá, že hospodárska aktivita si zachová trajektóriu mierneho rastu. Hoci sa v treťom štvrťroku očakáva určité oživenie domáceho dopytu, rast sa v porovnaní s prvým polrokom pravdepodobne spomalí, čo bude odrážať oživenie dovozu. Celková ročná inflácia zostala v júli nezmenená na úrovni  $3,3\%$ , keďže klesajúcu infláciu cien energií kompenzoval rast inflácie cien potravín a vyššie poplatky za bývanie a mobilné telefóny. V tom istom mesiaci sa jadrová inflácia mierne zvýšila z  $2,6\%$  na  $2,7\%$ , čo bolo odrazom podkladovej cenovej dynamiky firiem. Očakáva sa, že celková inflácia sa v druhej polovici tohto roka zmierni v reakcii na oslabenie nákladových tlakov v súlade s aktuálnym spomalením rastu výrobných cien a poklesom dovozných cien.

### **V Spojenom kráľovstve bol rast v uplynulom roku tlmený z dôvodu vysokej inflácie a sprísňujúcich sa podmienok financovania, vykazoval však istú odolnosť.**

Podľa očakávaní bude rast hospodárskej aktivity tlmený aj v nadchádzajúcich štvrťrokoch, čo je odrazom trvalejších inflačných tlakov, než sa očakávalo v júnových projekciách, pričom domácnosti a firmy budú tiež čeliť vyšším úrokovým sadzbám v dôsledku ďalšieho sprísňovania menovej politiky. Aktuálne údaje z prieskumov zvýšili riziká zhoršenia krátkodobého výhľadu, keď kompozitný index PMI pre produkciu za posledné štyri mesiace klesol o šesť bodov. Predpokladá sa, že v budúcom roku sa aktivita zvýši, k čomu prispeje oživenie reálnych miezd v dôsledku ďalšieho poklesu inflácie. Celková inflácia CPI v júli výrazne klesla na  $6,8\%$  (zo  $7,9\%$  v júni), najmä v dôsledku výrazného prepadu cien energií a nižšej inflácie cien potravín. Jadrová inflácia zostala nezmenená na úrovni  $6,9\%$  vzhľadom na pretrvávajúcu vysokú infláciu cien služieb. Očakáva sa, že celková inflácia bude časom klesať a začiatkom roka 2025 dosiahne cieľ Bank of England na úrovni  $2\%$ .

## 2 Hospodárska aktivita

*Ekonomika eurozóny v prvom polroku v zásade stagnovala. Rovnako ako v prvom štvrťroku, aj v druhom štvrťroku 2023 dosiahol rast reálneho HDP 0,1 %. Aktuálne ukazovatele naznačujú, že rast bol slabý aj v treťom štvrťroku. Nižší dopyt po vývoze eurozóny a vplyv prísnych podmienok financovania tlmia rast, a to aj prostredníctvom nižších rezidenčných a podnikových investícií. Spomalenie hospodárskej aktivity ovplyvňuje všetky sektory ekonomiky. Priemyselná produkcia sa od posledného štvrťroka 2022 znižovala a očakáva sa, že zostane nevýrazná, keďže predchádzajúci stimul z nevybavených objednávok slabne a nových objednávok je naďalej málo. Aktivita v sektore služieb, ktorá bola odolnejšia, vykázala na začiatku tretieho štvrťroka jasné známky spomalenia, čo naznačuje, že popandemické oživenie dopytu po službách môže slabnúť. Časom by sa hospodársky rast mal zrýchliť, keďže sa očakáva rast reálnych príjmov podporovaný klesajúcou infláciou, rastúcimi mzdami a silným trhom práce, čo by malo podporiť spotrebiteľské výdavky.*

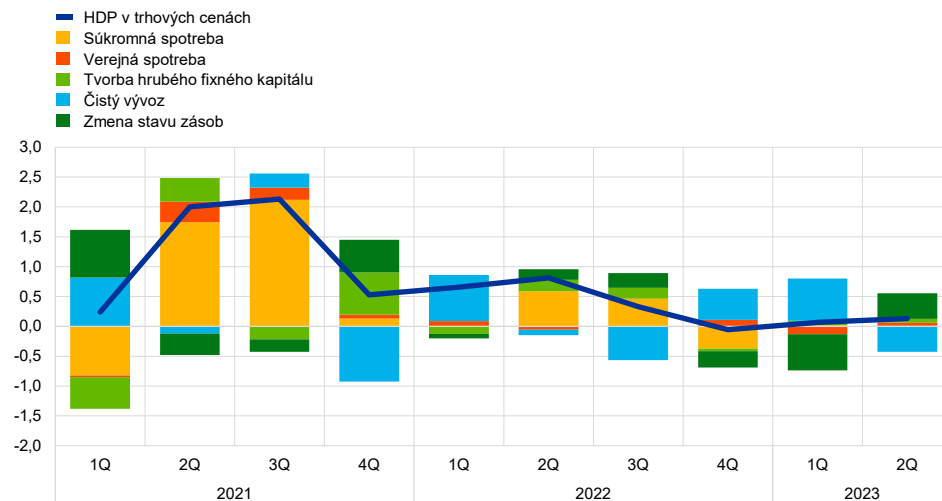
*Tento výhľad sa celkovo odráža v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2023, v ktorých sa predpokladá spomalenie ročného rastu reálneho HDP na 0,7 % v roku 2023 a jeho opätovné zvýšenie na 1,0 % v roku 2024 a 1,5 % v roku 2025. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2023 sa výhľad rastu HDP v celom sledovanom období revidoval smerom nadol, a to o 0,2 percentuálneho bodu v roku 2023, o 0,5 percentuálneho bodu v roku 2024 a o 0,1 percentuálneho bodu v roku 2025. Prevláda riziko poklesu ekonomického rastu.*

**Ekonomika eurozóny rástla v druhom štvrťroku 2023 o 0,1 %, pričom medzi jednotlivými krajinami existovali veľké rozdiely.** Kladný príspevok hromadenia zásob a v menšej miere aj domáceho dopytu bol čiastočne kompenzovaný záporným čistým príspevkom obchodu (graf 4). Tento mierny rast aktivity odráža rozdielnu dynamiku v sektoroch, keď aktivita v službách rástla, kým v priemyselnej výrobe a stavebníctve klesala. Zakrýva tiež značné rozdiely medzi najväčšími krajinami eurozóny, ktoré odrážali rozdielnu mieru, v akej boli tieto krajiny ovplyvnené spomalením svetového obchodu s tovarmi a oživením v sektore kontaktných služieb. Medzištvrťročne sa HDP vo Francúzsku zvýšil o 0,5 % a v Španielsku o 0,4 %, zatiaľ čo v Nemecku zostal nezmenený a v Taliansku klesol o 0,4 % a v Holandsku o 0,3 %.

## Graf 4

### Reálny HDP eurozóny a jeho zložky

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



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

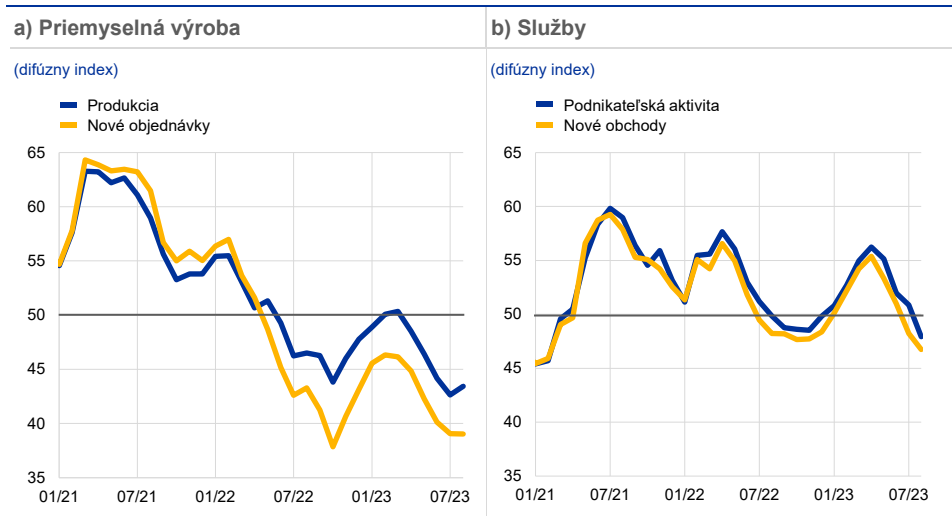
Poznámka: Posledné údaje sú za druhý štvrťrok 2023.

**Očakáva sa, že aktivita v treťom štvrťroku 2023 zostane naďalej slabá.** Aktuálne údaje z prieskumov poukazujú na utlmený hospodársky rast v treťom štvrťroku 2023, ktorý bol spôsobený nielen pokračujúcim oslabením aktivity v priemyselnej výrobe, ale aj spomalením v sektore služieb, ktorý bol predtým odolný. Kompozitný index nákupných manažérov (Purchasing Managers' Index – PMI) pre produkciu v eurozóne v júli a auguste ďalej klesal pod hranicu rastu 50. Index PMI pre priemyselnú výrobu zostal v pásme poklesu, keďže podpora zo zlepšenia podmienok dodávateľských reťazcov prirodzene odznieva, ubúda nahromadená práca a klesá objem nových objednávok (graf 5, panel a). Oslabenie však v posledných mesiacoch ovplyvňuje aj sektor služieb, pričom index PMI pre aktivitu v službách klesol v auguste pod hranicu nulového rastu (graf 5, panel b). Tento výsledok odráža slabnúci účinok opätovného otvorenia ekonomiky po pandémie na dopyt po službách, ktorý bol až donedávna významným stimulom rastového diferenciálu medzi priemyselnou výrobou a kontaktnými službami.<sup>4</sup> Ukazovateľ ekonomickej nálady Európskej komisie v auguste v jednotlivých sektoroch ďalej klesal, čo poukazuje na jasné oslabenie dynamiky rastu v treťom štvrťroku. Dôvera spotrebiteľov sa v auguste mierne znížila, čím sa prerušilo oživenie, ktoré sa začalo koncom roka 2022, a nachádza sa výrazne pod svojím dlhodobým priemerom. Poukazuje to na slabý výhľad domáceho dopytu. Celkovo aktuálne ukazovatele naznačujú pokračovanie slabého rastu HDP aj v treťom štvrťroku, keďže sa očakáva, že tlmený zahraničný dopyt a sprísňujúce podmienky financovania budú mať negatívny vplyv na hospodársky rast v eurozóne.

<sup>4</sup> Analýza účinkov opätovného otvorenia ekonomík a disperzie hospodárskej aktivity medzi krajinami a sektormi je uvedená v boxe č. 2 s názvom: Akú úlohu majú účinky opätovného otvorenia ekonomiky v krajinách a sektoroch?, v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

## Graf 5

### Ukazovatele PMI v sektoroch hospodárstva



Zdroj: S&P Global Market Intelligence.

Poznámka: Posledné údaje sú z augusta 2023.

### Trh práce bol v druhom štvrtroku naďalej odolný, ale rast zamestnanosti sa spomalil v dôsledku oslabenej hospodárskej aktivity.

Zamestnanosť a celkový počet odpracovaných hodín sa v druhom štvrtroku 2023 zvýšili o 0,2 %. Od posledného štvrtroka 2019 sa zamestnanosť zvýšila o 3,3 % a celkový počet odpracovaných hodín vzrástol o 1,9 % (graf 6). Predstavuje to 1,4 % pokles priemerného počtu odpracovaných hodín. Tento pokles súvisí s prebiehajúcim hromadením pracovnej sily (časť pracovných vstupov, ktorú podnik počas výrobného procesu v ktoromkoľvek danom čase nevyužíva v plnej miere), ako aj s ďalšími faktormi. Odhaduje sa, že implikovaná pracovná sila sa medzi januárom a júlom zvýšila približne o 600 000 ľudí, ale od apríla sa jej rast spomalil.<sup>5</sup> Miera nezamestnanosti bola v júli na úrovni 6,4 %, v porovnaní s júnom ide v zásade o nezmenenú hodnotu, pričom zostáva na najnižšej úrovni od zavedenia eura. Dopyt po pracovnej sile je stále veľký, pričom miera voľných pracovných miest je v zásade stabilná na úrovni 3,0 %, teda 0,2 percentuálneho bodu pod najvyššou úrovňou od začiatku sledovania.

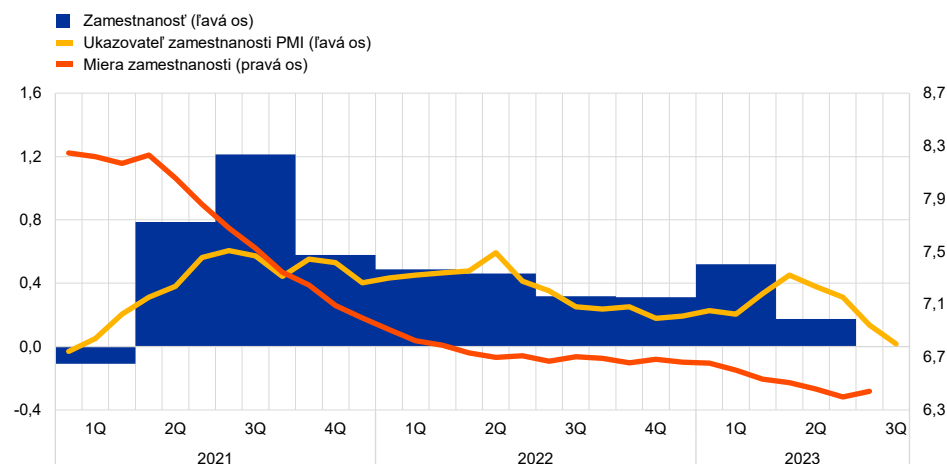
<sup>5</sup> Analýza najnovšieho vývoja pracovnej sily a jej faktorov je v boxe č. 3 s názvom: Pracovná sila v eurozóne: najnovší vývoj a faktory, v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.



## Graf 6

### Zamestnanosť v eurozóne, zamestnanosť podľa PMI a miera nezamestnanosti

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



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

Poznámka: Dve čiary predstavujú mesačný vývoj, stĺpce zobrazujú štvrťročné údaje. Index PMI je vyjadrený ako odchýlka od 50 vydelená 10. Posledné údaje o zamestnanosti sú z druhého štvrťroka 2023, o ukazovateli zamestnanosti PMI z augusta 2023 a o miere nezamestnanosti z júla 2023.

#### Krátkodobé ukazovatele trhu práce naznačujú ďalšie spomaľovanie rastu zamestnanosti v treťom štvrťroku 2023.

Mesačný kompozitný ukazovateľ zamestnanosti PMI klesol z hodnoty 51,4 v júli na 50,2 v auguste, pričom hodnota pod hranicou 50 predstavuje pokles zamestnanosti. Tento ukazovateľ sa výrazne znížil od apríla, keď dosiahol hodnotu 54,5. Výraznejší aktuálny pokles nastal v sektore služieb, hoci ich PMI zostáva v pásme expanzie, zatiaľ čo priemyselná výroba a stavebníctvo sú pod hranicou 50. K väčšiemu poklesu v sektoroch služieb došlo v tých službách, ktoré sú užšie spojené s výrobnou aktivitou, ako napríklad doprava a profesionálne služby.

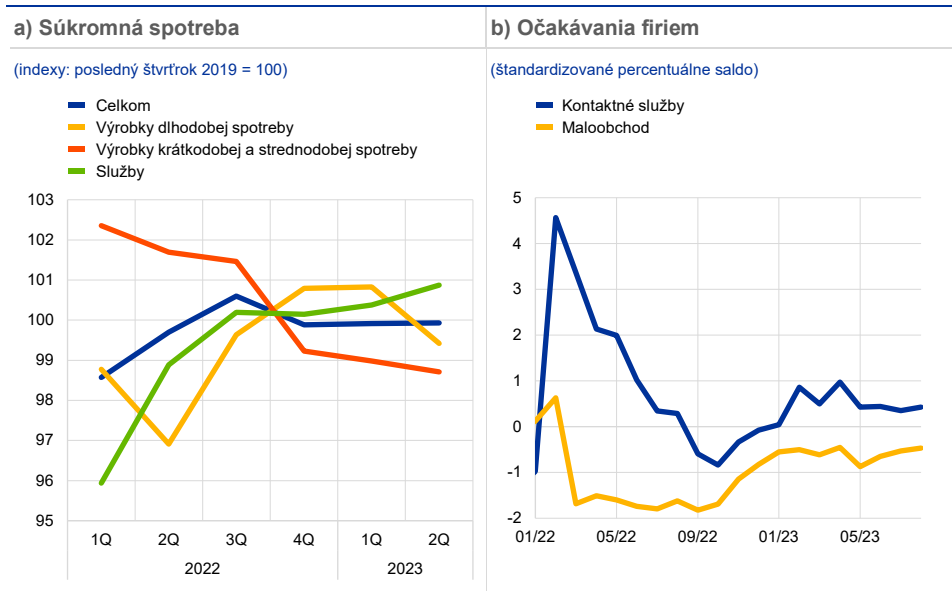
#### Súkromná spotreba v druhom štvrťroku 2023 stagnovala, keďže pokračujúci pokles výdavkov na tovary vyvážil stále kladný dopyt po službách (graf 7, panel a).

Maloobchodný predaj sa v druhom štvrťroku 2023 medzištvrťročne zvýšil len o 0,1 % a v júli 2023 klesol o 0,2 %, kým registrácie nových osobných automobilov v druhom štvrťroku 2023 klesli o 0,5 %, ale v júli sa zvýšili o 3,7 %. Na rozdiel od poklesu výdavkov na tovary (najmä na výrobky dlhodobej spotreby a potraviny), spotreba domácností v sektore služieb sa v druhom štvrťroku zvýšila o 0,5 %, keďže stále profitovala z pretrvávajúcich účinkov opätovného otvorenia.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Viac v boxe č. 2 s názvom: Akú úlohu majú účinky opätovného otvorenia ekonomiky v krajinách a sektoroch?, v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

## Graf 7

### Ukazovatele reálnej súkromnej spotreby



Zdroj: Eurostat, Európska komisia (Generálne riaditeľstvo pre hospodárske a finančné záležitosti) a výpočty ECB.  
Poznámka: V paneli a sú úrovne zložiek spotreby (domáca spotreba) vyjadrené tak, aby zodpovedali úrovni celkovej súkromnej spotreby (vnútroštátna spotreba). V paneli b je očakávaný dopyt po kontaktných službách v nasledujúcich troch mesiacoch štandardizovaný za obdobie 2005 – 2019, zatiaľ čo očakávaná maloobchodná situácia v nasledujúcich troch mesiacoch je štandardizovaná za obdobie 1985 – 2019. Posledné údaje v paneli a sú z druhého štvrťroka 2023 a v paneli b z augusta 2023.

#### Hoci prieskumy naznačujú, že výdavky na tovary naďalej klesajú, očakávania týkajúce sa dopytu po kontaktných službách zatiaľ neboli upravené nadol.

Ukazovateľ spotrebiteľskej dôvery Európskej komisie sa v auguste znížil, čím sa prerušilo jeho oživenie od konca roka 2022, a zostal pod svojím dlhodobým priemerom. Odráža to zhoršujúce sa očakávania celkového hospodárskeho výhľadu a finančnej situácie domácností. Ukazovatele Komisie týkajúce sa očakávaných veľkých nákupov spotrebiteľov a očakávanej situácie v maloobchode zároveň zostali nevýrazné. Naproti tomu očakávaný dopyt po kontaktných službách od mája 2023 ešte nezaznamenal žiadnu výraznú korekciu nadol a v auguste bol naďalej nad historickým priemerom (graf 7, panel b). Podobne aj prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB z júla ukázal pokles očakávaných nákupov domácich spotrebičov a iných veľkých položiek (čo poukazuje na pretrvávajúce nízke výdavky na tovary dlhodobej spotreby), ale aj stále odolný očakávaný dopyt po dovolenkových rezerváciách. Prenos horších podmienok financovania do reálnej ekonomiky by pravdepodobne obmedzil úvery pre domácnosti, zachoval vysoké stimuly pre šetrenie a naďalej tlmil rast výdavkov spotrebiteľov v krátkodobom horizonte.

**Rast podnikových investícií sa v druhom štvrťroku 2023 výrazne spomalil a v treťom štvrťroku sa očakáva jeho kontrakcia.** S výnimkou volatílnych údajov o produktoch duševného vlastníctva v Írsku sa nestavebné investície v eurozóne v druhom štvrťroku výrazne spomalili (v porovnaní s 1,2 % v prvom štvrťroku

medzištvrtročne klesli na 0,4 %).<sup>7</sup> Toto spomalenie bolo prítomné naprieč krajinami, ale líšilo sa v jednotlivých triedach aktív, pričom investície do dopravných tovarov sa zvýšili, investície do produktov duševného vlastníctva rástli svojím priemerným dlhodobým tempom a investície do strojov a zariadení s výnimkou dopravných strojov a zariadení sa mierne zmenšovali (graf 8).<sup>8</sup> Ukazovateľ indexu PMI v oblasti produkcie investičného majetku klesol v auguste hlboko do pásma poklesu, a to v dôsledku pokračujúceho znižovania nových objednávok aj nedokončených obchodov. Dôvera naďalej klesá a z najnovšieho prieskumu Európskej komisie vyplýva, že štvrtina firiem s investičným majetkom v súčasnosti ako dôvod obmedzenia produkcie uvádza nedostatočný dopyt. Výhľad zostáva veľmi neistý. Konferenčné hovory o hospodárskych výsledkoch v auguste naznačujú pokračovanie zlepšovania ziskového sentimentu od minulej jesene (ktorý má tendenciu pomerne dobre sledovať hrubý prevádzkový prebytok podnikov, hoci oba ukazovatele zaostávajú za najnovšou dynamikou), zatiaľ čo ďalšie stimuly pre investovanie ponúka pretrvávajúca potreba zelených a digitálnych investícií, zväčša z prostriedkov z NGEU, a zvýšený nedostatok pracovnej sily v niektorých sektoroch.<sup>9</sup> Prekážky pre investície však zostávajú značné vzhľadom na globálne spomaľovanie a zhoršovanie úverových podmienok.<sup>10</sup> Konferenčné hovory o hospodárskych výsledkoch ukazujú, že nálada v oblasti finančného rizika zostáva na bezprecedentnej úrovni, zatiaľ čo prieskum S&P Global Business Outlook Survey, ktorý sa vypracúva trikrát ročne, naznačuje nižšie investície počas nasledujúcich 12 mesiacov, čo odráža zhoršujúce sa očakávania budúcej aktivity a ziskovosti.

<sup>7</sup> Celková hodnota sa v druhom štvrtroku medzištvrtročne zvýšila o 0,7 %, po poklese o 0,2 % v prvom štvrtroku, čo odráža silnú medzištvrtročnú volatilitu údajov o produktoch duševného vlastníctva v Írsku. Viac informácií o dlhodobejšom vplyve volatility v Írsku je v boxe s názvom [Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area GDP](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2023.

<sup>8</sup> Zo šiestich krajín, ktoré v druhom štvrtroku vykázali zrýchľovanie, len Francúzsko nebolo v prvom štvrtroku v pásme kontrakcie.

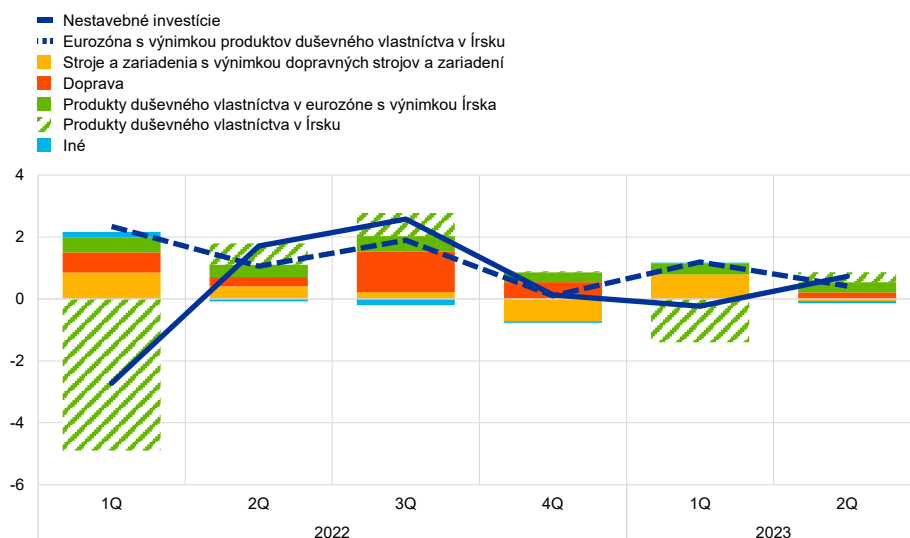
<sup>9</sup> Podrobnejšie informácie o metodike údajov o konferenčných hovoroch o hospodárskych výsledkoch sú uvedené v boxe s názvom [Konferenčné hovory o hospodárskych výsledkoch: nové údaje o ziskoch, investíciách a podmienkach financovania podnikov](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2023. Viac o vplyve zmeny klímy na investície je v boxe č. 5 s názvom: [Klimatické zmeny a zelené investície a financovanie podnikov v eurozóne – výsledky prieskumu v eurozóne](#), v tomto vydaní *Ekonomického bulletinu*.

<sup>10</sup> V júlovom prieskume BLS sa očakával ďalší pokles dopytu firiem po dlhodobých úveroch na fixné investície v treťom a štvrtom štvrtroku, zatiaľ čo najnovšie projekcie pre eurozónu predpokladajú výraznejšie tlmiace účinky vyšších úrokových sadzieb a súvisiacich obmedzení dostupnosti úverov na podnikové investície ([Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu](#), zverejnené na internetovej stránke ECB 14. septembra 2023).

## Graf 8

### Nestavebné investície a príspevky tried aktív

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



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Produkty duševného vlastníctva sú najmä nehmotné produkty duševného vlastníctva. Posledné údaje sú z druhého štvrtroka 2023.

#### Investície do nehnuteľností na bývanie budú po poklese v druhom štvrtroku

#### 2023 pravdepodobne ďalej klesať aj v ďalšom období.

V druhom štvrtroku 2023 sa investície do nehnuteľností na bývanie medzištvrtročne znížili o 1,0 %, a to po 0,8 % náraste v prvom štvrtroku. Krátkodobé ukazovatele poukazujú na ďalší pokles v nasledujúcich štvrtrokoch. Stavebná produkcia v oblasti výstavby budov v júni výrazne klesla, čo znamená záporný prenos do rastu v treťom štvrtroku. Okrem toho ukazovateľ Európskej komisie pre vývoj tejto stavebnej aktivity za posledné tri mesiace klesol v júli a auguste výrazne pod priemer za druhý štvrtrok, kým index PMI pre nehnuteľnosti na bývanie v auguste klesol hlbšie pod hranicu rastu na 35,7, čo je zatiaľ najnižšia úroveň v tomto roku. Nepriaznivý výhľad investícií do nehnuteľností na bývanie je v súlade s výrazne klesajúcim trendom v oblasti stavebných povolení, čo sa čoraz viac odráža aj v slabšom hodnotení objednávok firiem v prieskume Európskej komisie. Nálada v oblasti bývania meraná štvrtročným prieskumom Komisie, pokiaľ ide o krátkodobé zámery domácností obnoviť, kúpiť alebo postaviť nehnuteľnosť, v treťom štvrtroku 2023 mierne klesla. Negatívna nálada je spôsobená najmä výrazným nárastom úrokových sadzieb a súvisiacim nepriaznivým vplyvom na dostupnosť nehnuteľností na bývanie, hoci tieto faktory sú do určitej miery kompenzované klesajúcimi cenami nehnuteľností. Tento pokles dostupnosti nehnuteľností na bývanie spolu so sprísnením kritérií bánk na poskytovanie úverov na bývanie brzdí dynamiku rezidenčných investícií.

#### Rast vývozu zostal v druhom štvrtroku utlmený, čo odráža slabý globálny dopyt, predchádzajúce zhodnocovanie eura a vysoké ceny energií.

Štvrtročný rast objemu vývozu bol v druhom štvrtroku záporný, keďže slabý globálny obchod tlmiel zahraničný dopyt po tovaroch eurozóny. Okrem toho zhodnocovanie eura, ktoré sa začalo v septembri 2022, oslabilo konkurencieschopnosť eurozóny, kým zvýšenie cien energií v roku 2022 prispelo k oslabeniu vývozu, najmä v energeticky náročných

sektoroch. Zároveň sa zdá, že znižovanie počtu nevybavených objednávok zaznamenaných v predchádzajúcich štvrťrokoch ako kľúčový faktor podporujúci vývoz sa oslabil, keďže vývozné objednávky sa vrátili na predpandemickú úroveň. Rast dovozu sa v druhom štvrťroku dostal do kladného pásma, čo do veľkej miery odrážalo oživenie po prudkom poklese v prvom štvrťroku. V medziročnom vyjadrení však dovoz klesol v dôsledku slabého domáceho dopytu. Čistý obchod celkovo prispel k rastu HDP v druhom štvrťroku záporne. Výhľadové ukazovatele poukazujú na pretrvávajúce krátkodobé oslabenie objemu vývozu eurozóny. Zdá sa, že doteraz pozorovaná relatívna sila vývozu služieb klesá, keďže vývozcovia v tomto sektore hlásili zníženie objednávok. Pravdepodobne to odráža spomalenie odloženého dopytu po službách v nadväznosti na opätovné otvorenie kontaktných služieb po pandémie, ako aj istý vplyv spomalenia v priemyselnej výrobe, kde vývozcovia hlásili ďalšie zníženie nových objednávok.

#### **V krátkodobom horizonte sa očakáva oživenie hospodárskej aktivity**

**v eurozóne, ktoré bude podporené rastom reálnych príjmov.** Očakáva sa, že rast HDP sa posilní vďaka zmierneniu inflačných tlakov a odolnému rastu príjmov z práce, čo umožní oživenie reálneho disponibilného príjmu a súkromnej spotreby. Kladný vplyv týchto faktorov by však mal byť eliminovaný vplyvom vyšších úrokových sadziieb a horších podmienok dostupnosti úverov, ktoré čoraz viac ovplyvňujú reálnu ekonomiku.

#### **Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2023 sa v roku 2023 predpokladá spomalenie ročného rastu reálneho HDP na 0,7 % a potom jeho oživenie na 1,0 % v roku 2024 a 1,5 % v roku 2025 (graf 9).**

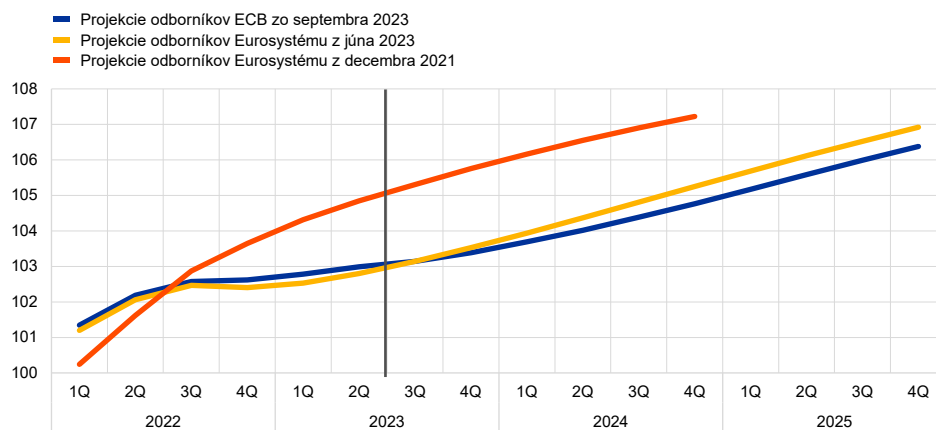
V porovnaní s projekciami odborníkov Euro systému z júna 2023 bol výhľad rastu HDP upravený smerom nadol o 0,2 percentuálneho bodu pre rok 2023, o 0,5 percentuálneho bodu pre rok 2024 a o 0,1 percentuálneho bodu pre rok 2025, čo odráža výrazné zhoršenie krátkodobého výhľadu vzhľadom na zhoršujúce sa ukazovatele z prieskumov, prísnejšie podmienky financovania (vrátane nepriaznivejších účinkov dostupnosti úverov) a silnejšie euro.

Riziká ekonomického rastu naznačujú jeho zhoršovanie. Rast by sa mohol spomaliť, ak účinky menovej politiky budú ráznejšie, ako sa očakávalo, alebo ak sa oslabí rast svetovej ekonomiky, napríklad pre ďalšie spomaľovanie v Číne. Naopak, rast by mohol byť vyšší, ako predpokladajú projekcie, keby silný trh práce, rastúce reálne príjmy a slabnúca neistota znamenali, že dôvera ľudí a podnikov sa posilní a ich spotreba sa zvýši.

## Graf 9

### Reálny HDP eurozóny (vrátane projekcií)

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



Zdroj: Eurostat a Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – september 2023.  
Poznámka: Zvislá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu bola inflácia v auguste 2023 na úrovni 5,3 %, rovnako ako v júli.<sup>11</sup> Za touto nezmenenou mierou celkovej inflácie v auguste sa skrývali nižšie miery za všetky hlavné zložky s výnimkou inflácie cien energií, ktorá bola menej záporná ako v predchádzajúcom mesiaci. Medzi riziká zvyšovania inflácie patrí potenciálne obnovenie tlakov na rast cien energií a potravín. Nepriaznivé poveternostné podmienky a celkové napredovanie klimatickej krízy by mohli spôsobiť výraznejší nárast cien potravín, než sa očakáva. Ukazovatele základnej inflácie ďalej klesali, zotrvali však na zvýšenej úrovni, odrážajúcej okrem iného vysoké mzdové tlaky. K ďalšiemu zvyšovaniu inflácie, i v strednodobom horizonte, by mohol prispieť aj dlhodobý rast inflačných očakávaní nad úroveň nášho cieľa alebo vyšší než očakávaný rast miezd alebo ziskových marží. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2023 má celková inflácia pokračovať v klesajúcom trende a dosiahnuť v priemere 5,6 % v roku 2023, 3,2 % v roku 2024 a 2,1 % v roku 2025.

**Inflácia meraná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP), ktorá v októbri 2022 dosiahla maximum a následne deväť mesiacov za sebou nepretržite klesala, zostala v auguste 2023 na nezmenenej úrovni (graf 10).** Nezmenená miera celkovej inflácie na úrovni 5,3 % bola odrazom menej zápornej miery inflácie cien energií, ktorá

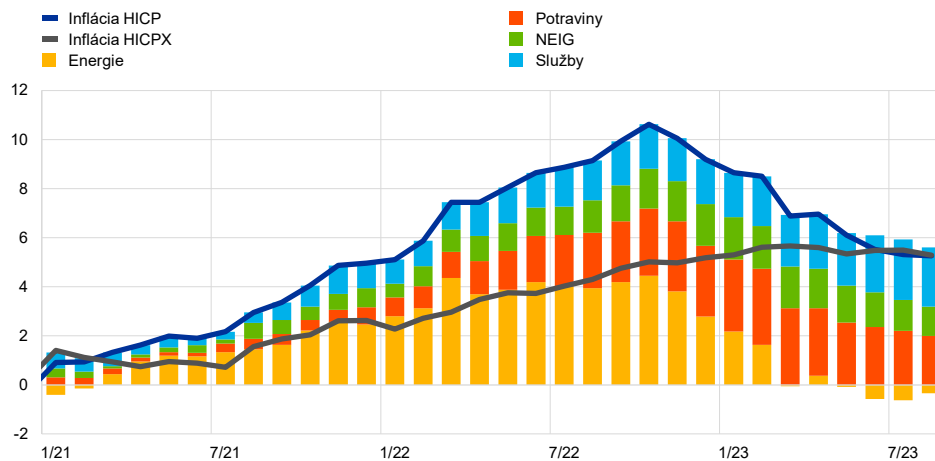
vyrovнала nižšie miery inflácie cien potravín, neenergetických priemyselných tovarov (non-energy industrial goods – NEIG) a služieb. Nárast inflácie cien energií z júlových -6,1 % na -3,3 % v auguste odráža výrazný medzimesačný nárast vyplývajúci z vyšších cien ropy a následne aj vyšších cien pohonných hmôt. Inflácia cien potravín ďalej klesala, z 10,8 % v júli na 9,8 % v auguste, v dôsledku nižšej miery inflácie cien nespracovaných i spracovaných potravín. Inflácia cien spracovaných potravín však zostala v auguste dvojciferná (10,4 %), keďže nedávne zmierňovanie tlakov v cenovom reťazci sa zatiaľ nepremietlo do maloobchodných cien. Inflácia HICP bez energií a potravín (HICPX) klesla v auguste z júlových 5,5 % na 5,3 % vzhľadom na mierny pokles oboch jej hlavných zložiek, NEIG a služieb. Inflácia NEIG v auguste ďalej klesla z júlových 5,0 % na 4,8 %, odrážajúc uvoľňovanie predchádzajúcich tlakov v cenovom reťazci vyplývajúcich z ponukových obmedzení a cien energií, ako aj vzhľadom na slabší dopyt. Inflácia cien služieb zostala celkovo viac neústupná: po 5,4 % v júni dosiahla 5,6 % v júli a 5,5 % v auguste, podľa všetkého vzhľadom na vývoj položiek súvisiacich s cestovným ruchom a pohostinskými službami, ako v dôsledku rýchleho rastu miezd.

<sup>11</sup> Konečný údaj Eurostatu o miere celkovej inflácie bol po dni uzávierky upravený nadol na 5,2 %.

## Graf 10

### Celková inflácia a jej hlavné zložky

(ročná percentuálna zmena; príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z augusta 2023 (rýchly odhad).

**Väčšina ukazovateľov základnej inflácie síce zostala celkovo vysoká, no ďalej klesala, odrážajúc doznievajúci vplyv predchádzajúcich šokov v nákladoch na energie a dodávateľských reťazcoch, ako aj nesúladu medzi dopytom a ponukou (graf 11).**

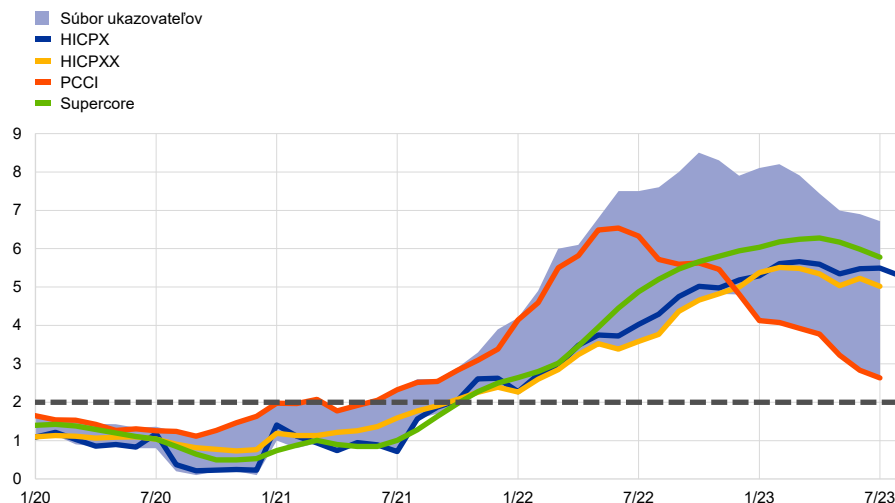
Inflácia HICPX je k dispozícii za august; posledné dostupné údaje o ďalších ukazovateľoch základnej inflácie sú z júla. Väčšina ukazovateľov v júli vykazovala pokles ročnej miery rastu. Ukazovateľ Supercore, ktorý zahŕňa zložky HICP citlivé na hospodársky cyklus, klesol zo 6,0 % v júni na 5,8 % v júli, zatiaľ čo ukazovateľ Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) založený na modeloch klesol z 2,8 % na 2,6 %. Hoci ukazovatele zväčša klesajú, neistota spojená s dynamikou základnej inflácie je stále vysoká, čo je evidentné zo širokého rozpätia jednotlivých ukazovateľov a ich zvýšených úrovní.



## Graf 11

### 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, HICP bez energií, potravín, položiek súvisiacich s cestovným ruchom, odevov a obuvi (HICPXX), orezaný priemer 10 % a 30 %, PCCI a vážený medián. Šedá prerušovaná čiara predstavuje inflačný cieľ ECB na úrovni 2 % v strednodobom horizonte. V prípade inflácie HICPX sú posledné údaje z augusta 2023 (rýchly odhad) a v prípade ostatných ukazovateľov z júla 2023.

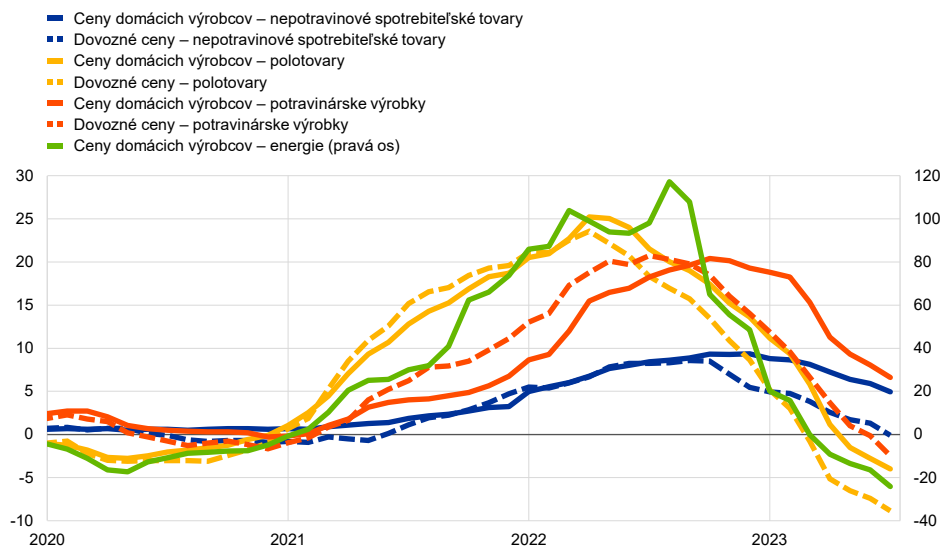
### S ďalším oslabovaním kumulatívnych účinkov predchádzajúcich cenových šokov sa tlaky v cenovom reťazci ďalej zmiernovali (graf 12).

V počiatkových fázach cenového reťazca cenové tlaky v júli naďalej výrazne klesali. Inflácia cien domácich výrobcov polotovarov je od mája záporná a v júli klesla z júnových -2,8 % na -4,0 %, zatiaľ čo dovozná cena toho istého tovaru klesla na -8,9 %. Inflácia cien výrobcov energií, ktorá je od apríla záporná, v júli výrazne klesla na -24,3 % z júnových -16,5 % v dôsledku doznievania účinkov predchádzajúcich šokov v cenách energií. V neskorších fázach cenového reťazca inflácia cien domácich výrobcov nepotravinových spotrebiteľských tovarov v júli klesla na 5,0 %, potvrdzujúc postupné uvoľňovanie nahromadených tlakov v cenovom reťazci v prípade spotrebného tovaru. To isté sa týka cenových tlakov v segmente spotrebiteľských cien potravín: inflácia cien výrobcov potravín v júli ďalej klesla, hoci zostala na vysokej úrovni 6,6 %. Ročná miera rastu dovozných cien týchto kategórií v júli ďalej klesala a dosiahla záporné hodnoty. Pohyby výmenného kurzu eura v posledných mesiacoch naďalej ovplyvňujú rozsah a vývoj dynamiky dovozných cien, pričom jeho nedávne posilňovanie prispieva k zmiernovaniu cenových tlakov.

## Graf 12

### Ukazovatele tlakov v cenovom reťazci

(ročná percentuálna zmena)



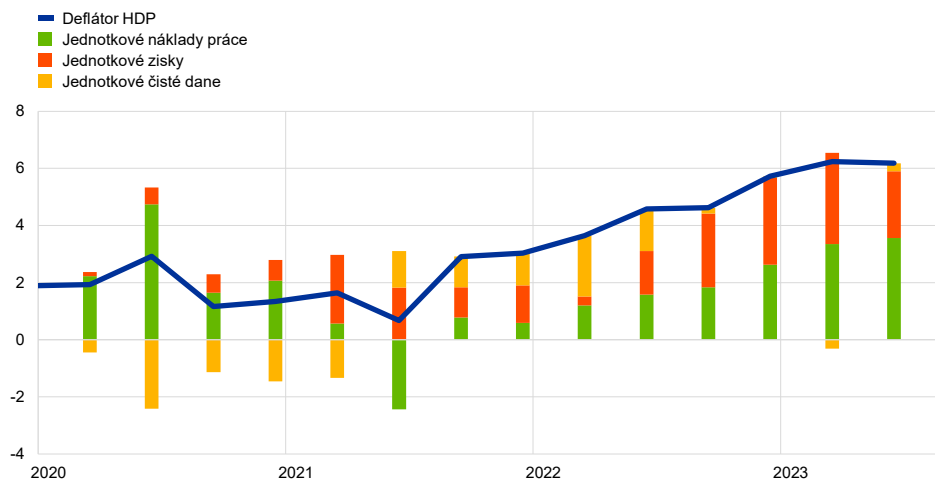
Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.  
Poznámka: Posledné údaje sú za júl 2023.

**Domáce nákladové tlaky, merané rastom deflátoru HDP, sa v druhom štvrtroku 2023 nezmenili, keďže rastúce príspevky nákladov práce boli vyrovnané nižšími príspevkami ziskov (graf 13).** Medziročná miera rastu deflátoru HDP bola v druhom štvrtroku 2023 na úrovni 6,2 %, rovnako ako v predchádzajúcom štvrtroku. Podiel jednotkových ziskov na deflátore HDP klesol z 3,2 percentuálneho bodu v predchádzajúcom štvrtroku na 2,3 percentuálneho bodu, čím sa vyrovnal väčší podiel jednotkových nákladov práce, ktoré z 3,3 percentuálneho bodu v predchádzajúcom štvrtroku vzrástli na 3,6 percentuálneho bodu, a jednotkových daní (bez dotácií). Nárast jednotkových nákladov práce bol dôsledkom viac záporného ročného rastu produktivity práce, zatiaľ čo ročný rast kompenzácie na zamestnanca zostal nezmenený na úrovni 5,5 %. Ani rast dojednaných miezd sa v druhom štvrtroku 2023 v podstate nezmenil a dosiahol 4,3 % (po 4,4 % v predchádzajúcom štvrtroku). Z výhľadových informácií z nedávno ukončených mzdových rokovaní zatiaľ nevyplývajú jasné známky obratu v mzdovom raste.

### Graf 13

#### Zložky deflátoru HDP

(ročná percentuálna zmena; príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámky: Posledné údaje sú za druhý štvrtrok 2023. Na zmenách jednotkových nákladov práce sa podieľajú kompenzácie na zamestnanca i produktivita práce.

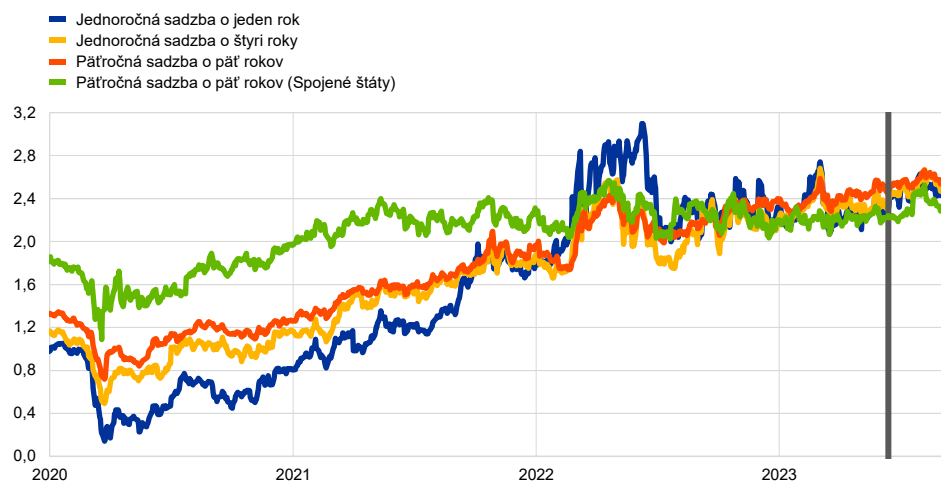
**Ukazovatele dlhodobějších inflačných očakávaní odvodené z výsledkov prieskumov i trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie upravené o rizikové prémie zostali v blízkosti 2 %.** Podľa prieskumu profesionálnych prognostikov (Survey of Professional Forecasters) ECB za tretí štvrtrok 2023 i prieskumu menových analytikov (Survey of Monetary Analysts) ECB za september 2023 bol medián dlhodobějších očakávaní na úrovni 2,0 %. Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie (na základe HICP bez tabakových výrobkov) sa v sledovanom období pri všetkých splatnostiach zvýšili, keďže vyššie ceny energií a neústupnosť základnej inflácie viedli účastníkov trhu k revízii výhľadu inflácie nahor (graf 14). Tieto faktory však boli čiastočne vyvážené horším než očakávaným výhľadom hospodárskeho rastu eurozóny v neskoršej časti sledovaného obdobia. Jednoročná forwardová sadzba inflačných swapov o jeden rok sa celkovo zvýšila o približne 20 bázických bodov na 2,6 %. Pokiaľ ide o neskorší horizont, päťročná forwardová sadzba inflačných swapov o päť rokov sa zvýšila o 15 bázických bodov na približne 2,6 %, čo je mierne pod jej viacročným maximom dosiahnutým na začiatku augusta. Napriek tomu, že sa vyvíjajú podobne ako ich rovnovážne protipoložky v Spojených štátoch, zostávajú dlhodobější sadzby inflačných swapov v eurozóne v historickom porovnaní naďalej vysoké. Treba však poznamenať, že tieto trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie nie sú priamym meradlom skutočných inflačných očakávaní účastníkov trhu, keďže tieto ukazovatele zahŕňajú inflačné rizikové prémie na kompenzáciu inflačných rizík. Odhady z modelov naznačujú, že inflačné rizikové prémie majú významný podiel na náraste trhového oceňovania inflačnej kompenzácie pri kratších splatnostiach a väčšinový podiel na jeho náraste v prípade dlhších splatností. Pokiaľ ide o spotrebiteľov, prieskum spotrebiteľských očakávaní (Consumer Expectations Survey) ECB z júla 2023 uvádza, že medián očakávaní celkovej inflácie na budúci rok zostal nezmenený na úrovni 3,4 %, zatiaľ čo očakávania na obdobie o tri roky sa zvýšili z 2,3 % na 2,4 %. Hoci ukazovatele

inflačnej neistoty podľa prieskumu spotrebiteľských očakávaní mierne klesli z maximálnych hodnôt, stále zostávajú relatívne vysoké.

#### Graf 14

##### Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie

(v % p. a.)



Zdroj: Refinitiv, Bloomberg a výpočty ECB.

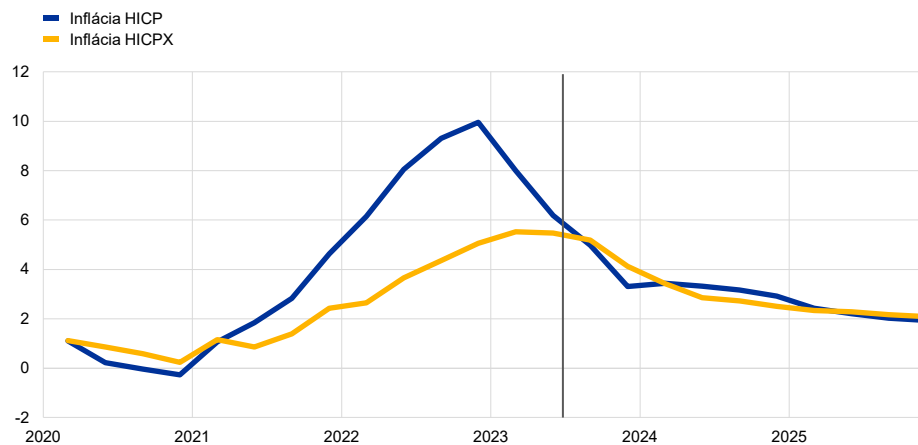
Poznámky: Graf znázorňuje forwardové sadzby inflačných swapov v rôznych horizontoch za eurozónu a päťročnú forwardovú rovnovážnu mieru inflácie o päť rokov za Spojené štáty. Posledné údaje sú z 13. septembra 2023.

**Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2023 má celková inflácia pokračovať v klesajúcom trende a dosiahnuť v priemere 5,6 % v roku 2023, 3,2 % v roku 2024 a 2,1 % v roku 2025 (graf 15).** Táto trajektória poklesu inflácie smerom k cieľu na úrovni 2 % je odrazom slabnúcich účinkov predchádzajúcich šokov v cenách energií a ďalších tlakov v cenovom reťazci, ako aj skutočnosti, že dlhodobjšie inflačné očakávania zostávajú ukotvené. Profil je spočiatku určovaný aj výraznými tlmiacimi bázickými efektmi súvisiacimi s infláciou cien energií a potravín. Rast miezd by mal od polovice roka 2023 postupne klesať, no počas sledovaného obdobia zostane na vysokej úrovni a stane sa hlavným faktorom inflácie HICPX. Poháňa ho rast minimálnych miezd a inflačnej kompenzácie v kontexte síce ustupujúceho, no naďalej pretrvávajúceho nedostatku pracovných síl. Očakáva sa, že ziskové marže, ktoré v minulom roku výrazne vzrástli, budú v strednodobom horizonte brzdiť prenos nákladov práce do koncových cien. Základnú infláciu by okrem toho mala čoraz viac tmiť prísnejšia menová politika. V porovnaní s projekciami z júna 2023 boli projekcie celkovej inflácie na roky 2023 a 2024 upravené nahor o 0,2 percentuálneho bodu, odrážajúc vyššiu úroveň cien energií, a na rok 2025 boli upravené o 0,1 percentuálneho bodu nadol v dôsledku tlmiacich účinkov zhodnocovania eura, prísnejších podmienok financovania a slabších cyklických podmienok.

## Graf 15

### Inflácia HICP a HICPX eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a [Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – september 2023](#).

Poznámky: Zvislá čiara označuje začiatok projektovaného obdobia. Posledné údaje sú za druhý štvrťrok 2023 (skutočné údaje) a štvrtý štvrťrok 2025 (projekcie). Makroekonomické projekcie odborníkov ECB zo septembra 2023 boli dokončené koncom augusta a redakčná uzávierka technických predpokladov bola 22. augusta 2023. Historické i skutočné údaje za infláciu HICP a infláciu HICPX majú štvrťročnú periodicitu.

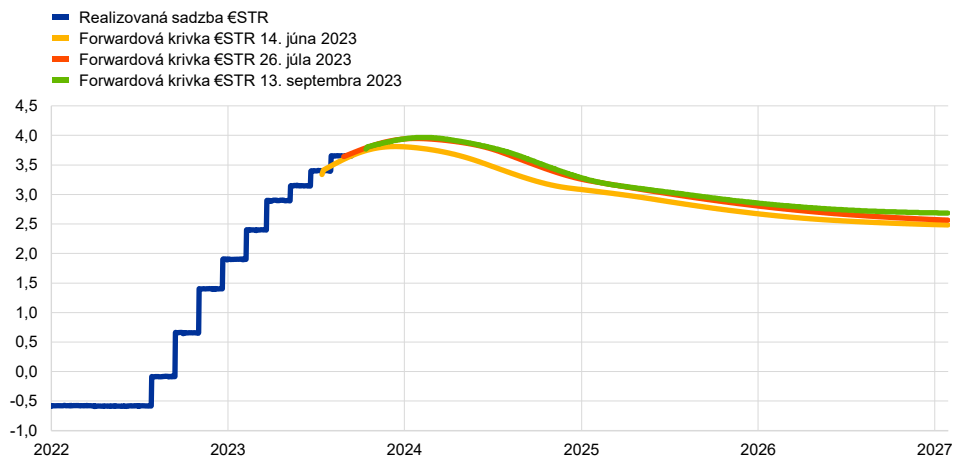
Finančné trhy eurozóny zaznamenali ku koncu sledovaného obdobia (od 15. júna do 13. septembra 2023) celkovo iba malé zmeny, pričom počas tohto obdobia došlo k istým pohybom. Krátkodobé úrokové sadzby v eurozóne sa zvýšili, čo odráža upevňovanie sprísňovania menovej politiky v prostredí určitých prorastových tlakov na výhľad inflácie. Očakávania vývoja menovopolitických sadzieb boli utlmené horšími údajmi o domácej reálnej ekonomike a miernom spomalení dynamiky globálneho hospodárskeho rastu. V dôsledku toho forwardová krivka krátkodobej eurovej sadzby (€STR) dosiahla na konci sledovaného obdobia vrchol na úrovni približne 4,0 % za prvý štvrtrok 2024, keď zohľadnila ďalšie mierne sprísňovanie menovej politiky. Dlhodobé úrokové sadzby v eurozóne stúpali spolu s trhovými ukazovateľmi kompenzácie za infláciu, no v menšej miere, keďže obavy súvisiace s rastom mali negatívny vplyv na výnosy štátnych dlhopisov. Spready štátnych dlhopisov zostali odolné voči negatívnym makroekonomickým prekvapeniam. Navyše, oznámenie o ukončení reinvestícií v rámci programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP) k júlu 2023 sa plynule absorbovalo. Spready dlhopisov nefinančných spoločností s vysokým výnosom sa mierne rozšírili, čo zodpovedá vysokej miere expozície týchto emitentov voči hospodárskemu cyklu. Široké akciové indexy v eurozóne klesli, keďže slabšie vyhliadky ziskov viedli k zníženiu hodnoty nefinančných spoločností na akciových trhoch, a to aj napriek oživeniu v cenách akcií bánk. Euro vážené zahraničným obchodom sa na devízových trhoch zhodnotilo.

**Na konci sledovaného obdobia dosiahla forwardová krivka sadzby €STR vrchol na úrovni približne 4,0 % v prvom štvrtroku 2024, čo je o niečo viac ako na začiatku sledovaného obdobia v polovici júna (graf 16).** Referenčná sadzba €STR dosahovala počas sledovaného obdobia v priemere 3,5 %, pričom kopírovala zmeny úrokovej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií, ktorú Rada guvernérov zvýšila o 25 bázických bodov (z 3,25 % na 3,5 %) na svojom menovopolitickom zasadnutí 15. júna 2023 a o ďalších 25 bázických bodov (z 3,5 % na 3,75 %) na zasadnutí 27. júla. Nadbytočná likvidita sa znížila o 463 mld. € a dosiahla úroveň 3 681 mld. €, najmä v dôsledku splatenia tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III). Krátkodobé a strednodobé forwardové sadzby jednoduchých indexových swapov (OIS) založené na sadzbe €STR sa po júnovom zasadnutí zvýšili, keďže účastníci trhu upravili svoje očakávania týkajúce sa menovopolitických sadzieb smerom nahor. Následne v dôsledku zhoršenia domáceho a globálneho makroekonomického výhľadu forwardové sadzby o niečo klesli, ale do konca sledovaného obdobia sa opäť zvýšili v dôsledku väčších očakávaní sprísňovania menovej politiky. Júlové rozhodnutie Rady guvernérov zvýšiť menovopolitické sadzby a stanoviť úročenie povinných minimálnych rezerv na 0 % nemalo na forwardové sadzby výrazný vplyv. Na konci sledovaného obdobia dosiahla forwardová krivka vrchol, na úrovni približne 4,0 %, v prvom štvrtroku 2024, čo je o niečo neskôr, ako naznačovali forwardové sadzby v polovici júna. Očakávania týkajúce sa menovopolitických sadzieb vyvedené z forwardovej krivky sa vo všeobecnosti zhodujú s očakávaniami identifikovanými v prieskumoch.

## Graf 16

### Forwardové sadzby €STR

(v % p. a.)



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.

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

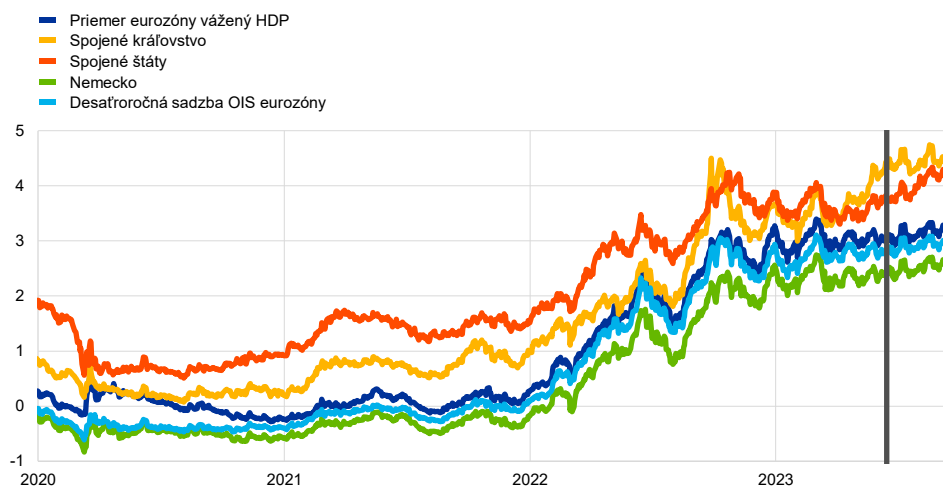
**Dlhodobé bezrizikové sadzby v eurozóne sa mierne zvýšili, pričom len čiastočne odzrkadľovali nárast svojich náprotivkov v Spojených štátoch (graf 17).** Dlhodobé bezrizikové sadzby v eurozóne mierne vzrástli, keď sa

desaťročná eurová sadzba jednodňových indexových swapov počas sledovaného obdobia zvýšila o 14 bázických bodov približne na 3,0 %. Výnos desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážený HDP sa zvýšil o podobnú hodnotu na úroveň 3,3 %. Dlhodobé úrokové sadzby v celej eurozóne kopírovali vývoj trhových hodnôt kompenzácie za infláciu, ktoré do veľkej miery rástli v dôsledku vyšších inflačných rizikových prémie (viac v časti 3). Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov sa v Spojených štátoch vzhľadom na priaznivejší makroekonomický výhľad zvýšili viac ako v eurozóne. Rozdiely v makroekonomických vyhladkách mali negatívny vplyv na dlhodobé úrokové sadzby v eurozóne, a to najmä v druhej polovici sledovaného obdobia, keďže negatívne makroekonomické prekvapenia viedli k čiastočnému obratu v ich dovtedajšom raste. Opačný vývoj bezrizikovej výnosovej krivky sa počas sledovaného obdobia mierne utlmil, avšak zostáva na historicky vysokej úrovni.

## Graf 17

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

(v % p. a.)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (15. júna 2023). Posledné údaje sú z 13. septembra 2023.

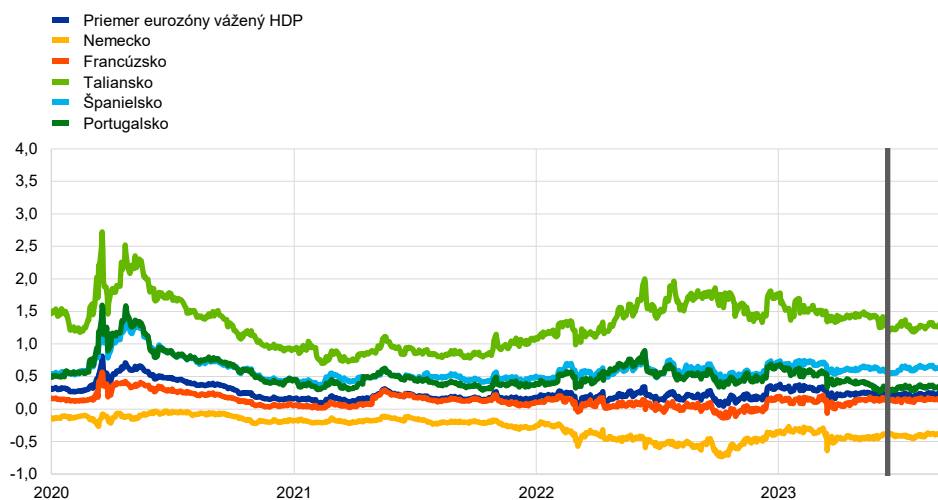
**Spready štátnych dlhopisov v eurozóne rástli len mierne, a to aj napriek zhoršujúcemu sa hospodárskemu výhľadu a ukončeniu reinvestícií v rámci programu APP (graf 18).** Priemerný spread štátnych dlhopisov eurozóny vážený HDP voči sadzbe OIS na základe €STR sa počas sledovaného obdobia zvýšil o 6 bázických bodov, teda na úroveň len mierne prevyšujúcu úroveň pred začiatkom normalizácie menovej politiky ECB. Spready štátnych dlhopisov v rôznych jurisdikciách rástli nerovnomerne, pričom najväčší nárast o 20 bázických bodov zaznamenali v Taliansku a o 15 bázických bodov v Španielsku. Trhy so štátnymi dlhopismi sa ukázali ako odolné nielen voči zhoršeniu makroekonomického výhľadu, ale aj voči menšej prítomnosti Eurosystemu na trhu. Absencia výrazných rastových tlakov na spready, napriek ukončeniu reinvestícií v rámci programu APP k júlu a obvyklému letnému prepadu stavu likvidity, naznačuje, že súkromní investori aj naďalej bez väčších problémov absorbujú dlhopisy, ktoré už nenakupuje Eurosystem.



## Graf 18

### Spready desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne voči desaťročnej sadzbe OIS na základe €STR

(v p. b.)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (15. júna 2023). Posledné údaje sú z 13. septembra 2023.

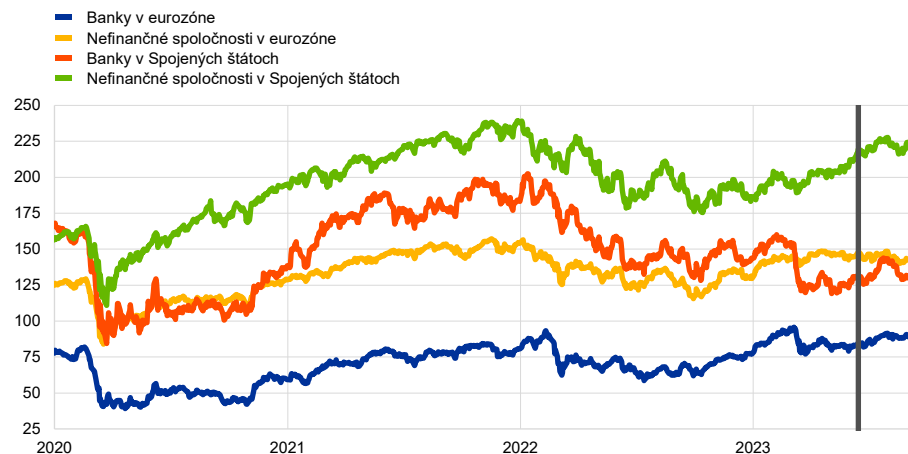
**Spready dlhopisov nefinančných spoločností sa mierne rozšírili v prostredí zhoršujúcej sa domácej ekonomiky.** Spready podnikových dlhopisov vydaných nefinančnými spoločnosťami sa v segmente dlhopisov s vysokým výnosom zvýšili o 5 bázických bodov. Finančné spoločnosti naopak zaznamenali zúženie spreadov svojich dlhopisov. Tento rozdiel odzrkadľuje výraznejší vplyv zhoršenia hospodárskeho výhľadu na rizikovejšie nefinančné spoločnosti na rozdiel od finančných spoločností, ktoré aj naďalej ťažia z vyšších úrokových sadzieb. Hrubá emisia dlhopisov nefinančných spoločností s vysokým výnosom zostala tlmená, zatiaľ čo nefinančné spoločnosti s ratingom investičného stupňa vydávali dlhopisy podobným tempom ako v predchádzajúcich rokoch. Odráža to vývoj spreadov dlhopisov v celom ratingovom spektre.

**Ceny majetkových cenných papierov v eurozóne zaznamenali v sledovanom období pokles, keďže slabšie vyhladky ziskov znížili hodnotu nefinančných spoločností na akciových trhoch (graf 19).** Široké akciové indexy eurozóny v sledovanom období klesli o 2,9 %, zatiaľ čo indexy v Spojených štátoch vzrástli o 1,1 %. Slabšia výkonnosť v eurozóne odráža pokles cien akcií nefinančných spoločností, čo možno pripísať negatívnym prekvapeniam týkajúcim sa ziskov a úprave očakávaných ziskov nadol. V rámci nefinančného sektora ceny akcií klesli najviac v sektoroch doplnkového spotrebného tovaru, priemyslu a technológií, na čo malo výrazný vplyv zhoršenie domáceho a globálneho makroekonomického výhľadu. Ceny akcií bánk v eurozóne naopak vzrástli o 3,9 %, čím prekonal korešpondujúce ceny v Spojených štátoch.

## Graf 19

### Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(index: 1. januára 2016 = 100)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (15. júna 2023). Posledné údaje sú z 13. septembra 2023.

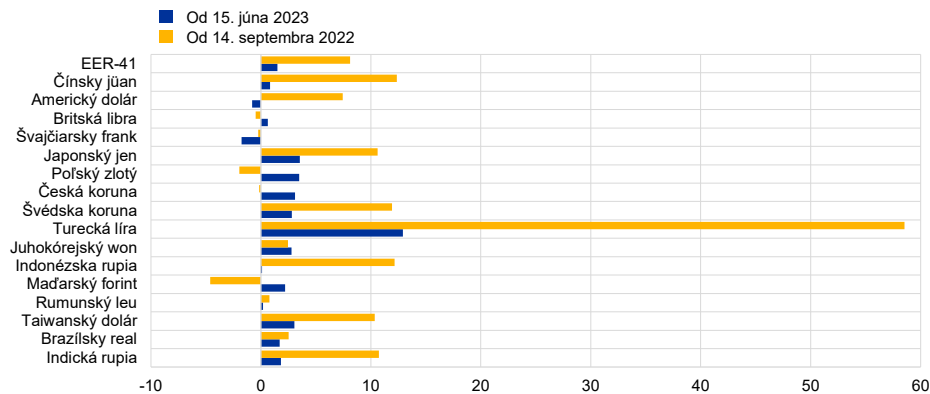
#### **Euro vážené zahraničným obchodom sa na devízových trhoch zhodnotilo napriek istému oslabeniu oproti americkému doláru (graf 20).**

Nominálny efektívny výmenný kurz eura meraný voči menám 41 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny sa v sledovanom období mierne zhodnotil (o 1,5 %). Pokiaľ ide o pohyb bilaterálneho výmenného kurzu voči hlavným menám, voči americkému doláru sa euro mierne oslabilo (–0,8 %), keďže najnovšie správy o ekonomike boli v Spojených štátoch pozitívnejšie ako v eurozóne. K zhodnoteniu eura v nominálnom efektívnom vyjadrení však prispelo posilnenie voči väčšine ostatných mien. Euro sa zhodnotilo voči japonskému jenu (o 3,5 %) aj voči čínskemu jüanu (o 0,8 %), a to v prostredí menovopolitických intervencií čínskych orgánov, ktorých cieľom bolo zmierniť tlak na pokles čínskej meny v súvislosti so zhoršením výhľadu hospodárskeho rastu. Euro sa v sledovanom období posilnilo tiež voči tureckej líre (o 12,9 %), no v posledných týždňoch sa kurz vzhľadom na zvýšenie sadzieb Centrálnou bankou Tureckej republiky stabilizoval.

## Graf 20

### Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám

(percentuálna zmena)



Zdroj: 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 s použitím výmenných kurzov z 13. septembra 2023.

## 5 Podmienky financovania a úvery

*Prenos sprísňovania menovej politiky ECB do celkových podmienok financovania zostáva stále výrazný. Náklady bánk na financovanie naďalej rásť, čo bolo odrazom ďalšieho zvyšovania úrokových sadzieb vkladov a pokračujúceho znižovania prebytočnej likvidity. Úrokové sadzby bankových úverov sa v júli 2023 ďalej zvyšovali a dosiahli najvyššiu úroveň od roku 2008 v prípade podnikov a od roku 2012 v prípade domácností. V období od 15. júna do 13. septembra 2023 sa zvýšili náklady nefinančných spoločností na financovanie dlhu prostredníctvom trhu a výraznejšie aj na financovanie prostredníctvom akcií. Poskytovanie bankových úverov podnikom a domácnostiam bolo v júli naďalej nevýrazné, z dôvodu vyšších úrokových sadzieb úverov, nižšieho dopytu po úveroch pre škrty v plánovaných výdavkoch, prísnejších úverových štandardov, ako aj značných nerozdelených ziskov. Menové agregáty sa do júla znižovali najrýchlejším ročným tempom v histórii, čo bolo spôsobené tlmeným rastom úverov a poklesom súvahy Eurosystemu.*

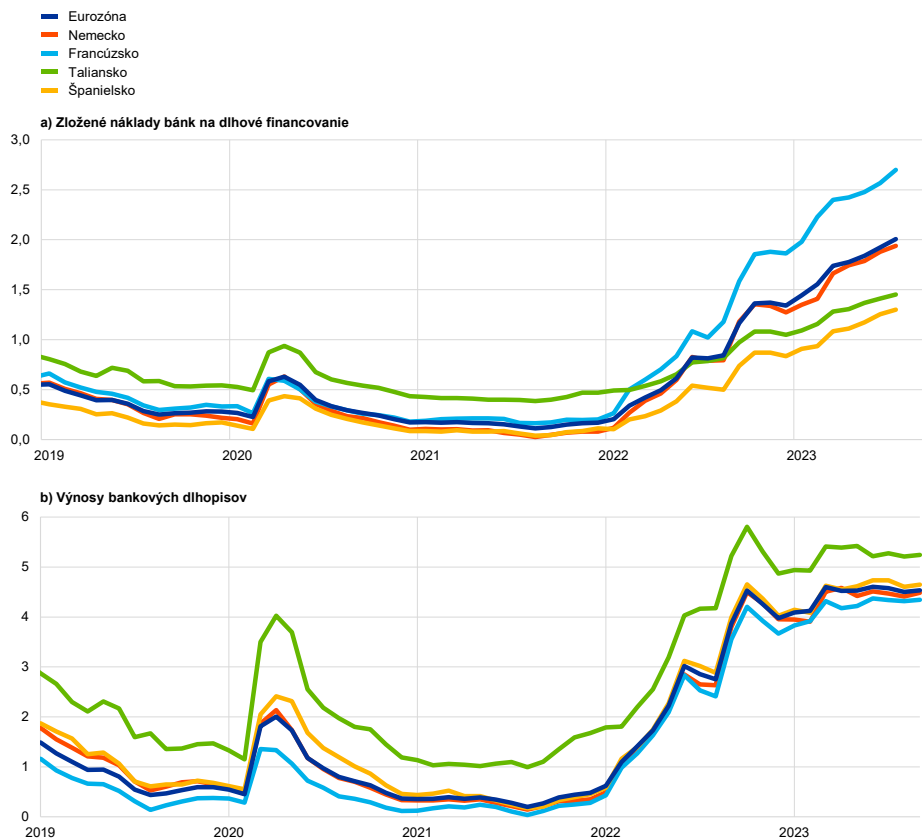
**Náklady bánk v eurozóne na financovanie naďalej rásť v dôsledku ďalšieho zvyšovania úrokových sadzieb vkladov.** Zložené náklady bánk v eurozóne na financovanie dlhu v júli 2023 ďalej rásť a dosiahli najvyššiu úroveň za viac ako desať rokov (graf 21, panel a). Tento nárast je predovšetkým odrazom vyšších úrokových sadzieb vkladov, keďže výnosy bankových dlhopisov zostali celkovo stabilné a pohybovali sa v súlade s bezrizikovými sadzbami pri dlhších splatnostiach (graf 21, panel b).<sup>12</sup> Úrokové sadzby vkladov naďalej stabilne rásť, hoci s určitými rozdielmi medzi jednotlivými nástrojmi a sektormi (napr. úrokové sadzby vkladov podnikov boli vyššie ako v prípade vkladov domácností). Vkladatelia reagovali na rozširujúci sa spread medzi úrokovými sadzbami na termínovaných vkladoch a úrokovými sadzbami na jednodňových vkladoch presunom svojich vkladov z jednodňových do termínovaných a do iných nástrojov s vyšším úročením. Prenos zvyšovania kľúčových úrokových sadzieb ECB do úrokových sadzieb vkladov sa v jednotlivých bankách výrazne líšil. V dôsledku toho dochádzalo k prerozdeleniu vkladov medzi bankami. Sporitelia presúvali vklady z bán ponúkajúcich menej atraktívne úročenie do bán, ktoré zvyšovali úrokové sadzby vkladov rýchlejším tempom. Emisie bankových dlhopisov, ktoré ponúkajú vyššie úrokové sadzby ako úrokové sadzby vkladov a kľúčové úrokové sadzby ECB, od septembra 2022 vzrástli. Tento nárast možno pripísať postupnému ukončovaniu cielených dlhodobejších refinančných operácií (TLTRO) a poklesu jednodňových vkladov. Pokračujúce ukončovanie operácií TLTRO, ktoré zároveň prispelo k zníženiu nadbytočnej likvidity v prostredí stále dostatočnej likvidity, viedlo k tomu, že banky sa začali viac spoliehať na dlhové cenné papiere a nástroje peňažného trhu a tiež aktívnejšie súťažiť o vklady.

<sup>12</sup> Ak by sa do výpočtu zložených nákladov na financovanie bán zahrnulo aj zvýšenie nákladov na medzibankové úvery, náklady na financovanie by od začiatku cyklu zvyšovania úrokových sadzieb celkovo rástli ešte prudšie, hoci by začínali z nižšej úrovne.

## Graf 21

### Zložené úrokové sadzby bankového financovania vo vybraných krajinách eurozóny

(v % za rok)



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

Poznámka: Zložené úrokové sadzby bankového financovania predstavujú vážené priemery zložených nákladov na vklady a financovanie dlhu 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 sú z júla 2023 v prípade zložených nákladov na dlhové financovanie bánk a z 13. septembra 2023 v prípade výnosov bankových dlhopisov.

**Bankové súvahy zostávajú celkovo robustné aj napriek zhoršujúcemu sa hospodárskemu prostrediu.** V prvých mesiacoch roka 2023 banky pokračovali vo zvyšovaní svojej kapitalizácie napriek väčším výplacným záväzkom (box 7), pričom posledný záťažový test potvrdil schopnosť bánk v eurozóne vyrovnáť sa s finančnými a hospodárskymi šokmi v nepriaznivom scenári. Dobře kapitalizovaný bankový systém je kľúčom k zabezpečeniu udržateľného poskytovania úverov do reálnej ekonomiky za primeraných podmienok. Napriek rastúcim nákladom na financovanie bánk a nižším objemom úverov ziskovosť bánk začiatkom roka 2023 ťažila z vyšších čistých úrokových marží. V prostredí slabších hospodárskych vyhládok sa zároveň mierne zvýšil pomer nesplácaných úverov bánk, kým náklady na tvorbu opravných položiek zostali nízke.

**Úverové sadzby sa zvyšovali rýchlejšie ako v predchádzajúcich cykloch zvyšovania, čo bolo najmä odrazom rýchlejšieho tempa zvyšovania úrokových sadzieb menovej politiky.** Menovopolitické sadzby ECB sa v krátkom časovom období výrazne zvýšili, konkrétne od júla 2022 do 13. septembra 2023 celkovo o 425 bázických bodov. Tieto vyššie menovopolitické sadzby ECB sa prenášajú do

podmienok poskytovania bankových úverov, pričom úrokové sadzby úverov rastú a úverové štandardy sa prudko sprísňujú. Rast úrokových sadzieb úverov je výraznejší v prípade podnikov než v prípade domácností v rámci rôznych krajín (graf 22) aj období fixácie úrokových sadzieb. Bankové sadzby nových úverov nefinančným spoločnostiam sa v júli zvýšili na 4,93 %, čo je najvyššia úroveň od konca roka 2008. Pre porovnanie, v júni 2023 to bolo 4,78 %, kým predtým, ako ECB začala zvyšovať svoje kľúčové úrokové sadzby, boli v júni 2022 na úrovni 1,83 %. Toto zvýšenie úrokových sadzieb úverov bolo plošné, pričom k najväčšiemu nárastu došlo pri úveroch s fixáciou úrokových sadzieb na viac ako jeden rok, pričom medzi jednotlivými krajinami boli určité rozdiely. Spread medzi bankovými sadzbami malých a veľkých úverov pre podniky v eurozóne sa v júli mierne zvýšil (na 48 základných bodov), hoci z historického hľadiska zostal stabilný na nízkej úrovni a s určitými rozdielmi medzi jednotlivými krajinami eurozóny. V júli sa zvýšili aj bankové sadzby nových úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľnosti na bývanie, ktoré dosiahli 3,75 % – čo je najvyššia úroveň od januára 2012 – v porovnaní s 1,97 % v júni 2022 a 3,70 % v júni 2023. Júlový nárast bol spôsobený vyššími sadzbami hypoték s pevnou úrokovou sadzbou a najmä hypoték s flexibilnou úrokovou sadzbou, s určitými rozdielmi medzi jednotlivými krajinami. Podľa výsledkov [prieskumu spotrebiteľských očakávaní](#) ECB z júla 2023 spotrebiteľia očakávajú, že sadzby hypoték sa v nasledujúcich 12 mesiacoch stabilizujú mierne nad súčasnou úrovňou, pravdepodobne reflektujúc pokročilú fázu cyklu menovopolitického sprísňovania. Veľké čisté percento respondentov prieskumu vnímalo úverové štandardy ako prísne a očakávalo, že v rovnakom období bude ťažšie získať úvery na bývanie.

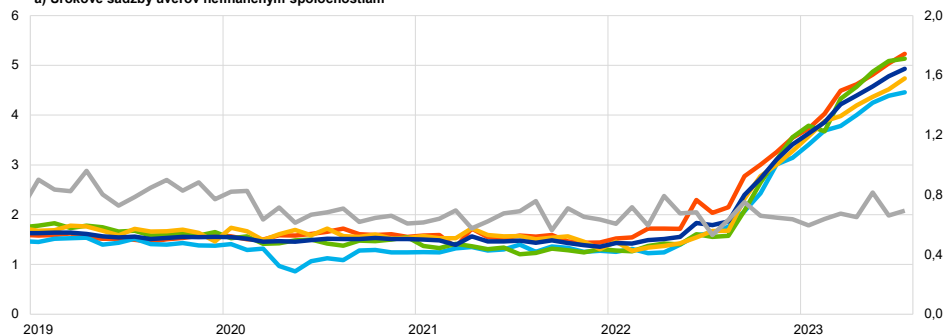
## Graf 22

### Zložené úrokové sadzby bankových úverov nefinančným spoločnostiam a domácnostiam vo vybraných krajinách

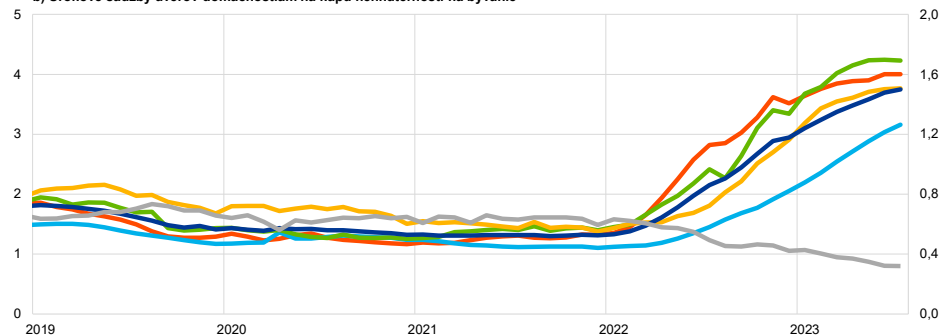
(v % za rok; štandardná odchýlka)

■ Eurozóna  
■ Nemecko  
■ Francúzsko  
■ Taliansko  
■ Španielsko  
— Štandardná odchýlka medzi krajinami (pravá os)

a) Úrokové sadzby úverov nefinančným spoločnostiam



b) Úrokové sadzby úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie



Zdroj: ECB.

Poznámka: Zložené úrokové sadzby bankových úverov pre nefinančné spoločnosti sa počítajú agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb na základe 24-mesačného kľzavého priemeru objemu nových obchodov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú z júla 2023.

### Náklady nefinančných spoločností na financovanie dlhu prostredníctvom trhu a výraznejšie aj na financovanie prostredníctvom akcií sa od 15. júna do 13. septembra 2023 zvýšili.

V júli 2023 celkové náklady nefinančných spoločností na financovanie – teda zložené náklady na bankové úvery, na financovanie dlhu prostredníctvom trhu a na financovanie prostredníctvom akcií – predstavovali 6,2 %, takže oproti predchádzajúcemu mesiacu sa prakticky nezmenili (graf 23).<sup>13</sup> Vyplývalo to zo skutočnosti, že zvýšenie nákladov na krátkodobé aj dlhodobé bankové úvery bolo kompenzované poklesom nákladov na financovanie prostredníctvom akcií aj na financovanie dlhu prostredníctvom trhu v období od konca júna do konca júla. Celkové náklady na financovanie preto v júli zostali blízko zvýšených úrovní zaznamenaných v septembri 2022 a predtým aj na konci roka 2011.<sup>14</sup> Počas sledovaného obdobia (teda do 13. septembra 2023) rástli náklady na

<sup>13</sup> Vzhľadom na oneskorenie dostupných údajov o nákladoch na bankové úvery sú údaje o celkových nákladoch na financovanie nefinančných spoločností k dispozícii len do júla 2023.

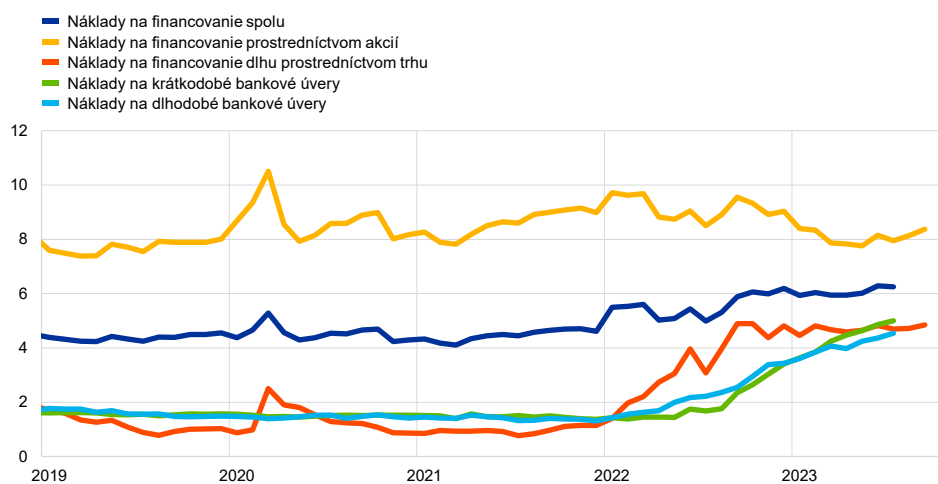
<sup>14</sup> Bližšie informácie o tom, ako náklady na financovanie ovplyvňujú investície podnikov v eurozóne zamerané na znižovanie rizík spôsobených prírodnými katastrofami alebo plnenie prisnejších klimatických noriem, sú v boxe 5 v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

financovanie dlhu prostredníctvom trhu aj na financovanie prostredníctvom akcií. Nárast nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu bol výsledkom vyšších bezrizikových sadzieb a mierneho rozšírenia spreadov dlhopisov vydaných nefinančnými spoločnosťami v segmente s vysokým výnosom (časť 4). Zvýšenie bezrizikovej sadzby (aproximovanej na základe desaťročnej jednoduchovej indexovej swapovej sadzby) v kombinácii so zvyšujúcou sa rizikovou prémieou akcií viedlo počas sledovaného obdobia k podstatnému zvýšeniu nákladov na financovanie prostredníctvom akcií.

### Graf 23

#### Nominálne náklady na vonkajšie financovanie nefinančných spoločností eurozóny podľa zložiek

(v % za rok)



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

Poznámka: Celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností vychádzajú z mesačných údajov a vypočítavajú sa ako vážený priemer nákladov na bankové úvery (priemerné mesačné údaje), nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu a nákladov na financovanie prostredníctvom akcií (údaje ku koncu mesiaca), a to na základe ich príslušných nesplatených objemov. Posledné údaje sú z 13. septembra 2023 v prípade nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu a nákladov na financovanie prostredníctvom akcií (denné údaje) a z júla 2023 v prípade celkových nákladov na financovanie a nákladov na bankové úvery (mesačné údaje).

**Bankové úvery podnikom a domácnostiam zostali aj v júli slabé v dôsledku vyšších úrokových sadzieb úverov, nižšieho dopytu po úveroch a prísnejších úverových štandardov.** Ročná miera rastu úverov nefinančným spoločnostiam v júli klesla na 2,2 % z júnových 3,0 % a naďalej ju podporovali bázické efekty (graf 24, panel a). Toto spomalenie bolo zaznamenané v najväčších ekonomikách eurozóny, s určitými rozdielmi medzi jednotlivými krajinami, a odrážalo výrazný pokles dopytu po úveroch, čiastočne spôsobený vyššími úrokovými sadzbami úverov a súvisiacimi škrtmi vo výdavkových plánoch, ako aj ďalším sprísňovaním úverových štandardov. Mesačné toky úverov nefinančným spoločnostiam sú od novembra 2022 takmer nulové a pre domácnosti sú od mája 2023 záporné. Ročná miera rastu úverov domácnostiam klesla z 1,7 % v júni na 1,3 % v júli (graf 24, panel b) v kontexte negatívnych vyhládok trhu s nehnuteľnosťami na bývanie, ďalšieho sprísňovania úverových štandardov bánk a vyšších úrokových sadzieb úverov. Tento pokles bol spôsobený všetkými zložkami, konkrétne úvermi na bývanie, spotrebiteľskými úvermi a úvermi pre samostatne zárobkovo činné osoby (t. j. malé podniky nezapísané do obchodného registra). Čisté mesačné toky úverov domácnostiam boli už tretí mesiac

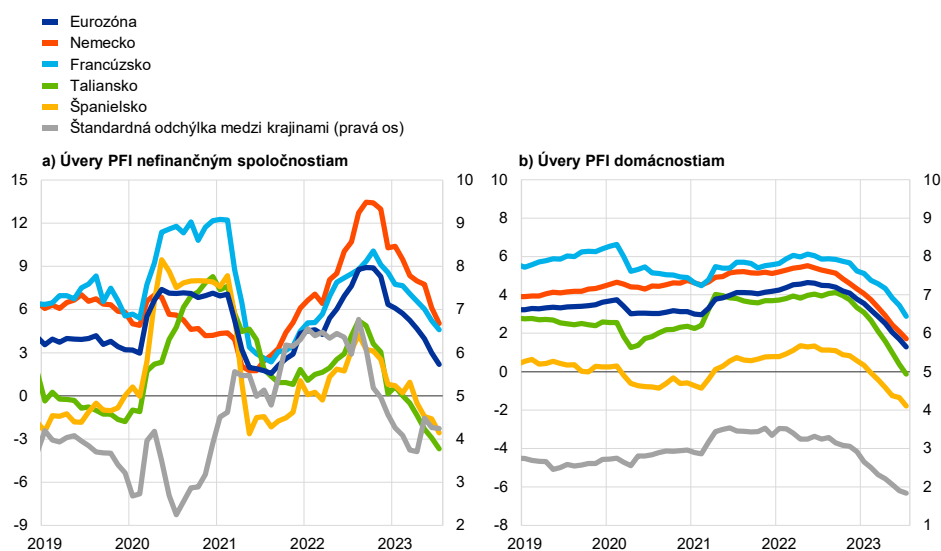


po sebe záporné, v dôsledku čoho sa krátkodobá trojmesačná anualizovaná miera rastu znížila na  $-0,8\%$ , čo je najnižšia úroveň od zriadenia eurozóny.

## Graf 24

### Úvery PFI vo vybraných krajinách eurozóny

(ročná percentuálna zmena; štandardná odchýlka)



Zdroj: ECB.

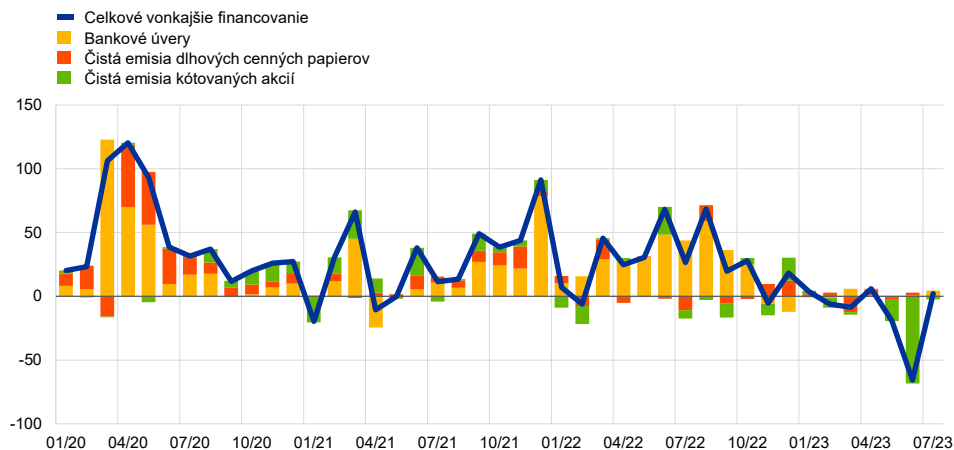
Poznámka: Úvery poskytované peňažnými finančnými inštitúciami (PFI) sú očistené od predaja a sekuritizácie úverov. V prípade nefinančných spoločností sú úvery očistené aj od účelovo vytváraných spoločných účtov (cash pooling). Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú z júla 2023.

### Rast čistého financovania podnikov v eurozóne z vonkajších zdrojov sa v druhom štvrtroku 2023 ďalej spomalil a v júli sa takmer zastavil, a to v dôsledku, okrem iného, nižších potrieb financovania podnikov.

Ročná miera rastu čistého vonkajšieho financovania sa znížila z  $1,8\%$  v apríli 2023 na  $0,3\%$  v júli 2023 (graf 25). Počas tohto obdobia boli úverové toky takmer nulové, čo odrážalo nižšie potreby financovania podnikov vzhľadom na slabnúcu hospodársku aktivitu, značné nerozdelené zisky, pokračujúci rast úrokových sadzieb úverov a sprísňovanie bankových úverových štandardov. Čistá emisia dlhových cenných papierov tiež stagnovala v dôsledku konzistentnej úrovne hrubej emisie a splácania v podobnom rozsahu. Čistá emisia kótovaných akcií bola nevýrazná a v máji a júni bola dokonca záporná, v dôsledku jednorazových faktorov (napr. jedna nadnárodná spoločnosť spätne odkúpila akcie a iná veľká spoločnosť bola znárodnená). Vo všeobecnosti je aktivita z hľadiska počiatkových verejných ponúk či fúzií a akvizícií od roku 2022 nízka.

**Graf 25****Čisté toky vonkajšieho financovania nefinančných spoločností v eurozóne**

(mesačné toky; v mld. EUR)



Zdroj: ECB, Eurostat, Dealogic a výpočty ECB.

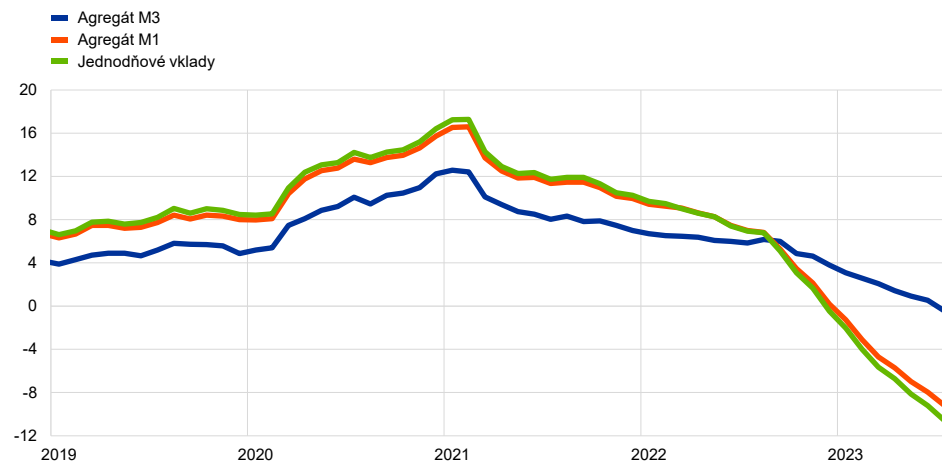
Poznámka: Čisté vonkajšie financovanie nefinančných spoločností je súčtom bankových úverov (úvery od peňažných finančných inštitúcií (PFI)), čistej emisie dlhových cenných papierov a čistej emisie kótovaných akcií. Úvery PFI sú očistené od predaja úverov, sekuritizácie a účelovo vytváraných spoločných účtov (cash pooling). Posledné údaje sú z júla 2023.

**Jednodňové vklady sa v júli ďalej znižovali v dôsledku presunu finančných prostriedkov do nástrojov s vyšším úročením.** Po júnovom medziročnom poklese o 9,2 % sa tempo rastu jednodňových vkladov v júli ďalej znižovalo, až ich ročná miera rastu klesla na -10,5 %, čo je najväčší pokles zaznamenaný od začiatku hospodárskej a menovej únie (HMÚ) v roku 1999 (graf 26). Kým úrokové sadzby rastú, spread medzi termínovanými a jednodňovými vkladmi sa ďalej rozširuje, čím sa zvyšujú oportunitné náklady na držbu likvidných aktív a podporuje sa pokračujúci presun finančných prostriedkov z jednodňových do termínovaných vkladov. Vyplýva to zo skutočnosti, že úrokové sadzby jednodňových vkladov sa zmenám úrokových sadzieb menovej politiky prispôsobujú pomalšie ako úrokové sadzby termínovaných vkladov. Tento široký spread poskytuje silný stimul pre domácnosti a podniky, aby presunuli prostriedky z jednodňových vkladov a vkladov splatných na požiadanie do termínovaných vkladov. Tento presun mimoriadnych objemov možno vysvetliť tým, že menovopolitické sprísňovanie ECB bolo rýchlejšie ako v predchádzajúcich cykloch sprísňovania.

## Graf 26

### Agregáty M3 a M1 a jednodňové vklady

(ročná miera rastu, očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z júla 2023.

#### **Menové agregáty sa do júla 2023 znižovali najrýchlejším ročným tempom v histórii, čo bolo spôsobené tlmeným rastom úverov a poklesom súvahy Eurosystemu.**

Rast užšieho menového agregátu eurozóny (M1) sa spomalil o 8,0 % v júni a 9,2 % v júli, čo predstavuje najväčší pokles v celej jeho histórii. Ročný rast širšieho menového agregátu M3 v eurozóne prvýkrát od februára 2010 skĺzol do záporného pásma, keď klesol z júnových 0,6 % na -0,4 % v júli (graf 26), čo je najnižšia hodnota od začiatku HMÚ. Tento výrazný pokles ročnej miery rastu agregátu M3 bol dôsledkom veľkého mesačného odlevu a bázických efektov. Pretrvávajúce mesačné odlevy odrážali niekoľko faktorov. Po prvé, príspevok úverov domácnostiam a podnikom k menovej dynamike klesol v posledných mesiacoch na nulu. Po druhé, ukončenie reinvestovania istiny zo splatených cenných papierov v rámci programu nákupu aktív v júli 2023 viedlo k zníženiu portfólia aktív Eurosystemu, čím sa odčerpala likvidita z finančného systému. K udržaniu záporného rastu agregátu M3 prispelo aj nahrádzanie dlhodobých dlhopisov za vklady v rámci bankového financovania. Peňažný prílev zo zvyšku sveta však zatiaľ do určitej miery zmiernil negatívny vplyv ostatných zložiek. Tento prílev odráža uprednostňovanie cenných papierov eurozóny zahraničnými investormi vzhľadom na ich relatívne atraktívne výnosy a súčasnú stabilnú úroveň spoľahlivosti. Bez tohto impulzu zo strany zahraničných investorov by sa menová dynamika eurozóny dostala ešte hlbšie do záporného pásma.

## 6 Fiškálny vývoj

*Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2023 sa rozpočtové saldo verejnej správy eurozóny v rokoch 2023 a 2024 mierne zlepší, kým v roku 2025 sa trocha zhorší. Predpokladá sa, že fiškálna pozícia eurozóny bude v roku 2023 celkovo neutrálna, v roku 2024 sa výrazne sprísni a v roku 2025 bude opäť celkovo neutrálna. Kumulatívne dôjde počas sledovaného obdobia k určitému sprísneniu fiškálnej politiky. Predpokladá sa, že pomer dlhu k HDP v eurozóne klesne, z 91 % v roku 2022 približne na 88 % v roku 2025, no zostane výrazne nad predpandemickými úrovňami. Po odznení energetického šoku by vlády mali ďalej urýchlene a koordinovane rušiť súvisiace podporné opatrenia, aby sa zabránilo zvyšovaniu strednodobých inflačných tlakov, čo by si inak vyžiadalo ešte výraznejšiu reakciu menovej politiky. Fiškálne politiky by mali byť navrhnuté tak, aby zvýšili produktivitu ekonomiky eurozóny a postupne znižovali vysoký verejný dlh. ECB vo svojom stanovisku zverejnenom 5. júla 2023 naliehavo vyzvala zákonodarcov Európskej únie (EÚ), aby dospeli k dohode o reforme rámca správy hospodárskych záležitostí EÚ čo najskôr, najneskôr však do konca roka 2023.*

**Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2023 sa rozpočtové saldo verejnej správy eurozóny v rokoch 2023 a 2024 mierne zlepší, no v roku 2025 sa čiastočne zhorší.**<sup>15</sup> Konkrétne sa rozpočtový deficit eurozóny podľa projekcií v roku 2023 a 2024 zníži na 3,2 % a 2,8 % HDP a potom

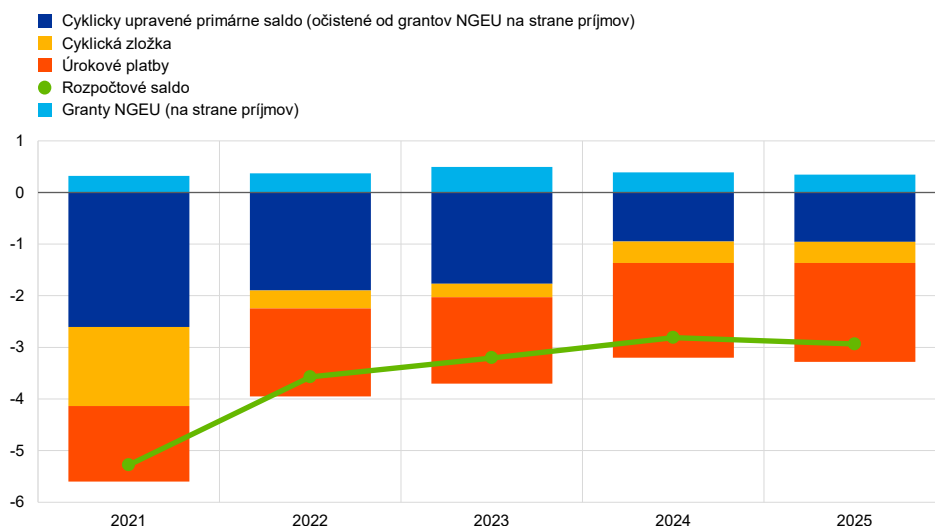
v roku 2025 stúpne na 2,9 % HDP (graf 27). Pokles v prvej časti sledovaného obdobia je spôsobený očakávaniami nižšieho cyklicky upraveného primárneho deficitu, pričom cyklická zložka by mala zostať vo všeobecnosti stabilná. Predpokladá sa, že úrokové platby sa počas sledovaného obdobia mierne zvýšia. Pokles cyklicky upraveného primárneho deficitu je ovplyvnený pokračujúcim znižovaním opatrení fiškálnej podpory, ktoré vlády zaviedli v reakcii na energetický šok a vysokú infláciu. V súčasnosti sa odhaduje, že na úrovni eurozóny tieto opatrenia v roku 2023 dosiahnu výšku 1,4 % HDP, v roku 2024 výrazne klesnú na 0,4 % HDP a v roku 2025 približne na 0,2 % HDP.

<sup>15</sup> Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – september 2023, zverejnené 14. septembra 2023 na internetovej stránke ECB.

## Graf 27

### Rozpočtové saldo a jeho zložky

(v % HDP)



Zdroj: Výpočty ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, september 2023.

Poznámka: NGEU je skratka nástroja Next Generation EU. Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy všetkých 20 krajín eurozóny (vrátane Chorvátska).

**Predpokladá sa, že fiškálna pozícia eurozóny bude v roku 2023 celkovo neutrálna, v roku 2024 sa výrazne sprísni a v roku 2025 bude opäť celkovo neutrálna.**<sup>16</sup> Ročná zmena fiškálnej podpory, očistená od grantov poskytnutých krajinám v rámci nástroja Next Generation EU (NGEU), poukazuje na kumulatívne sprísnenie fiškálnych politík v eurozóne počas prognózovaného obdobia. K tomuto sprísneniu by malo dôjsť hlavne v roku 2024, keď sa očakáva postupné ukončenie približne 75 % fiškálnej podpory súvisiacej s cenami energií a infláciou, ktorú zaviedli vlády krajín eurozóny. V roku 2025 by mala byť fiškálna pozícia neutrálna, keďže ďalšie znižovanie opatrení v oblasti energetiky je čiastočne kompenzované vyššími investíciami podporovanými nástrojmi NGEU a zvýšenými výdavkami na obranu. Kumulatívne sprísnenie fiškálnych politík počas sledovaného obdobia pritom nie je poháňané priemernými mzdami a dôchodkami vo verejnom sektore, ktorých rast bude podľa prognóz v rokoch 2024 a 2025 vyšší než inflácia, keď celkové výdavky na tieto položky rastú na úrovni nominálneho potenciálneho rastu alebo nad ňou.

**Pomer verejného dlhu eurozóny k HDP zostane podľa projekcií nad predpandemickou úrovňou, v roku 2023 klesne na 89 % HDP a v rokoch 2024 a 2025 sa vo všeobecnosti stabilizuje.** Pomer dlhu sa v roku 2020 zvýšil zhruba o 13 percentuálnych bodov približne na 97 %. Očakáva sa, že v roku 2023 klesne približne na 89 % HDP a potom v rokoch 2024 a 2025 dôjde len k marginálnemu poklesu. Vývoj v rokoch 2024 a 2025 odráža aj očakávané výrazné zníženie

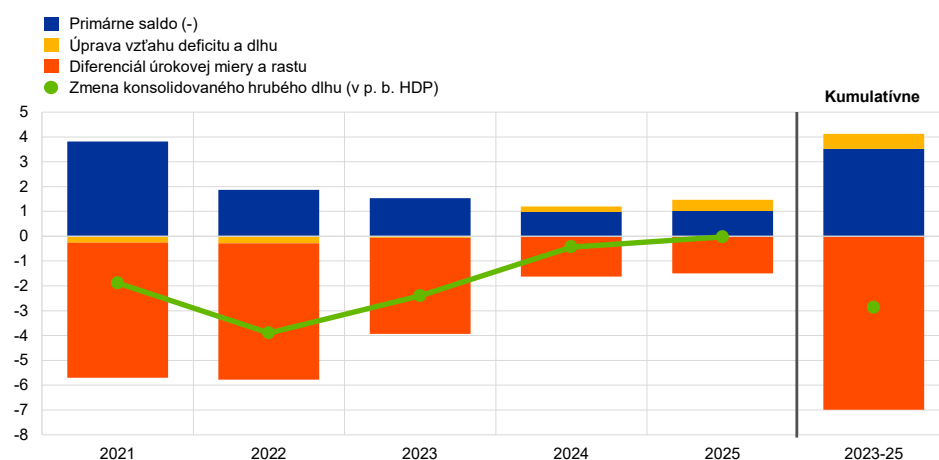
<sup>16</sup> Fiškálna pozícia odráža smerovanie a veľkosť stimulov fiškálnej politiky do ekonomiky nad rámec automatickej reakcie verejných financií na hospodársky cyklus. Meria sa tu ako zmena pomeru cyklicky upraveného primárneho salda bez vládnej podpory finančnému sektoru. Vzhľadom na to, že vyššie rozpočtové príjmy v súvislosti s grantmi nástroja NGEU z rozpočtu EÚ nemajú znižujúci účinok na dopyt, v tomto kontexte sa cyklicky upravené primárne saldo očisťuje od týchto príjmov. Viac informácií o fiškálnej pozícii eurozóny je v článku s názvom [The euro area fiscal stance](#), *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

záporných diferenciálov medzi úrokovými sadzbami a nominálnym rastom HDP oproti tým, ktoré sa zaznamenali v rokoch 2021 až 2023 (graf 28). Okrem toho sa predpokladá, že primárne deficity aj pozitívne úpravy vzťahu deficitu a dlhu vyvolajú tlak na zvyšovanie úrovne dlhu. Preto sa očakáva, že napriek poklesu o viac ako 3 percentuálne body v rokoch 2023 až 2025 zostane agregovaný pomer dlhu eurozóny na konci sledovaného obdobia takmer o 5 percentuálnych bodov nad predpandemickou úrovňou.

### Graf 28

#### Faktory zmeny dlhu verejnej správy eurozóny

(v % HDP, ak nie je uvedené inak)



Zdroj: Výpočty ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, september 2023.

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

**Rozpočtové saldo eurozóny na rok 2023 sa v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2023 nerevidovalo, no na roky 2024 a 2025 aktuálne vykazuje o niečo menšie zlepšenie oproti predchádzajúcim očakávaniam.** Táto revízia nadol na roky 2024 a 2025 je odvozená najmä z predpokladaných zmien primárneho salda vyplývajúcich z vyšších primárnych výdavkov, než sa pôvodne prognózovalo, vrátane vyšších výdavkov na dávky v nezamestnanosti, keďže sa očakáva slabšia aktivita. V cyklicky upravenom vyjadrení sa predpokladá, že revízie v priebehu celého sledovaného obdobia budú zanedbateľné.

**Keď energetický šok pomíne, vlády by mali urýchlene a koordinovane zrušiť súvisiace podporné opatrenia.** Tým sa predíde zvýšeniu strednodobých inflačných tlakov, ktoré by si inak vyžiadali ešte silnejšiu reakciu menovej politiky. Fiškálne politiky by mali byť navrhnuté tak, aby zvýšili produktivitu ekonomiky eurozóny a postupne znižovali vysoký verejný dlh. To možno najlepšie dosiahnuť v spoľahlivom rámci EÚ pre koordináciu a kontrolu hospodárskych a fiškálnych politík. Ako bolo uvedené v [stanovisku ECB](#) z 5. júla 2023, ECB víta návrhy Komisie týkajúce sa reformy rámca správy hospodárskych záležitostí EÚ a predkladá niekoľko konkrétnych technických pripomienok a návrhov s cieľom ešte viac posilniť nový rámec a zabezpečiť jeho lepšiu transparentnosť a predvídateľnosť. ECB predovšetkým naliehavo vyzýva zákonodarcov EÚ, aby dospeli k dohode o reforme rámca správy hospodárskych záležitostí čo najskôr, najneskôr však do konca roka

2023. Keďže všeobecná úniková doložka obsiahnutá v Pakte stability a rastu sa dovedy deaktivuje, takáto dohoda bude rozhodujúca pre ukotvenie očakávaní týkajúcich sa udržateľnosti dlhovej služby a udržateľného a inkluzívneho rastu. Ak by sa nepodarilo rýchlo dohodnúť a zaviesť dôveryhodný, transparentný a predvídateľný fiškálny rámec, mohlo by to viesť k neistote a neprímeranému oneskoreniu potrebnej fiškálnej úpravy a impulzov pre reformy a investície.

# Boxy

## 1 Riziká pre globálne ceny potravinových komodít spôsobené javom El Niño

Jakob Feveile Adolfsen a Marie-Sophie Lappe

**Koniec roka 2023 so sebou takmer určite prinesie jav El Niño, z čoho vyplývajú riziká pre globálne ceny potravinových komodít.** V júni americký Národný úrad pre oceán a atmosféru (NOAA) oznámil, že sa vytvorili podmienky pre vznik javu El Niño a jeho epizóda sa pravdepodobne vyvinie koncom tohto roka. El Niño sa definuje ako udalosť nastávajúca vtedy, keď trojmesačný kĺzavý priemer teploty povrchových vrstiev oceánu v stredovýchodnom tropickom pásme Tichého oceánu zostane počas piatich po sebe idúcich, prekrývajúcich sa trojmesačných období najmenej 0,5 °C nad 30-ročným priemerom.<sup>1</sup> Najnovšia predpoveď počasia poukazuje na 99 % pravdepodobnosť, že sa epizóda El Niño vyskytne v poslednom štvrtroku 2023, a na 66 % pravdepodobnosť, že bude silná – s teplotnou odchýlkou najmenej 1,0 °C nad hraničnou hodnotou 0,5 stupňa definujúcou jav El Niño (graf A).<sup>2</sup> Tohtoročná epizóda El Niño znamená zmenu oproti predchádzajúcim trom rokmi, v ktorých dominoval chladnejší náprotivok – La Niña.<sup>3</sup> Jav El Niño pravdepodobne ovplyvní rovníkové a globálne dodávky potravín a ich ceny, pretože vplyva na vývoj počasia na celom svete. Tento box sa zaoberá pravdepodobnými účinkami javu El Niño na globálne potravinové komodity a skúma riziká pre ceny potravinových komodít v prípade, že nastane silná epizóda El Niño. Zatiaľ čo tento box sa zameriava najmä na vplyv silnej epizódy El Niño, ktorá by mohla znásobiť účinky na ceny potravinových komodít v budúcom roku, z rôznych štúdií vyplýva, že výskyt akýchkoľvek podmienok javu El Niño môže ovplyvniť globálne potravinové komodity, a to bez ohľadu na jeho intenzitu.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Podľa definície úradu NOAA jav El Niño predstavuje teplú fázu oscilácie v rovníkovom Tichom oceáne (tiež nazývanú El Niño – južná oscilácia). V neutrálnej fáze oscilácie tlačia pasáty (t. j. stále vetry, ktoré fúkajú z východu na západ okolo rovníka) teplú vodu z Južnej Ameriky do Ázie, kde sa ľahšie odparuje. Vedie to k výstupu hlbinného prúdu studenej vody na povrch oceánu, ktorá nahrádza teplú vodu. Počas javu El Niño sa pasáty spomaľujú a teplá voda sa tlačí späť do oblasti Južnej Ameriky, čo spôsobuje oslabenie alebo dokonca zastavenie procesu výstupu hlbinného prúdu.

<sup>2</sup> Z 23 epizód javu El Niño od roku 1950 bolo silných 8 epizód.

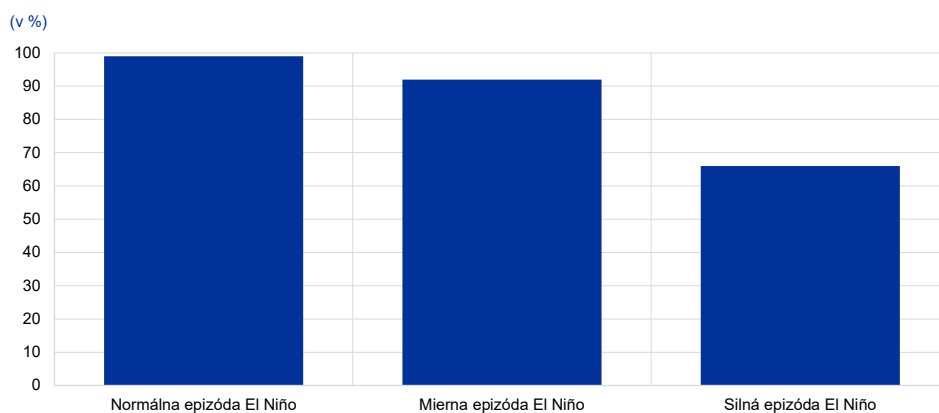
<sup>3</sup> Definícia javu La Niña je podobná definícii javu El Niño, pričom dochádza k negatívnym anomáliám v teplote povrchovej vrstvy oceánu. Fázu javu La Niña spôsobujú pasáty, ktoré sú silnejšie ako obvykle, čo zosilňuje proces výstupu hlbinného prúdu vody.

<sup>4</sup> Tento box sa zameriava na medzinárodné ceny potravinových komodít, nie na spotrebiteľské ceny potravín v eurozóne, kde sa očakávajú menšie účinky. Peersman (2022) uvádza, že zmeny v medzinárodných cenách potravinových komodít stoja takmer za 30 % volatility inflácie v eurozóne v strednodobom horizonte. Peersman, G.: [International Food Commodity Prices and Missing \(Dis\)Inflation in the Euro Area](#), *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 104, No 1, 2022, s. 85-100. Dotácie poskytované domácim výrobcami prostredníctvom spoločnej poľnohospodárskej politiky EÚ čiastočne zmierňujú účinky zmien v medzinárodných cenách potravinových komodít na spotrebiteľské ceny potravín v eurozóne. Viac napríklad vo Ferrucci, G., Jiménez-Rodríguez, R. a Onorante, L.: [Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-linearities and the Role of the Common Agricultural Policy](#), *International Journal of Central Banking*, Vol. 8, No 1, 2012, s. 179-217.



## Graf A

### Pravdepodobnosť výskytu El Niño v poslednom štvrtroku 2023



Zdroj: NOAA.

Poznámka: Úrad NOAA definuje normálnu fázu El Niño ako zvýšenie teploty povrchu oceánu aspoň o 0,5 °C nad dlhodobým priemerom. „Mierná fáza El Niño“ sa definuje ako zvýšenie teploty nad dlhodobým priemerom najmenej o 1,0 °C a „silná fáza El Niño“ aspoň o 1,5 °C. Posledné údaje sú z 10. augusta 2023.

**Komplexné poveternostné účinky vyplývajúce z javu El Niño môžu ovplyvniť úrodu potravinových plodín na celom svete, najmä okolo rovníka.** Jav El Niño sa spája s častejším výskytom extrémnych výkyvov počasia. Tieto výkyvy sa výrazne líšia v závislosti od regiónu. Napríklad, jav El Niño zvyčajne vedie k vlnám horúčav so silnými dažďami v Južnej Amerike a južných častiach Spojených štátov a naopak k suchám na severe Spojených štátov. Komplexnosť výsledného klimatického vývoja vedie k rozdielnemu vplyvu javu El Niño na výnosy plodín, a to v závislosti od druhu plodín, vegetačných období či príslušného regiónu. Účinky na výnosy plodín sa môžu líšiť aj v závislosti od rôznych cyklov javu El Niño. Odhady historických účinkov javu El Niño na výnosy plodín ukazujú, ako sa tento vplyv líši medzi jednotlivými druhmi plodín, a to aj v rámci tej istej krajiny. Zdá sa, že kým po epizóde El Niño nasleduje v Spojených štátoch väčšia úroda sójových bôbov, účinky na výnosy pšenice a kukurice sú zvyčajne negatívne.<sup>5</sup> Zatiaľ čo má El Niño historicky pozitívne účinky na výnosy sójových bôbov v Spojených štátoch a Južnej Amerike, naopak v Ázii zvykne výnosy tejto plodiny znižovať.<sup>6</sup> Vzhľadom na tieto komplexné účinky je náročné predpovedať dôsledky javu El Niño na globálne ceny potravinových komodít. K ešte väčšej nejasnosti, pokiaľ ide o cenové dôsledky, vedie substitúcia potravinových komodít. Poľnohospodári do určitej miery vnímajú sójové bôby a kukuricu ako vzájomné náhrady a v závislosti od aktuálnych cien futures príležitostne prechádzajú od jednej plodiny k druhej. To znamená, že potenciálne zníženie výnosov kukurice by sa mohlo preniesť do cien sójových bôbov a vplyv na ceny kukurice by zároveň mohol byť týmto substitučným účinkom čiastočne tlmený. Epizódy El Niño v rokoch 1982 – 1983 navyše spôsobili pokles populácie rýb v Ázii a Austrálii, čo viedlo k substitúcii dopytu po rybách dopytom po

<sup>5</sup> Úroda sóje v Spojených štátoch ťažila najmä z priaznivých pestovateľských podmienok zaznamenaných počas leta na stredozápade krajiny, zatiaľ čo úrodu v Ázii poškodili vlny horúčav a sucha. Úrodu kukurice v Spojených štátoch negatívne ovplyvnilo predovšetkým sucha v juhovýchodných štátoch, ktoré je zvyčajne dôsledkom javu El Niño.

<sup>6</sup> Podľa Iizumi, T., Luo, J. J., Challinor, A. J., Sakurai, G., Yokozawa, M., Sakuma, H., Brown, M. E. a Yamagata, T.: *Impacts of El Niño Southern Oscillation on the global yields of major crops*, *Nature Communications*, 5, No 3712, 2014.

sójových bôboch ako krmive pre zvieratá.<sup>7</sup> Vzhľadom na túto komplexnosť a skutočnosť, že výnosy plodín sú jedným z mnohých faktorov, ktoré ovplyvňujú globálne ceny potravinových komodít, bolo by zavádzajúce priamo extrapolovať účinky výnosov plodín na cenové dôsledky.

**Historické analýzy naznačujú, že normálna epizóda El Niño zvyšuje globálne ceny potravinových komodít.** Účinok javu El Niño na globálne ceny potravinových komodít sa skúma v rôznych štúdiách. Brenner (2002) zistil, že oscilácia javu El Niño má takmer 20 % podiel na zmenách inflácie globálnych cien komodít od roku 1963 a že normálna epizóda El Niño zvykne zvyšovať reálnu infláciu cien komodít približne o 3 % počas 6 – 12 mesiacov po jej vzniku a najväčší príspevok majú potravinové komodity.<sup>8</sup> Cashin a kol. (2017) dokumentuje rozdiely v účinku šokov spôsobených javom El Niño na hospodársku aktivitu v rôznych krajinách od roku 1972, pričom väčšina krajín čelí nárastu cien neenergetických komodít.<sup>9</sup> Celkovo dospeli k záveru, že jav El Niño zvyšuje globálne ceny neenergetických komodít o 5 % a že tento vplyv trvá 6 – 16 mesiacov.<sup>10</sup> Ďalšie zistenia naznačujú, že inflácia výraznejšie reaguje na epizódu El Niño v krajinách s vyššou váhou potravín v rámci indexu inflácie. Tieto štúdie naznačujú, že epizóda El Niño akejkol'vek sily má významné účinky na ceny potravinových komodít a že ceny vo všeobecnosti zvyšuje.

**Globálne ceny potravinových komodít by sa mohli zvýšiť až o 9 %, ak sa súčasné podmienky javu El Niño rozvinú do silnej epizódy.** Hoci sa už podmienky pre vznik javu El Niño vytvorili a je takmer isté, že rok 2023 bude vyhlásený za rok javu El Niño, sila epizódy El Niño ešte nie je istá.<sup>11</sup> Historické odhady, v ktorých sa abstrahuje od vývoja globálneho hospodárskeho cyklu a vývoja cien hnojív a energií, naznačujú, že nárast teploty povrchu oceánu zodpovedajúci prechodu z normálnej epizódy El Niño na silnú by zvýšil globálne ceny potravinových komodít až na dva roky, pričom maximálny 9-percentný nárast cien by sa vyskytol 16 mesiacov po začiatku silnej epizódy El Niño (graf B, panel a). Vyplýva to z vyšších rizík a potenciálneho zvýšenia výskytu extrémnych výkyvov počasia, ktoré by priniesla silná epizóda El Niño v porovnaní s normálnou epizódou. Riziko rastu cien potravinových komodít vyplývajúce z výskytu silnej epizódy El Niño je obzvlášť výrazné v prípade sójových bôbov, kukurice a ryže. V prípade pšenice sa očakáva rastúci no zanedbateľný účinok na ceny a v prípade kávových zŕn a kakaových bôbov by účinok na ceny mal byť v blízkosti nuly (graf B, panel b).

<sup>7</sup> Brenner, A. D.: *El Niño and World Primary Commodity Prices: Warm Water or Hot Air?*, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 84, No 1, 2002, s. 176-183.

<sup>8</sup> Brenner, A. D., pozri vyššie.

<sup>9</sup> Cashin, P., Mohaddes, K. a Raissi, M.: *Fair weather or foul? The macroeconomic effects of El Niño*, *Journal of International Economics*, Vol. 106, 2017, s. 37-54.

<sup>10</sup> Cashin a kol., tamtiež, používajú meranie, ktoré nie je založené na teplote, čo neumožňuje klasifikovanie normálnej alebo silnej epizódy javu El Niño. Okrem účinku na ceny potravinových komodít sa tiež zistilo, že k zvýšeniu cien neenergetických komodít prispievajú aj ceny kovov, najmä preto, že extrémne výkyvy počasia vplyvajú na ťažbu, ako možno vidieť v Čile. Cashin, P., Mohaddes, K. a Raissi, M.: *El Niño: Good Boy or Bad?*, *Finance and Development*, Vol. 53, No 1, 2016, s. 30-33.

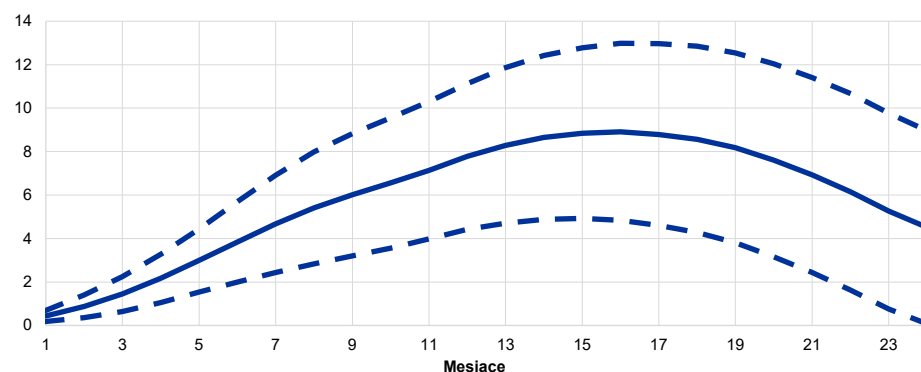
<sup>11</sup> 1,0 °C predstavuje rozdiel medzi normálnou epizódou El Niño (anomália na úrovni 0,5 °C) a silnou epizódou (anomália na úrovni 1,5 °C). Aktuálny pravdepodobný vývoj javu El Niño je zobrazený v grafe A.

## Graf B

Odhadované účinky zmeny El Niño z normálnej na silnú epizódu na globálne ceny potravinových komodít

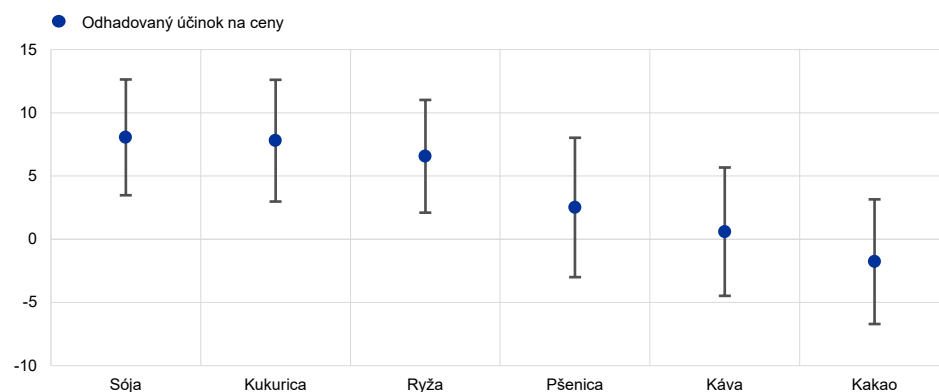
### a) Účinky na ceny po nastúpení obdobia silnej epizódy El Niño

(percentuálna zmena)



### b) Účinky na ceny vybraných potravinových komodít

(percentuálna zmena)



Zdroj: Haver, NOAA a výpočty ECB.

Poznámka: Odhadovaný účinok na ceny vyjadruje vplyv zvýšenia teploty povrchu oceánu o 1,0 °C počas javov El Niño pri abstrahovaní od cien hnojív a ropy ako vstupných nákladov pri výrobe potravín a od globálnej priemyselnej aktivity ako ukazovateľa globálneho hospodárskeho cyklu. Impulzná charakteristika bola odhadnutá na základe lokálnych projekcií v Jordá, O.: [Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections](#), Vol. 95, No 1, 2005, s. 161-182. Grafy zobrazujú intervaly spoľahlivosti 68 %. Panel b znázorňuje odhadovaný cenový účinok po 16 mesiacoch na základe najvyššej reakcie cenového agregátu potravinových komodít v paneli a. Posledné údaje sú za apríl 2023.

### Finančné trhy zohľadňujú budúci rast cien, ale aj vyššiu cenovú neistotu.

Zohľadnenie vývoja javu El Niño zlepšuje presnosť prognóz budúcej volatility cien potravinových komodít.<sup>12</sup> To naznačuje, že obchodníci s komoditnými derivátmi by mohli prihliadať na výhľad vývoja javu El Niño pri obchodovaní na trhu s futures. Pokiaľ ide o tri hlavné obilné plodiny (sójové bôby, kukurica a pšenica), ceny futures sa zvýšili v nasledujúcom týždni po tom, ako úrad NOAA 8. júna oznámil, že sa vytvorili podmienky na vznik javu El Niño a existuje približne 50 % pravdepodobnosť jeho silnej epizódy koncom roka (graf C).<sup>13</sup> Výrazne sa zvýšila úroveň cien, ako aj neistota spojená s cenami sójových bôbov a kukurice v lete 2024. Ceny sójových

<sup>12</sup> Su a kol. dokazuje, že zohľadnenie vývoja javu El Niño zlepšuje prognózovanie budúcej cenovej volatility na americkom trhu s obilím. Su, Y., Liang, C., Zhang, L. a Zeng, Q.: [Uncover the response of the U.S grain commodity market on El Niño–Southern Oscillation](#), *International Review of Economics & Finance*, Vol. 81, 2022, s. 98-112.

<sup>13</sup> Váhy sójových bôbov, kukurice a pšenice v indexe HWWI pre potraviny a nápoje (na základe dovozu krajín HMÚ) sú 14 %, 14 %, resp. 8 %.

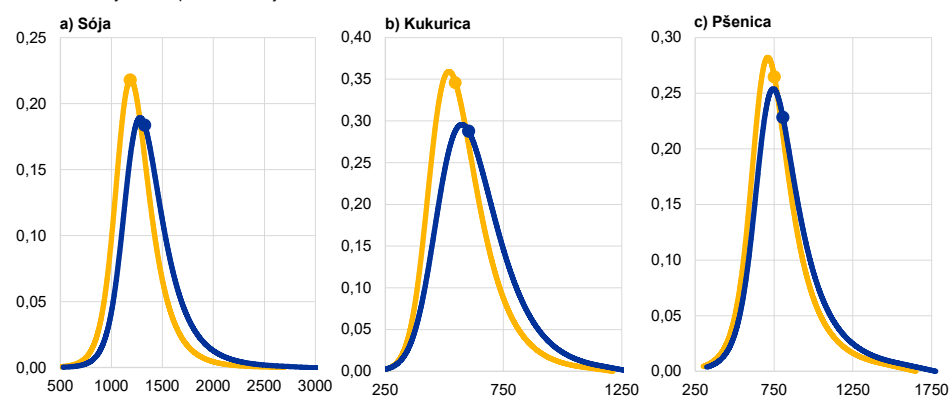
bôbov sa zvýšili o 12 % a ceny kukurice o 10 %, zatiaľ čo štandardná odchýlka distribúcie sa zvýšila o 24 % (v prípade sójových bôbov), resp. o 23 % (v prípade kukurice). Podľa trhových analytikov tento vývoj odrážal najmä nepriaznivé počasie na severnej pologuli na začiatku júna, pričom výskyt javu El Niño predstavuje ďalšiu neistotu v súvislosti s výhľadom úrody. Vplyv na pšenicu, ktorá je historicky odolnejšia voči silným epizódam El Niño, bol menší a jej ceny sa zvýšili o 7 % a štandardná odchýlka o 13 %. V zmenách implikovanej cenovej distribúcie na základe opcí sa celkovo odrážajú potenciálne tlaky na zvyšovanie cien potravinových komodít, ako aj zvýšenie cenovej neistoty v dôsledku pokračujúceho vývoja javu El Niño.

### Graf C

#### Implikovaná cenová distribúcia na základe opcí pred oznámením javu El Niño a po ňom

(os x: v USD za bušel; os y: v %)

- Distribúcia cien pred oznámením javu El Niño
- Ceny futures pred oznámením javu El Niño
- Distribúcia cien po oznámení javu El Niño
- Ceny futures po oznámení javu El Niño



Poznámka: Rizikovo neutrálna implikovaná distribúcia na základe opcí sa vypočíta podľa Black, F. a Scholes, M.: *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, *Journal of Political Economy*, Vol. 81, No 3, 1973, s. 637-654, a to z hodnoty futures pre ceny sójových bôbov, kukurice a tvrdej červenej ozimnej pšenice v júli 2024 na burze Chicago Board of Trade. Jednodňové sadzby indexových swapov sa používajú ako vstupy pre bezrizikovú úrokovú sadzbu. Cenová neistota sa meria rozsahom implikovanej distribúcie na základe opcí. Posledné údaje pred oznámením javu El Niño sú zo 7. júna 2023 a po oznámení zo 16. júna 2023.

## Akú úlohu majú účinky opätovného otvorenia ekonomiky v krajinách a sektoroch?

Niccolò Battistini a Johannes Gareis

**Tento box analyzuje nedávny rozptyl (disperziu) hospodárskej aktivity naprieč krajinami a sektormi a posudzuje úlohu, ktorú v minulom roku zohrali účinky opätovného otvorenia ekonomík po zrušení obmedzení súvisiacich s pandémiou koronavírusu (COVID-19).** Rast produkcie v eurozóne sa od začiatku roka 2022 výrazne spomalil. Spreádzal ho klesajúci, aj keď pretrvávajúci rozptyl rastu v krajinách a sektoroch. Tento pretrvávajúci rozptyl rastu bol odrazom dvojrýchlostnej ekonomiky s relatívne utlmeným rastom priemyselnej výroby, ktorý bol čiastočne dôsledkom slabšieho globálneho dopytu a horších podmienok financovania v eurozóne, a s relatívne silným rastom služieb, ktorý podporili účinky vyvolané opätovným otvorením ekonomík. Nedávne údaje z prieskumov však naznačujú, že tento rozptyl sa môže v blízkej budúcnosti zmenšiť, keďže impulz z účinkov vyvolaných opätovným otvorením sa oslabuje, zatiaľ čo šírenie ďalších síl naprieč sektormi je čoraz intenzívnejšie.

**Začiatkom roka 2023 bol rozptyl rastu v krajinách eurozóny stále relatívne veľký, kým rozptyl rastu v sektoroch zodpovedal úrovniam pred pandémiou.**

S cieľom zohľadniť hospodársku veľkosť krajín a sektorov sa rozptyl rastu meria na základe váženej štandardnej odchýlky medziročného rastu (reálnej hrubej) pridanej hodnoty vo všetkých sektoroch a krajinách eurozóny (okrem Írska).<sup>1</sup> Po vypuknutí ochorenia COVID-19 dosiahli obe hodnoty bezprecedentné úrovne, ale v roku 2022 výrazne klesli, hoci v rozdielnej miere (graf A, panel a). V prvom štvrtroku 2023 zostal rozptyl rastu medzi jednotlivými krajinami väčší ako pred pandémiou, kým rozptyl rastu medzi jednotlivými sektormi sa vrátil na úrovne pred pandémiou. Zdá sa, že väčší rozptyl rastu naprieč krajinami súvisí s pokračujúcim väčším rozptylom rastu v kontaktných službách, ktorý síce klesol z vrcholu zaznamenaného počas pandémie, no zostal na historicky vysokej úrovni (graf A, panel b).<sup>2</sup> Naopak, rozptyl rastu v priemyselnej výrobe v jednotlivých krajinách sa vrátil na úrovne pred pandémiou.

<sup>1</sup> Viac v boxe s názvom [Economic growth in the euro area is broadening](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2017.

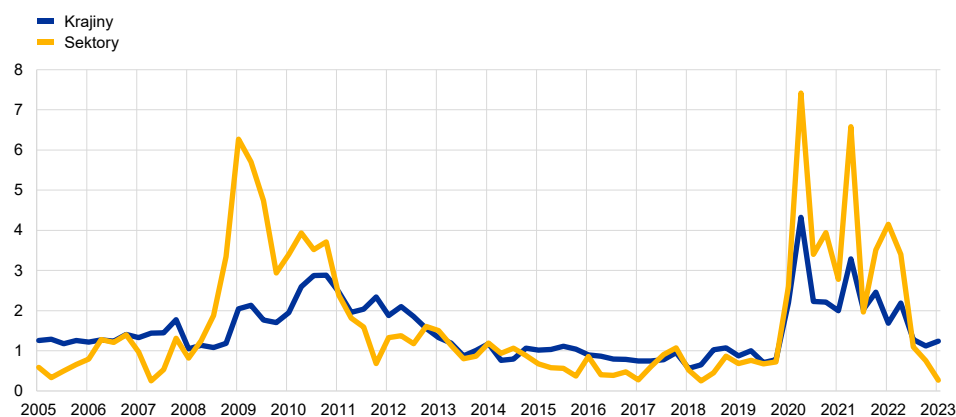
<sup>2</sup> „Kontaktné služby“ predstavujú skrátený termín pre veľkoobchod a maloobchod, dopravu, ubytovacie a stravovacie služby (v súlade s klasifikáciou NACE Rev. 2).

## Graf A

### Rozptyl rastu pridanej hodnoty

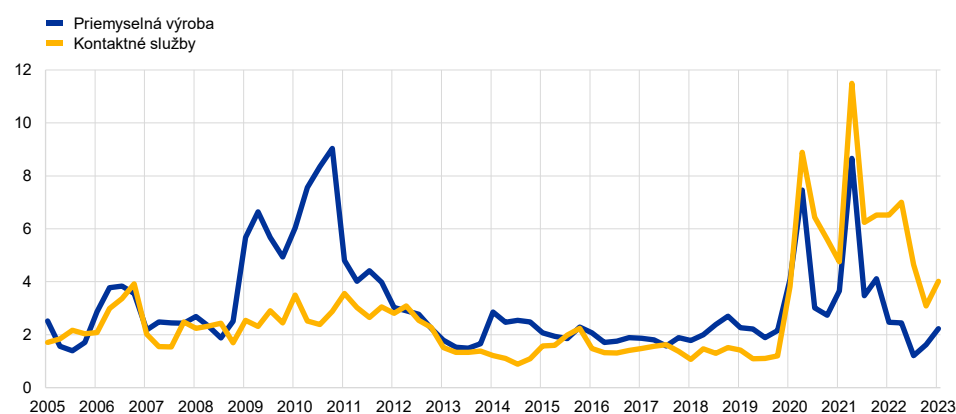
#### a) Rozptyl rastu pridanej hodnoty v krajinách a sektoroch eurozóny

(v p. b.)



#### b) Rozptyl rastu pridanej hodnoty v priemyselnej výrobe a v kontaktných službách v krajinách eurozóny

(v p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Rozptyl rastu naprieč krajinami sa meria ako vážená štandardná odchýlka medziročného rastu pridanej hodnoty vo všetkých krajinách eurozóny okrem Írska. Rozptyl rastu naprieč sektormi sa meria ako vážená štandardná odchýlka medziročného rastu pridanej hodnoty v priemyselnej výrobe, stavebníctve, kontaktných službách a v kombinácii iných sektorov. Rozptyl rastu v priemyselnej výrobe a kontaktných službách v jednotlivých krajinách sa meria ako vážená štandardná odchýlka medziročného rastu pridanej hodnoty v konkrétnych sektoroch vo všetkých krajinách eurozóny okrem Írska. Posledné údaje sú z prvého štvrťroka 2023.

#### V prvom štvrťroku 2023 zostal hospodársky rast vyšší v tých krajinách, v ktorých je význam kontaktných služieb v rámci ekonomiky väčší.

V roku 2022 rástla produkcia kontaktných služieb rýchlejšie v tých krajinách, v ktorých majú tieto služby väčší podiel na ekonomike (graf B, panel a). Čiastočne to odráža vzorec vývoja rastu po vypuknutí pandémie, keď tieto krajiny zaznamenali relatívne prudký hospodársky pokles v kontaktných službách. Relatívne silný rast v týchto službách v krajinách, v ktorých majú významnejšie zastúpenie, pokračoval aj v prvom štvrťroku 2023, pričom v týchto krajinách úroveň kontaktných služieb prekračovala úroveň pred pandémiou relatívne viac ako v krajinách, v ktorých sú tieto služby menej významné. Z toho vyplýva, že krajiny s vyššou závislosťou od kontaktných služieb naďalej vo väčšej miere profitovali z výraznejšieho rastu v tomto sektore, čo viedlo aj k relatívne vyššiemu celkovému rastu pridanej hodnoty (graf B, panel b). Naopak, krajiny s vyššou závislosťou od priemyselnej výroby zaznamenali v prvom

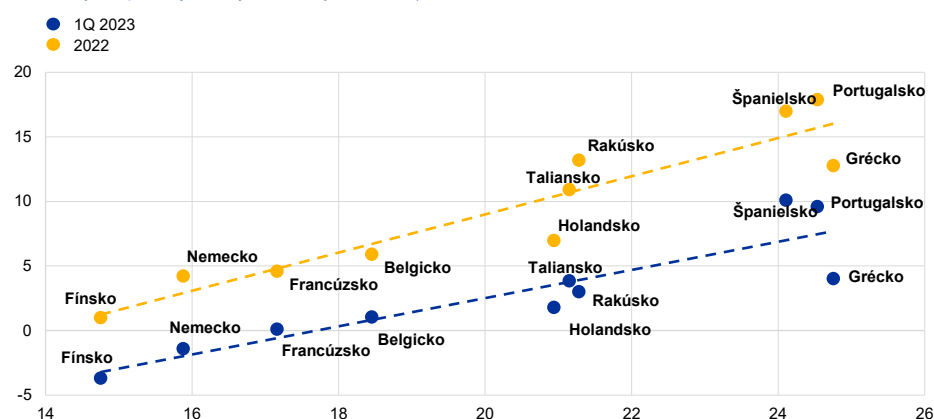
štvrtroku 2023 väčšinou nižší rast celkovej pridanej hodnoty, čo odráža o niečo slabší rast výroby v porovnaní so službami s intenzívnejším kontaktom. Rast priemyselnej výroby v krajinách eurozóny bol však oveľa rovnomernejší, čo naznačuje, že aktuálne stimuly priemyselnej výroby sa v krajinách eurozóny uplatňujú rovnomernejšie ako v prípade kontaktných služieb.

## Graf B

Vzťah medzi veľkosťou sektora kontaktných služieb a ich rastom a rastom celkovej pridanej hodnoty v jednotlivých krajinách eurozóny

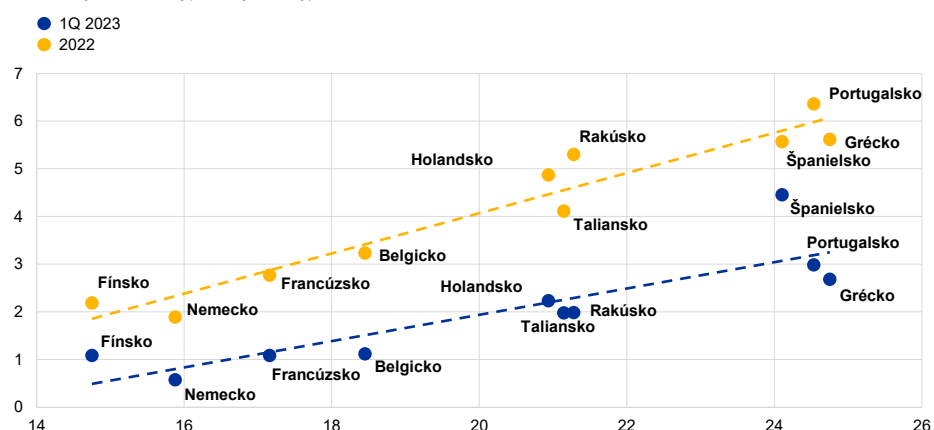
### a) Veľkosť sektora kontaktných služieb a rast pridanej hodnoty v kontaktných službách

(horizontálna os: priemerný podiel pridanej hodnoty v kontaktných službách na celkovej pridanej hodnote v roku 2022, vertikálna os: medziročný rast pridanej hodnoty v kontaktných službách)



### a) Veľkosť sektora kontaktných služieb a celkový rast pridanej hodnoty

(horizontálna os: priemerný podiel pridanej hodnoty v kontaktných službách na celkovej pridanej hodnote v roku 2022, vertikálna os: medziročný rast celkovej pridanej hodnoty)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Grafy znázorňujú desať najväčších krajín eurozóny (okrem Írska) – ktoré sú dôležité z hľadiska sledovania, keďže ich výsledky sú významné pre eurozónu ako celok – v súlade s výpočtom rozptylu rastu pridanej hodnoty (graf A). Lineárne trendy sú zobrazené prerušovanými čiarami. Medziročné miery rastu za rok 2022 sa vzťahujú na ročné priemery štvrtročných údajov ročnej miery rastu v roku 2022.

**Empirický model ukazuje, že kontaktné služby sú v porovnaní s priemyselnou výrobou neúmerne ovplyvňované neočakávanými zmenami v obmedzeniach mobility.** Odhadovaný bayesovský vektorový autoregresný model kvantifikuje vplyv opätovného otvorenia ekonomiky na rast pridanej hodnoty v priemyselnej výrobe a v kontaktných službách na základe údajov eurozóny od prvého štvrtroku 1999 do prvého štvrtroku 2023. Tento model využíva kompozitný index mobility od Google

(Google Mobility Index – GMI) a prostredníctvom dobrovoľnej a nedobrovoľnej zmeny v mobilite ľudí meria vplyv zatvorenia v dôsledku pandémie a následného opätovného otvorenia ekonomiky. Model popri tomto indexe zahŕňa aj index tlaku v globálnych dodávateľských reťazcoch Federálnej rezervnej banky New Yorku (ukazovateľ zahraničného dopytu v eurozóne), ceny energií, pridanú hodnotu v priemyselnej výrobe, kontaktných službách a v kombinácii iných sektorov, deflátor súkromnej spotreby, úrokovú sadzbu a výmenný kurz. Model identifikuje obmedzenia súvisiace s pandemiou a následné šoky z opätovného otvorenia (t. j. pandemické šoky) na základe predpokladu, že neočakávaná zmena indexu GMI má bezprostredný vplyv na priemyselnú výrobu a kontaktné služby.<sup>3</sup> Z výsledkov vyplýva, že neočakávaný pokles indexu GMI (t. j. šok spôsobený pandemickými obmedzeniami) vedie k výraznému poklesu aktivity v priemyselnej výrobe aj v kontaktných službách, pričom v službách je väčší. Symetricky potom neočakávaný nárast indexu GMI (t. j. šok spôsobený opätovným otvorením) znamená väčší rast v kontaktných službách ako v priemyselnej výrobe (graf C, panel a).

---

<sup>3</sup> Dosahuje sa to pomocou Choleského dekompozície, pri ktorej sa GMI umiestňuje za globálne premenné a pred premenné špecifické pre eurozónu. Model zahŕňa štyri intervaly pre každú premennú, so všetkými premennými v logaritmoch (okrem GMI a úrokových sadzieb), a abstrahuje od mimoriadne vysokej volatility údajov od prvého štvrťroka 2020 do tretieho štvrťroka 2020. Lenza, M. a Primiceri, G.: [How to estimate a vector autoregression after March 2020](#), *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 37, Issue 4, June/July 2022, s. 688-699. Podrobnejšie údaje o indexe tlaku v globálnych dodávateľských reťazcoch sú v Benigno, G., di Giovanni, J., Groen, J. a Noble, A.: [A New Barometer of Global Supply Chain Pressures](#), *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*, January 2022. Index GMI je k dispozícii za obdobie od januára 2020 do októbra 2022 a predpokladá sa, že v ostatných obdobiach vzorky je nulový, čo znamená, že po októbri 2022 neboli žiadne obmedzenia mobility.

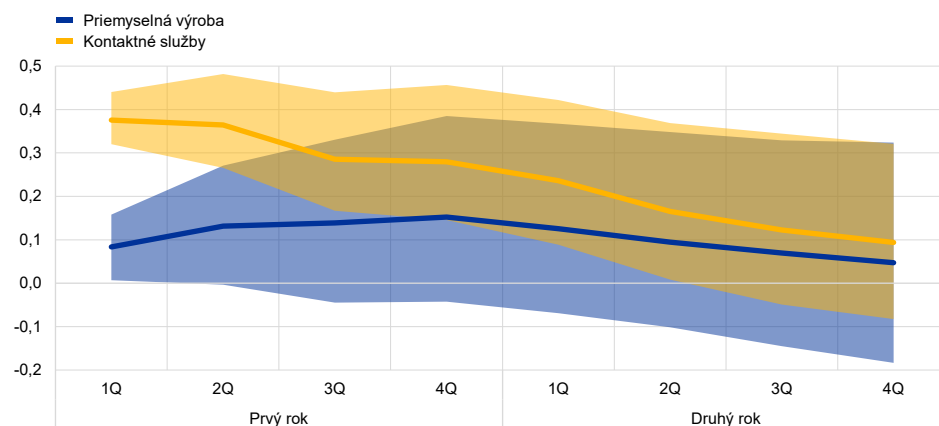


## Graf C

### Pridaná hodnota v priemyselnej výrobe a v kontaktných službách

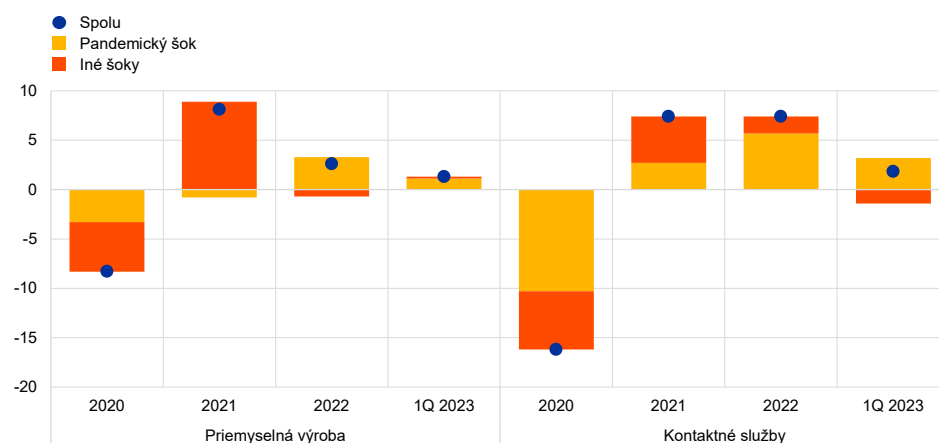
#### a) Vplyv neočakávaného zvýšenia kompozitného GMI na aktivitu v priemyselnej výrobe a v kontaktných službách

(v %)



#### b) Odhadované stimuly rastu pridanej hodnoty v priemyselnej výrobe a v kontaktných službách

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



Zdroj: Eurostat, Google, Federálna rezervná banka New Yorku a výpočty ECB.

Poznámka: Výsledky sú založené na bayesovskom vektorovom autoregresnom modeli pre eurozónu. Pandemické šoky sa identifikovali pomocou Choleského dekompozície s predpokladom, že neočakávaná zmena kompozitného GMI má bezprostredný vplyv na priemyselnú výrobu a kontaktné služby. Panel a zobrazuje účinky neočakávaného zvýšenia indexu GMI (t. j. šok z opätovného otvorenia). Účinky neočakávaného poklesu GMI (t. j. šok z pandemických obmedzení) sú symetrické. Tieňované oblasti v paneli a vyznačujú pásma s 90-percentnou spoľahlivosťou. V paneli b sa nezobrazuje odhadovaný príspevok konštantného obdobia (t. j. trendový rast). Ročné miery rastu za roky 2020, 2021 a 2022 odkazujú na ročné priemery štvrtročných údajov ročnej miery rastu. Všetky miery rastu sú vypočítané v logaritmoch.

### Účinky opätovného otvorenia ekonomiky boli v prvom štvrtroku 2023 stále významným stimulom rozdielného rastu v priemyselnej výrobe a v kontaktných službách, no v porovnaní s rokom 2022 celkovo oslabili.

Dekompozícia na základe modelu týkajúca sa rastu pridanej hodnoty v priemyselnej výrobe a v kontaktných službách naznačuje, že rozdielny vplyv pandemických šokov naprieč sektormi zohral dôležitú úlohu, pokiaľ ide o rozdielnu výkonnosť sektorov od roku 2020, pričom zatvorenie a následné opätovné otvorenie ekonomiky malo väčší vplyv na kontaktné služby (graf C, panel b). Začiatkom roka 2023 boli účinky opätovného otvorenia stále prítomné, hoci ich vplyv na rast v priemyselnej výrobe a v kontaktných službách bol menší ako v roku 2022. Zároveň sa v týchto službách začali prejavovať ďalšie šoky, ktorých vplyv na rast priemyselnej výroby je menší. Je

to v súlade so zmiernením obmedzení na strane ponuky, ktoré však mohlo byť eliminované nižším globálnym a domácim dopytom a horšími podmienkami financovania v eurozóne.<sup>4</sup>

**V priebehu roka 2023 by účinky vyvolané opätovným otvorením ekonomiky mali naďalej slabnúť a do popredia by sa vo väčšej miere mali dostať iné faktory.** V dôsledku postupného ústupu účinkov vyvolaných opätovným otvorením, ako aj šírenia iných síl v celej ekonomike (ako napríklad prísnejšie podmienky financovania) sa v blízkej budúcnosti pravdepodobne ešte viac spomalí tempo rastu v priemyselnej výrobe aj v kontaktných službách, čo povedie k poklesu rozptylu rastu v sektoroch. Slabnúce stimuly rastu v kontaktných službách by mali spôsobiť pokles rozptylu rastu pridanej hodnoty v týchto službách, ako aj celkovej hospodárskej aktivity naprieč krajinami. Tento pokles rozptylu rastu v sektoroch a krajinách je celkovo odrazom slabšieho krátkodobého výhľadu hospodárskej aktivity, ako sa uvádza v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2023.

---

<sup>4</sup> Naopak, iné šoky vysvetľujú výraznejšiu odolnosť a rýchlejšie oživenie výroby po vypuknutí pandémie, čo zodpovedá skorému a silnému oživeniu globálneho dopytu po priemyselných tovaroch. K výrobnej aktivite však neprispelo v plnej miere z dôvodu narušenia dodávateľských reťazcov a neskôr aj vplyvu energetickej krízy. Hoci posun v globálnom dopyte od služieb k tovarom súvisí s pandemiou, nie je zachytený v samotných identifikovaných pandemických šokoch, keďže tieto šoky merajú neočakávané zmeny v mobilite ľudí a nemusia zachytiť neočakávané zmeny v ich spotrebiteľských preferenciách. Slabšia reakcia priemyselnej výroby v porovnaní s kontaktnými službami z dôvodu neočakávanej zmeny v mobilite môže do určitej miery súvisieť s preorientovaním spotreby ľudí zo služieb na tovary, čím sa čiastočne vysvetľuje slabší vplyv šoku súvisiaceho s mobilitou na pridanú hodnotu v priemyselnej výrobe v porovnaní s kontaktnými službami.

### 3 Pracovní síla v eurozóně: nejnovší vývoj a faktory

Agostino Consolo, António Dias da Silva, Catalina Martínez Hernández a Marco Weißler

**Jedným z aktuálnych zaujímavých javov na trhu práce eurozóny je výrazné oživenie pracovnej sily.** Najmä za posledný rok a pol bol hlavným zdrojom rastu zamestnanosti skôr silný prílev ľudí, ktorí sa pripojili k pracovnej sile, než prudký pokles počtu nezamestnaných. Tento box obsahuje prehľad najnovšieho vývoja v pracovnej sile v eurozóně na základe údajov z Eurostatu a z prieskumu spotrebiteľských očakávaní (Consumer Expectations Survey – CES) realizovaného ECB. Analyzuje tiež faktory ovplyvňujúce pracovnú silu v eurozóně pomocou bayesovskej vektorovej autoregresie so zmiešanou frekvenciou (MF-BVAR) s cieľom rozlíšiť faktory vstupu na trh práce a odchodu z neho v rámci dynamiky pracovnej sily.<sup>1</sup>

**Pracovní síla je teraz nad úrovňou pred pandémie, ktorú dosiahla koncom roka 2022.** V poslednom čase sa približuje k svojmu dlhodobému predpandemickému trendu (graf A), najmä vďaka príspevku zahraničných pracovníkov.<sup>2</sup> Rozdiel medzi krátkodobým a dlhodobým predpandemickým trendom zachytáva zmenu rastu populácie, ktorý sa od roku 2008 výrazne spomalil. Pracovní síla, odvodená z mesačných údajov o nezamestnanosti, bola v júni 2023 približne 3,8 mil. nad úrovňou z januára 2020. Z podrobných štvrtročných údajov z výberového zisťovania pracovných síl v EÚ (VZPS) vyplýva, že migrujúci pracovníci, najmä z krajín mimo EÚ, zohrávali v dynamike pracovnej sily počas pandémie COVID-19 dôležitú úlohu. V prvej fáze pandémie, od posledného štvrtroka 2019 do posledného štvrtroka 2020, zahraničná pracovná síla klesla proporcionálne viac (o 2,0 %) ako celková pracovná síla (o 1,2 %). Naopak, od prvého štvrtroka 2021 do prvého štvrtroka 2023 tvorili zahraniční pracovníci 41 % celkového nárastu pracovnej sily, pričom ich podiel sa počas tohto obdobia zvýšil z 10,3 % na 11,4 %.

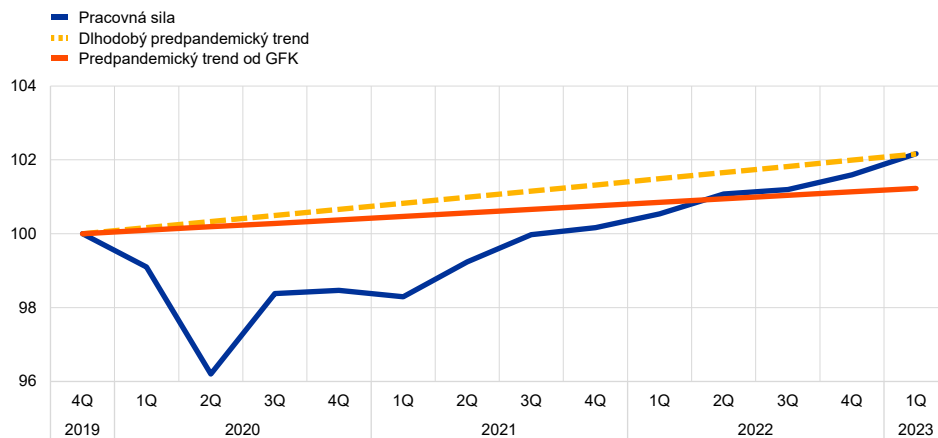
<sup>1</sup> Okrem analýzy vývoja pracovnej sily je pri komplexnej analýze dôsledkov rastu zamestnanosti na trh práce a rast miezd potrebné zohľadniť aj sektorové dimenzie trhu práce a príspevok priemerného počtu odpracovaných hodín (intenzívna marža). Viac informácií o rozdieloch medzi zamestnanosťou a celkovým počtom odpracovaných hodín a o dôležitej úlohe, ktorú zohrával priemerný počet odpracovaných hodín počas pandémie a energetickej krízy, je napríklad v blogu [More jobs but fewer working hours](#), *ECB Blog*, 7 June 2023, alebo v boxe [Úloha zamestnanosti vo verejnom sektore počas krízy spôsobenej pandemiou COVID-19](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2022.

<sup>2</sup> Nárast pracovnej sily v eurozóně nebol z hľadiska sociálnodemografických skupín homogénny. Napríklad miera participácie pracovníkov s nízkou kvalifikáciou a pracovníkov v hlavnom produktívnom veku sa od začiatku pandémie zotavila menej (graf 9 v článku [The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#), *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2020).

## Graf A

### Pracovná sila v eurozóne a lineárne predpandemické trendy

(index: 4Q 2019 = 100)



Zdroj: Eurostat, celoplošná modelová databáza ECB a výpočty autorov.

Poznámka: Dlhodobý predpandemický trend zahŕňa roky 1995 – 2019, zatiaľ čo predpandemický trend od globálnej finančnej krízy (GfK) zahŕňa roky 2009 – 2019. Posledné údaje sú z prvého štvrťroka 2023.

### V posledných rokoch čoraz väčší podiel novozamestnaných v eurozóne tvorili predtým nečinní.

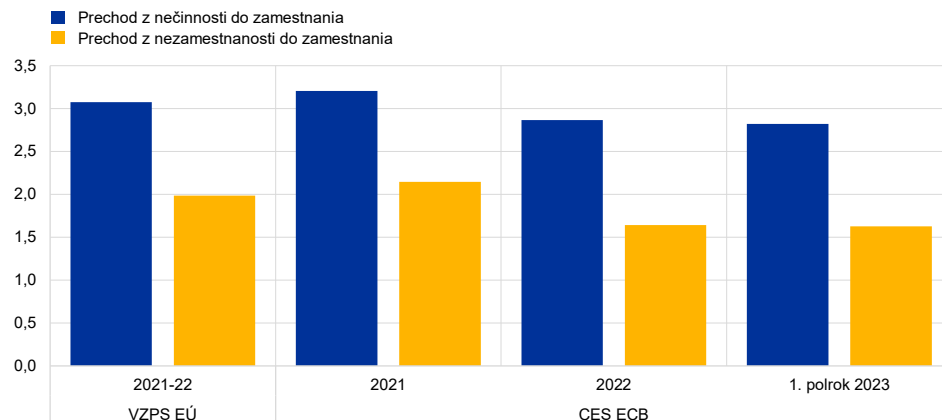
Hlavným faktorom za rastom zamestnanosti bol prechod z nečinnosti do zamestnania. Podľa údajov CES prechod z nezamestnanosti do zamestnania predstavoval 1,6 % celkovej zamestnanosti, kým prechod z nečinnosti do zamestnania predstavoval 2,8 % (graf B). To znamená, že len približne 37 % nových zamestnancov, ktorí nastúpili do zamestnania v prvom polroku 2023, bolo v predchádzajúcom štvrťroku nezamestnaných. Tieto zistenia sú v súlade s údajmi Eurostatu, z ktorých vyplýva, že prechod z nečinnosti do zamestnania v roku 2022 predstavoval 60 % novozamestnaných, čo je v protiklade k obdobiu rokov 2011 – 2019, keď prechod z nezamestnanosti do zamestnania tvoril 51 % novozamestnaných.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Z hľadiska skladby krajín v zisťovaní VZPS týkajúcom sa prechodu na trh práce, prechod z nečinnosti do zamestnania sa zvýšil zo 49 % v období 2011 – 2019 na 55 % v období 2021 – 2022. Nárast prechodu z nečinnosti do zamestnania v porovnaní s prechodom z nezamestnanosti do zamestnania môže odrážať aj aktuálnu nižšiu mieru nezamestnanosti. V období 2011 – 2019 bola priemerná miera nezamestnanosti 10,2 % v porovnaní so 7,3 % v období 2021 – 2022.

## Graf B

### Prechod do zamestnania

(podiel ako % zamestnanosti)

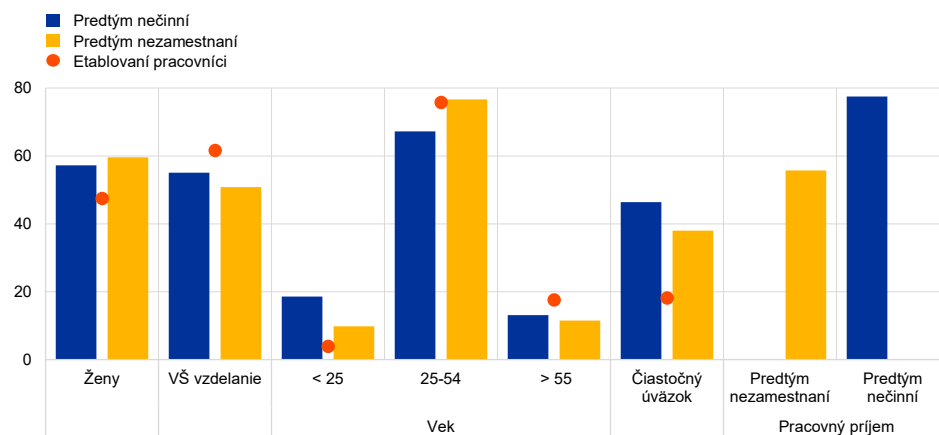


Zdroj: Výberové zisťovanie pracovných síl (VZPS) EÚ a CES ECB.  
Poznámka: Posledné údaje sú z apríla 2023.

**Podľa prieskumu CES realizovaného ECB sa charakteristiky novozamestnaných a etablovaných pracovníkov líšia, vrátane ich pracovných príjmov.** Novozamestnaní sú v priemere mladší a majú nižšiu úroveň vzdelania ako etablovaní pracovníci (zamestnaní pred novými prechodmi na trhu práce). Častejšie zvykne ísť o ženy, pracujúce na čiastočný úväzok, s nižšou úrovňou pracovných príjmov (graf C). Osoby prijaté z pozície nezamestnaný zarábajú približne 55 % pracovného príjmu etablovaných pracovníkov, zatiaľ čo tí, ktorí prechádzajú do zamestnania priamo z nečinnosti, majú priemernú úroveň pracovného príjmu zodpovedajúcu približne 80 % príjmu etablovaných pracovníkov. Pozorované rozdiely v pracovných príjmoch možno individuálnymi a pracovnými charakteristikami vysvetliť len čiastočne. Efekt štruktúry na celkový rast miezd vyvolaný rozdielmi v pracovných príjmoch medzi novo zamestnanými, ktorí boli predtým nečinní, a tými, ktorí boli predtým nezamestnaní, je však pravdepodobne malý.

## Graf C Charakteristiky novozamestnaných

(podiel ako % zamestnanosti, v %)



Zdroj: CES ECB.

Poznámka: Stĺpce vpravo znázorňujú pracovný príjem novozamestnaných v porovnaní s príjmami etablovaných pracovníkov. Posledné údaje sú z apríla 2023.

**Vyššia účasť predtým neaktívnych pracovníkov môže zmierniť nedostatok pracovných síl na trhu práce.** Môže tiež prispieť k zmierneniu rastu miezd v závislosti od rôznych faktorov, ktoré zvyšujú pracovnú silu. Ak sú zmeny v miere vstupu na pracovný trh spôsobené pozitívnym dopytovým šokom (napr. väčší dopyt po vysokokvalifikovaných pracovníkoch), potom by sme mali pozorovať tlak na rast miezd etablovaných pracovníkov. Ak sú však tieto zmeny spôsobené pozitívnym ponukovým šokom (napr. prílev migrantov), potom noví účastníci trhu práce môžu pomôcť obmedziť mzdové požiadavky etablovaných pracovníkov.

### Na kvantifikovanie kľúčových faktorov pracovnej sily a ich relatívneho významu v priebehu cyklu používame odhadovaný model pre eurozónu.<sup>4</sup>

Cieľom modelu je identifikovať účinky základných síl vyplývajúcich z technológií a podmienok agregovaného dopytu, ako aj účinky iných faktorov, ako sú demografický vývoj, úsilie pri hľadaní zamestnania alebo počet odpracovaných hodín (ponuka pracovnej sily), nesúlad medzi dopytom po pracovnej sile a jej ponukou a vyjednávacia sila pracovníkov, ktoré odrážajú napríklad úpravy minimálnej mzdy.

**Z modelu vyplýva, že agregovaný dopyt aj podmienky ponuky boli od pandémie kľúčovými faktormi.** Každý stĺpec v grafe D predstavuje individuálny príspevok štrukturálnych šokov odlišný od deterministických zložiek odhadovaných v období od prvého štvrtroka 1998 do prvého štvrtroka 2023. Agregované podmienky ponuky (modré stĺpce) a podmienky dopytu (žlté stĺpce) majú väčšinový podiel na poklese pracovnej sily počas pandémie a jej raste počas popandemického

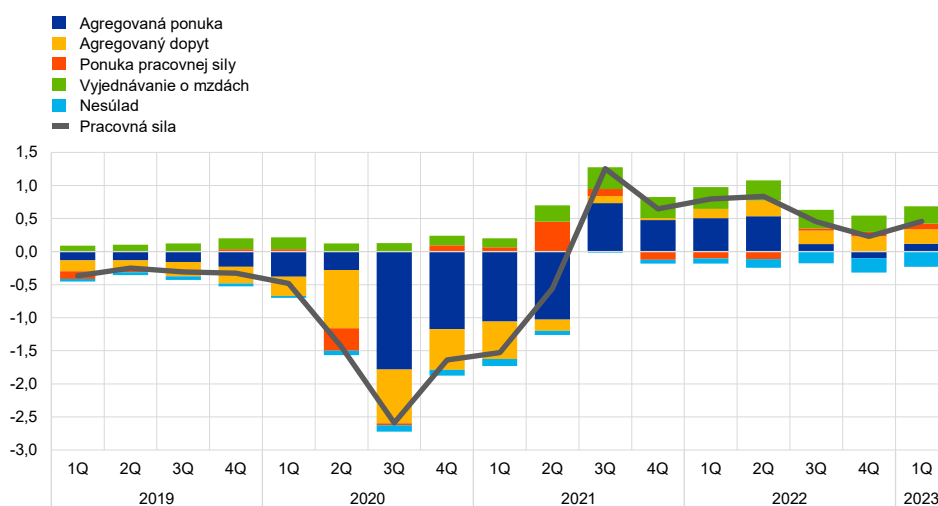
<sup>4</sup> Založené na Consolo, A., Foroni, C. a Martínez Hernández, C.: A Mixed Frequency BVAR for the Euro Area Labour Market, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 85, No 5, October 2023, s. 1048-1082. Empirickým modelom je model MF-BVAR odhadnutý na základe informácií o inflácii, priemyselnej produkcii, mzdách, nezamestnanosti, voľných pracovných miestach a pracovnej sile. Tento model je empirickým vyjadrením modelu všeobecnej rovnováhy, v ktorom dynamiku pracovnej sily určujú agregované šoky aj šoky špecifické pre trh práce.

oživenia. Tieto faktory sú príčinou technologických zmien, pandemických obmedzení mobility, zmien agregovaného dopytu a asymetrických sektorových zmien.

**Okrem toho sa ďalší impulz pre pracovnú silu spájal so šokmi špecifickými pre trh práce.** Nárast vyjednávackej sily pracovníkov (zelené stĺpce) pravdepodobne súvisí s i) rozsiahlym zvýšením minimálnych miezd, ktoré pomohlo povzbudiť marginálnych pracovníkov k návratu na trh práce, ii) poklesom prisťahovalectva počas rokov pandémie COVID-19 a iii) rastúcim nedostatkom pracovnej sily. Zlepšená ponuka pracovnej sily (červené stĺpce) pravdepodobne súvisí s nedávnym doplnením prisťahovaleckých tokov. Nesúlad medzi dopytom po zručnostiach špecifických pre jednotlivé odvetvia a ich ponukou je však naďalej brzdou pracovnej sily, čo sa odráža v rastúcom negatívnom príspevku šoku z nesúladu (tyrkysové stĺpce).

**Graf D**  
Modelové determinanty pracovnej sily

(v %; príspevky v p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty autorov.

Poznámka: Viac informácií o modeli je v poznámke pod čiarou č. 4. Posledné údaje sú z prvého štvrtroka 2023.

**Na záver možno konštatovať, že výrazný nárast pracovnej sily je dôležitý z hľadiska pochopenia dynamiky trhu práce a cyklickej pozície trhu práce.**

Po prvé, keďže okrem nezamestnaných je tu viac ľudí ochotných pracovať, cyklický ukazovateľ miery nevyužitých kapacít na trhu práce musí zohľadňovať rastúci podiel prechodu z nečinnosti do zamestnania. Po druhé, za predpokladu, že všetky ostatné faktory zostanú rovnaké, zvýšenie ponuky pracovnej sily bude mať pravdepodobne zmierňujúci účinok na mzdové tlaky.

## Čo je podľa spotrebiteľov hlavnou príčinou nedávneho rastu inflácie?

Dimitris Georgarakos, Omiros Kouvavas, Aidan Meyler a Pedro Neves

### To, ako spotrebiteľia vnímajú faktory ovplyvňujúce infláciu, môže byť dôležitým determinantom ich ekonomického správania a inflačných očakávaní.

Individuálne predstavy, ktoré sú ovplyvňované prevládajúcimi naratívami, majú vo všeobecnosti vplyv na činy aj očakávania.<sup>1</sup> Jedným z takýchto naratívov, ktoré môžu ovplyvniť ekonomické správanie, sú predstavy o zdrojoch inflácie. V poslednom čase sa naliehavejším stalo hľadanie hlavných príčin rastúcich cien.<sup>2</sup> Je to dôležité, pretože to môže ovplyvniť očakávania spotrebiteľov, pokiaľ ide o budúcu infláciu, a tiež ich skutočné správanie.<sup>3</sup> V tejto súvislosti sa v prieskume spotrebiteľských očakávaní (Consumer Expectations Survey – CES), ktorý realizovala ECB v júni 2023, spotrebiteľov pýtali, čo považujú za hlavný faktor ovplyvňujúci zmeny celkovej úrovne cien tovarov a služieb v ich krajine za posledných 12 mesiacov.<sup>4</sup> Na výber mali tri možné odpovede odrážajúce tri hlavné účtovné faktory, ktoré môžu ovplyvniť tvorbu cien na strane podnikov (zisky, mzdy a iné vstupné náklady).<sup>5</sup>

**Väčšina spotrebiteľov sa domnievala, že zmeny cien boli ovplyvnené najmä faktormi týkajúcimi sa vstupných nákladov, na druhom mieste sa umiestnili zisky podnikov a na treťom mzdy.** Graf A panel a) znázorňuje distribúciu odpovedí. Iné (nemzdové) vstupné náklady, ktoré zahŕňajú energie a medzivstupy, si zvolila jasná väčšina respondentov (približne 65 %). Na druhom mieste sa ako dôvod umiestnili zisky firiem s približne 25 % respondentov a na treťom mieste boli mzdy s 8 % respondentov. Relatívne výsledné umiestnenie možností bolo

<sup>1</sup> Viac o tom, ako naratív ovplyvňuje udalosti a správanie, napríklad v Shiller, R. J.: *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*, Princeton University Press, 2019.

<sup>2</sup> Lagarde, C.: [Breaking the persistence of inflation](#), prejav na Fóre ECB o centrálnom bankovníctve v roku 2023 na tému Makroekonomická stabilizácia vo volatilnom inflačnom prostredí v Sintre (Portugalsko), 27. júna 2023; Bernanke, B. a Blanchard, C.: [What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation?](#), štúdia pripravená na konferenciu FED: Ponaučenia z posledných troch rokov, Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy, Hutchins Institution, 23. mája 2023; Hansen, N.-J., Toscani, F. a Zhou, J.: [Europe's Inflation Outlook Depends on How Corporate Profits Absorb Wage Gains](#), IMF Blog, International Monetary Fund, 26 June 2023.

<sup>3</sup> Ak sa napríklad spotrebiteľia domnievajú, že inflácia je spôsobená vyššími vstupnými nákladmi (napr. cenami energií a surovín), pravdepodobne vnímajú infláciu skôr ako prechodnú. To môže viesť k rýchlejšiemu zblíženiu inflačných očakávaní s cieľom. Ak sa zároveň domnievajú, že hlavnou príčinou inflácie sú mzdy alebo zisky, mohlo by to znamenať pretrvávajúce a neukotvené budúce inflačné očakávania. Ak sa spotrebiteľia nazdávajú, že vysoké ceny sú spôsobené vstupnými nákladmi firiem, môžu byť ochotnejší zaplatiť vyššie ceny, ako keď si myslia, že hlavnou príčinou sú zisky firiem.

<sup>4</sup> Otázka: „Čo je podľa vášho názoru hlavným faktorom ovplyvňujúcim zmenu celkovej úrovne cien tovarov a služieb vo vašej krajine za posledných 12 mesiacov?“ Možné odpovede: „1. Hlavným faktorom sú zisky firiem“, „2. Hlavným faktorom sú náklady firiem na mzdy“, „3. Hlavným faktorom sú iné vstupné náklady firiem (napr. energie, suroviny alebo iné obchodné náklady).“ Vzorka pozostávala zo šiestich najväčších ekonomík eurozóny (Belgicko, Nemecko, Španielsko, Francúzsko, Taliansko a Holandsko) a zahŕňala 10 308 odpovedí zo všetkých krajín (Belgicko: 845, Nemecko: 1 797, Španielsko: 2 268, Francúzsko: 2 264, Taliansko: 2 267, Holandsko: 867).

<sup>5</sup> Keďže poradie ponúkaných možností môže mať istý vplyv na odpoveď a respondenti by mohli uprednostniť prvú alebo poslednú možnosť, poradie možností bolo pre viac ako 10 000 respondentov randomizované. Zatiaľ čo poradie možností malo štatisticky významný vplyv na odpovede, z ekonomického hľadiska bol malý a nemal zmysluplný dosah na agregované priemery alebo výsledky v rámci týchto troch možností.

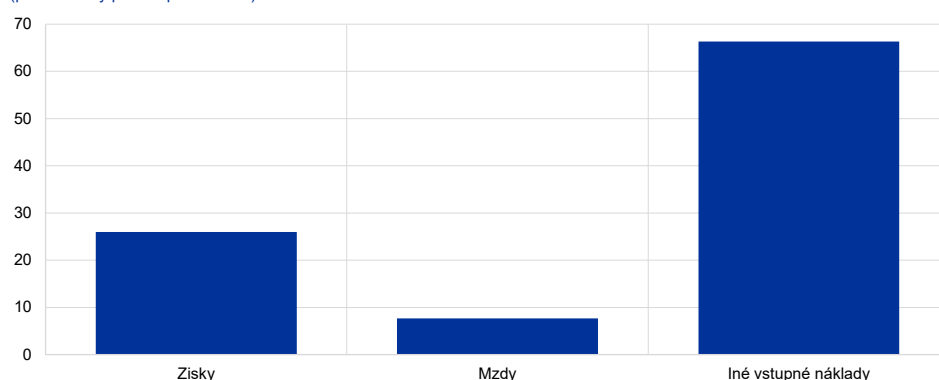


v jednotlivých krajinách a pri všetkých možných demografických členeniach konzistentné.<sup>6</sup>

## Graf A Vnímané hlavné faktory inflácie

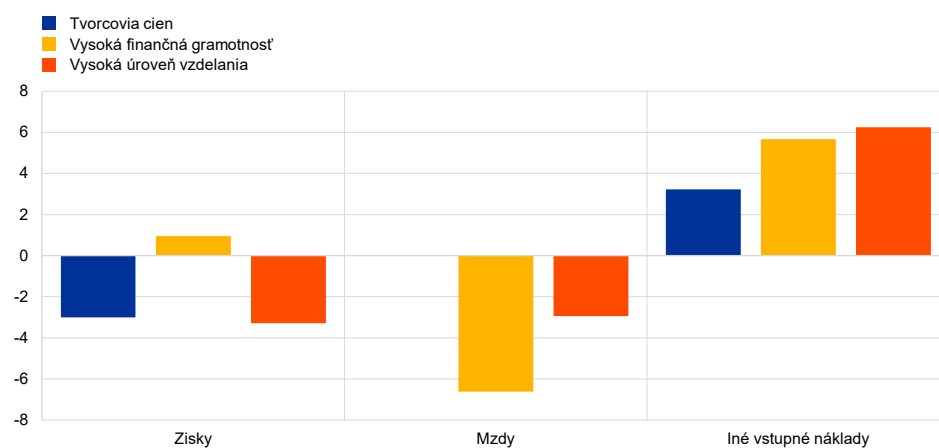
### a) Celkovo

(percentuálny podiel spotrebiteľov)



### b) Členenie podľa vybraných skupín respondentov

(p. b., rozdiel v podiele odpovedí)



Zdroj: ECB (CES).

Poznámka: Panel a: vážené odhady. Podiel respondentov, ktorí si zvolili každú možnosť. Panel b: vážené odhady. Rozdiely v podiele každej možnosti podľa skupín. Vysoká finančná gramotnosť sa porovnáva s inou ako vysokou finančnou gramotnosťou (t. j. skóre nižšie ako 4 na stupnici 1 – 5). Za vysokoškolské vzdelanie sa považuje získaný bakalársky titul alebo vyššie dosiahnuté vzdelanie a odpovede sa porovnávajú so všetkými ostatnými odpoveďami. Tvorcovia cien sú podskupinou respondentov, ktorí uviedli, že majú osobitné riadiace kompetencie v oblasti tvorby cien a najmä v oblasti zmlúv.

**Znalosti o cenových stratégiách firiem, ako aj vyššie úrovne finančnej gramotnosti a vzdelania boli spojené s častejším výberom iných vstupných nákladov ako hlavného faktora.** Graf A panel b znázorňuje, ako sa menia výsledky v závislosti od konkrétnych charakteristík respondentov. Respondenti na riadiacich pozíciách s konkrétnymi kompetenciami v oblasti tvorby cien a zmlúv (čo znamená, že majú poznatky o cenových stratégiách) zvykli odpovedať častejšie ako ostatní, že

<sup>6</sup> Pri všetkých možných členeniach zostalo relatívne umiestnenie možností nezmenené. Hoci sa v rámci demografie do určitej miery líšil rozsah, nemalo to vplyv na výsledné umiestnenie.

hlavným dôvodom boli iné vstupy.<sup>7</sup> Podobná tendencia sa objavuje pri respondentoch s vysokou úrovňou finančnej gramotnosti alebo vzdelania.

**Hoci mzdy sa vo všetkých krajinách umiestnili na tretom mieste (t. j. najnižšie), medzi predstavami ľudí a vývojom miezd v jednotlivých krajinách existuje korelácia.** Hoci mzdy sa umiestnili na poslednom mieste vo všetkých krajinách, medzi jednotlivými krajinami existujú určité rozdiely. Mzdy ako hlavný faktor si zvolilo menej než 6 % respondentov zo Španielska a Talianska a viac ako 10 % respondentov v Belgicku a Holandsku. Graf B panel a znázorňuje odpovede v jednotlivých krajinách spolu so skutočnými údajmi o raste dojednaných miezd. Belgicko a Holandsko, kde majú vyšší percentuálny rast skutočných miezd, zaznamenalo tiež vyšší počet respondentov, ktorí si ako hlavný faktor inflácie zvolili mzdy.

**Respondenti s kompetenciami v oblasti tvorby miezd si s väčšou pravdepodobnosťou za hlavný faktor zvolili mzdy.** V grafe B paneli b je znázornené výsledné umiestnenie možnosti mzdy podľa skupín. Osoby, ktoré majú aktívnu úlohu pri tvorbe miezd, si skutočne s väčšou pravdepodobnosťou zvolili túto možnosť. Mohlo by to odzrkadľovať väčšie povedomie o význame miezd v štruktúre nákladov firiem v porovnaní so spotrebiteľmi, ktorí sledujú len svoje osobné príjmy. Konkrétnejšie, manažéri s povinnosťami v oblasti tvorby miezd a respondenti klasifikovaní ako samostatne zárobkovo činné osoby so zamestnancami si s väčšou pravdepodobnosťou ako hlavnú príčinu zvolili mzdy. Naproti tomu zamestnanci a samostatne zárobkovo činné osoby bez zamestnancov mali tendenciu označovať mzdy ako hlavný faktor menej často.

---

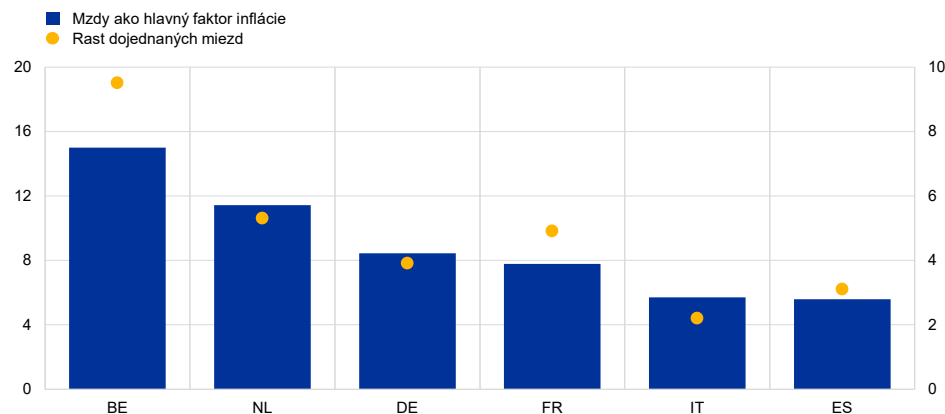
<sup>7</sup> Respondenti s riadiacimi kompetenciami (buď tvorba cien, alebo miezd) predstavujú približne 14,5 % z porovnáwanej vzorky. Konkrétne respondenti na riadiacich pozíciách s kompetenciami v oblasti zmlúv a tvorby cien predstavujú 11,7 % (N = 1 065) celkovej porovnáwanej vzorky, zatiaľ čo respondenti s kompetenciami v oblasti tvorby miezd predstavujú 6,4 % (N = 582) porovnáwanej vzorky.

## Graf B

### Mzdy vnímané ako hlavný faktor inflácie

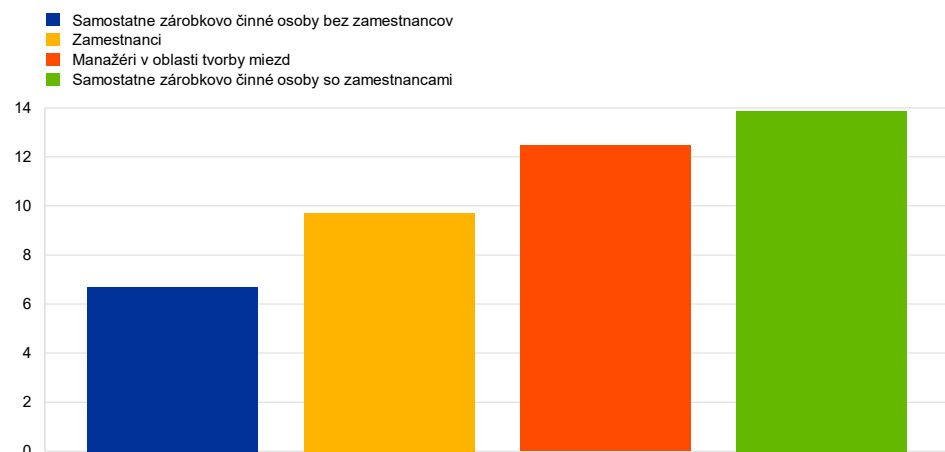
#### a) Členenie podľa krajín

(percentuálny podiel respondentov, medziročná percentuálna zmena)



#### b) Členenie podľa vybraných skupín respondentov

(percentuálny podiel respondentov)



Zdroj: ECB (CES).

Poznámka: Panel a: vážené odhady. „Rast dojednaných miezd“ sa vzťahuje na ročnú mieru rastu dojednaných miezd v prvom štvrtroku 2023 vrátane jednorazových platieb. Panel b: vážené odhady. Podiel respondentov v každej skupine, ktorí si ako hlavný faktor inflácie zvolili mzdy. Samostatne zárobkovo činné osoby sú rozdelené na osoby so zamestnancami a bez nich. Manažéri v oblasti tvorby miezd sú podmnožinou respondentov, ktorí konkrétne uviedli, že majú kompetencie v oblasti tvorby miezd.

#### Respondenti, ktorí uviedli, že hlavným faktorom sú iné vstupné náklady,

**očakávali, že inflácia bude krátkodobejšia.** Konkrétne pri nich existuje tendencia nižších strednodobých inflačných očakávaní a menšieho prechodu z krátkodobých do strednodobých očakávaní. V tabuľke A sa kvantifikuje korelácia medzi odpoveďami a strednodobými inflačnými očakávaniami (abstrahujúca od vzdelania, finančnej gramotnosti, krajiny a fixných časových účinkov).<sup>8</sup> Z výsledkov vyplýva, že zdôvodnenie vstupnými nákladmi sa spája s nižšou úrovňou strednodobých očakávaní, v priemere na úrovni 0,46 percentuálneho bodu, v porovnaní so základnou skupinou respondentov, ktorí si ako hlavný faktor vybrali zisky. Pokiaľ ide o prechod od krátkodobých očakávaní k strednodobým očakávaniam, podmienený

<sup>8</sup> Abstrahujeme od niektorých iných premenných, ktoré môžu ovplyvniť inflačné očakávania v snahe identifikovať čistý účinok predstáv o tom, čo ovplyvňuje infláciu, bez možných matúcich faktorov, ako je vzdelanie alebo finančná gramotnosť.

vplyv v prípade respondentov, ktorí odpovedali „iné vstupné náklady“, predstavuje mieru prechodu na úrovni 32 % v porovnaní s bezpodmienečnou mierou prechodu na úrovni 60 %.<sup>9</sup> Napokon, očakávaná pravdepodobnosť, že ECB udrží cenovú stabilitu, je o 3,5 – 3,6 percentuálneho bodu vyššia v prípade respondentov, ktorí odpovedali „iné vstupné náklady“, než v prípade zvyšných dvoch možností. Toto pozitívne spojenie je silnejšie ako spojenie so vzdelaním, s finančnou gramotnosťou alebo príjmom.

## Tabuľka A

### Inflačné očakávania a faktory inflácie

Model	Hlavné faktory inflácie		Finančná gramotnosť		Úroveň dosiahnutého vzdelania		Inflačné očakávania jeden rok vopred	Interakcia so mzdami jeden rok vopred	Interakcia s inými vstupnými nákladmi jeden rok vopred	Kontrola krajiny	Fixné časové účinky
	Mzdy	Iné vstupné náklady	Stredná	Vysoká	Stredné	Vysoké					
<b>Závislá premenná:</b>											
Inflačné očakávania tri roky vopred	-0,2	-0,46**	-0,82***	-1,87**	-0,69**	-1,13**				Áno	Áno
	-0,156	-0,09	-0,122	-0,112	-0,134	-0,125					
Inflačné očakávania tri roky vopred	0,45	-0,31**	-0,43**	-0,91**	-0,59*	-0,89**	0,60**	0	0,03**	Áno	Áno
	-0,142	-0,086	-0,096	-0,088	-0,106	-0,099	-0,005	-0,01	-0,006		
Pravdepodobnosť splnenia cieľa o tri roky		3,60**	1,51**	3,60**	-0,71	1,27**				Áno	Áno
		-0,42	-0,63	-0,58	-0,69	-0,66					
Pravdepodobnosť splnenia cieľa o tri roky		3,48**	1,52**	3,33**	-0,78	1,13**	-0,37**			Áno	Áno
		-0,42	-0,68	-0,58	-0,68	-0,65	-0,02				

Zdroj: ECB (CES).

Poznámka: Vážené odhady. Vzorka zachytáva väčšinu respondentov na otázku týkajúcu sa faktorov inflácie (približne 9 500), pričom sa vylúčilo len niekoľko pozorovaní, ktoré sa nezhodovali. Kategórie sú zobrazené vo vzťahu k základnej kategórii, pre ktorú platí odpoveď „zisky“ a finančná gramotnosť a vzdelanie „nízke“. Finančná gramotnosť je definovaná ako: nízka = skóre 1 – 2, stredná = 3, vysoká = 4 – 5. Vzdelanie je definované ako: nízke = dosiahnuté nižšie stredoškolské vzdelanie, stredné = vyššie stredoškolské až vysokoškolské vzdelanie, vysoké = terciárne vzdelanie.

\* označuje úroveň významnosti 10 %. \*\* označuje úroveň významnosti 5 %. \*\*\* označuje úroveň významnosti 1 %.

**Výber „iných vstupných nákladov“ ako hlavného faktora inflácie koreluje s presvedčením spotrebiteľov, že ECB bude schopná udržať cenovú stabilitu v priebehu troch rokov.** Názor, že hlavným faktorom sú iné vstupné náklady (a teda pravdepodobnosť, že respondenti považujú faktory inflácie za prechodnejšie), výrazne koreloval s presvedčením spotrebiteľov, že ECB bude

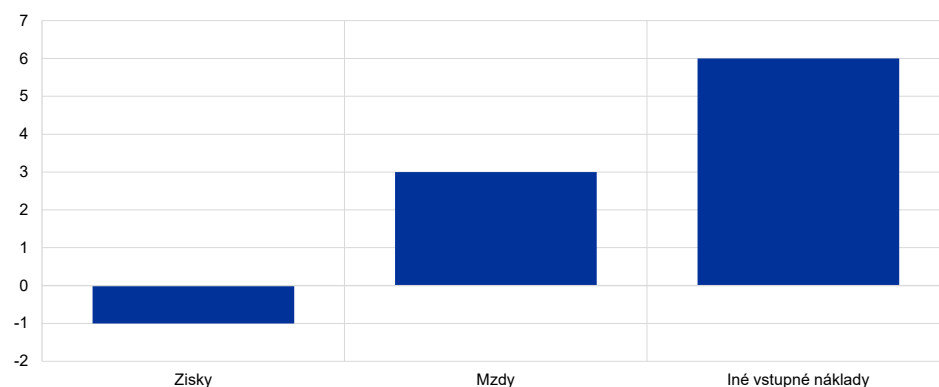
<sup>9</sup> Na výpočet podmieneného vplyvu pripočítame prechod očakávaní jeden rok vopred na tri roky vopred (0,60), spolu s modelovou odpoveďou 3 (-0,31) a obdobím interakcie (0,03). Marginalný účinok sa zvyšuje (0,03), keď sa zvyšuje očakávanie jeden rok vopred, no v prípade respondentov, ktorí si ako hlavnú príčinu zvolili „iné vstupné náklady“, sa začína na výrazne nižšej úrovni (-0,31).

schopná zabezpečiť cenovú stabilitu v priebehu troch rokov.<sup>10</sup> Graf C ukazuje, že vnímaná mediánová pravdepodobnosť dosiahnutia cenovej stability ECB v priebehu troch rokov je najvyššia pri výbere faktora „iné vstupné náklady“. Pri výbere miezd ako hlavného faktora ovplyvňujúceho infláciu je nižšia a pri výbere ziskov je najnižšia.

### Graf C

Vnímaná pravdepodobnosť udržania cenovej stability ECB v priebehu troch rokov a presvedčenie o zdrojoch inflácie

(v p. b.)



Zdroj: ECB (CES).

Poznámka: Vážené odhady. Stĺpce vyjadrujú mediánovú pravdepodobnosť podľa faktorov po odpočítaní celkovej mediánovej pravdepodobnosti. Vypočítaná pravdepodobnosť, že ECB udrží cenovú stabilitu, na základe odpovedí na otázku: „Aká je podľa vás pravdepodobnosť, že Európska centrálna banka (ECB) udrží v nasledujúcich troch rokoch cenovú stabilitu v ekonomike eurozóny?“ Možný rozsah odpovede je 1 – 100.

**Celkovo tieto nové zistenia z prieskumu spotrebiteľských očakávaní naznačujú, že vnímanie hlavných faktorov súčasnej inflácie je spojené s tým, ako si spotrebiteľia vytvárajú strednodobé inflačné očakávania.** Hoci väčšina respondentov považovala za hlavný faktor inflácie v období 12 mesiacov do júna 2023 iné vstupné náklady, to, či sú zisky alebo mzdy vnímané ako významnejší faktor, si vyžiada ďalšie dôkladné monitorovanie. Užitočné bude takisto sledovať, či by táto predstava bola spojená s potenciálnym vplyvom na rast strednodobých inflačných očakávaní a s menšou vnímanou pravdepodobnosťou, že ECB bude schopná udržať cenovú stabilitu v strednodobom horizonte.

<sup>10</sup> Bezpodmienečná mediánová pravdepodobnosť je v súčasnosti na úrovni 42 %. Je však ťažké interpretovať tento ukazovateľ bez dlhších časových radov. Analýza sa preto zamerala na prierezové rozdiely. Základný ukazovateľ bol navrhnutý v kontexte výskumného projektu, ktorý bol zameraný na preskúmanie účinnosti oznámenia ECB o revízii jej stratégie v roku 2021; viac v Ehrmann, M., Georgarakos, D. a Kenny, G.: [Credibility gains from communicating with the public: evidence from the ECB's new monetary policy strategy](#), Working Paper Series, No 2785, ECB, 2023.

## 5 Klimatické zmeny a zelené investície a financovanie podnikov v eurozóne – výsledky prieskumu SAFE

Annalisa Ferrando, Johannes Groß a Judit Rariga

**V tomto boxe sa skúma, ako podniky v eurozóne vnímajú riziká súvisiace s klimatickými zmenami, ako aj ich investičné plány a potreby financovania na zmiernenie vplyvov klimatických zmien.** V období od 25. mája do 26. júna 2023 Európska centrálna banka (ECB) uskutočnila pilotné kolo [prieskumu o prístupe podnikov k financovaniu \(SAFE\)](#), ktorý prvýkrát zahŕňal otázky týkajúce sa vplyvu klimatických zmien na podniky v eurozóne.<sup>1</sup> Podniky sa mali konkrétne vyjadriť k i) dôležitosti, ktorú pripisujú dôsledkom fyzických a transformačných rizík; ii) svojmu investičnému správaniu, pokiaľ ide o zmiernenie rizík alebo zníženie negatívneho vplyvu ich hospodárskych aktivít na životné prostredie; iii) rôznym zdrojom, ktoré si vybrali na financovanie investícií súvisiacich s klimatickými zmenami, a k iv) potenciálnym prekážkam potrebného financovania.

**V existujúcej literatúre sa klimatické riziká bežne zoskupujú na základe ich spúšťačov do fyzických rizík a transformačných rizík.** Fyzické riziká vyplývajú z fyzického vplyvu klimatických zmien na ekonomiku, pričom sem patria aj extrémne výkyvy počasia a meniace sa klimatické modely. Transformačné riziká vyplývajú zo zavádzania prísnejších klimatických noriem, regulácie a spoplatňovania uhlíka, s cieľom podporiť prechod na nízkouhlíkové hospodárstvo. Fyzické riziká možno ďalej rozdeliť na akútne fyzické riziká, ktoré súvisia s prírodnými katastrofami ako lesné požiare, búrky a povodne, a chronické riziká, ktoré súvisia s dlhodobšími zmenami klimatických modelov a vedú k degradácii prírodného prostredia a vyčerpaniu prírodných zdrojov.<sup>2</sup>

**Obavy z dôsledkov klimatických zmien v nasledujúcich piatich rokoch sú v podnikoch v eurozóne pomerne rozšírené (graf A).** V prieskume uviedlo 60 % podnikov v eurozóne, že transformačné riziká spojené s prísnejšími klimatickými

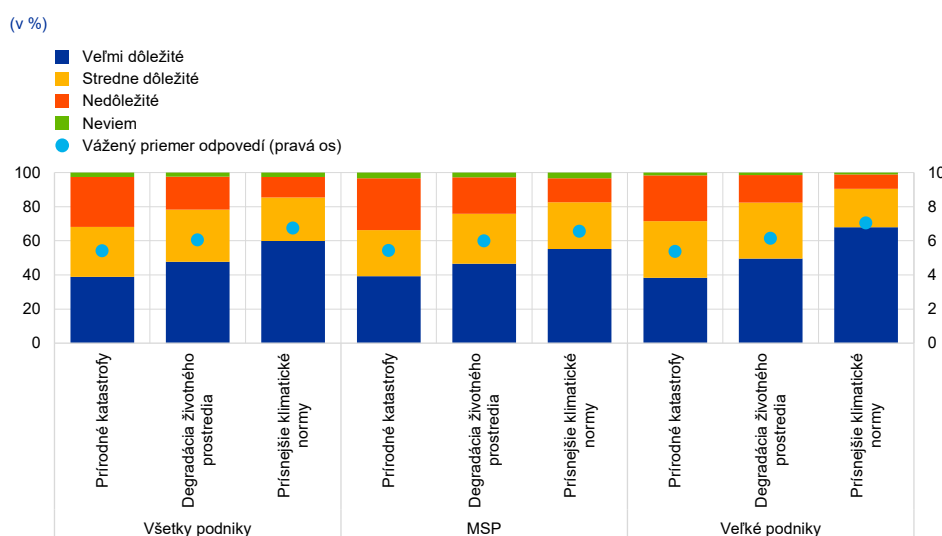
<sup>1</sup> Cieľom tohto pilotného kola prieskumu SAFE bolo posúdiť niekoľko zmien, ktoré sa predpokladajú v prieskume, konkrétne i) zvýšenie frekvencie prieskumu z polročných na štvrťročné, s cieľom poskytnúť včasnejšie informácie o podmienkach financovania firiem; ii) zahnutie nových kvantitatívnych výhľadových otázok týkajúcich sa kľúčových ekonomických premenných a iii) umožnenie nových *ad hoc* otázok. Výsledky tohto pilotného kola ešte neboli publikované na internetovej stránke ECB. Zverejnenie sa predpokladá po dokončení hodnotenia kvality odpovedí. V porovnaní s pravidelným prieskumom, pilotné kolo SAFE zahŕňalo menšiu vzorku podnikov v eurozóne. Vzorka bola vybraná na základe stratifikovaného náhodného výberu v jednotlivých krajinách, veľkostných tried a hospodárskej aktivity, aby bola reprezentatívna pre populáciu podnikov v eurozóne. Celková veľkosť vzorky bola 5 733 podnikov, z toho 5 233 (91 %) boli MSP (s menej ako 250 zamestnancami). Pilotný prieskum sa týkal podnikov v Rakúsku, Belgicku, Fínsku, Francúzsku, Nemecku, Grécku, Írsku, Taliansku, Holandsku, Portugalsku, na Slovensku a v Španielsku.

<sup>2</sup> Bank for International Settlements, [Climate-related risk drivers and their transmission channels](#), April 2021 a Network for Greening the Financial System, [Macroeconomic and financial stability: implications of climate change](#), July 2019. Viac aj na blogu ECB v príspevku Franka Eldersona s názvom [The economy and banks need nature to survive](#), June 2023.

normami považujú za „veľmi dôležité“.<sup>3</sup> Veľké podniky boli v porovnaní s malými a strednými podnikmi (MSP) viac znepokojené transformačnými rizikami, ktoré vyplývajú z prísnejších klimatických noriem, regulácie a spolpatňovania uhlíka. Okrem toho 39 % respondentov bolo veľmi znepokojených prírodnými katastrofami (skóre 7 a viac na stupnici od 1 do 10), zatiaľ čo 48 % uviedlo rovnakú úroveň obáv v súvislosti s degradáciou životného prostredia. To naznačuje, že viacero podnikov je znepokojených dôsledkami degradácie životného prostredia, aj keď svoje vlastné činnosti nepovažujú za zraniteľné z hľadiska bezprostredných prírodných katastrof.

### Graf A

Význam dôsledkov klimatických zmien pre podniky v eurozóne počas nasledujúcich piatich rokov



Zdroj: SAFE ECB a Európskej komisie.

Poznámka: Podniky mali uviesť, aké dôležité sú dôsledky klimatických zmien pre ich súčasný obchodný model o päť rokov na stupnici od 1 (úplne nedôležité) do 10 (mimoriadne dôležité). Údaje v grafe boli rozdelené do troch kategórií: nízka dôležitosť (1 – 3), stredná dôležitosť (4 – 6) a vysoká dôležitosť (7 – 10). Priemer bol vážený veľkostnou triedou, hospodárskou aktivitou a krajinou, aby sa zohľadnila ekonomická štruktúra základnej populácie podnikov.

**Podniky sú znepokojené fyzickým rizikom vyplývajúcim z klimatických zmien, najmä v pobrežných oblastiach a regiónoch, kde bol výskyt lesných požiarov väčší, zatiaľ čo obavy v súvislosti s transformačným rizikom sú rovnomernejšie rozložené vo všetkých regiónoch eurozóny (graf B).**

Z regionálnej analýzy dôležitosti, ktorú podniky pripisujú dôsledkom klimatických zmien, vyplýva, že obavy týkajúce sa prírodných katastrof sú výraznejšie v pobrežných regiónoch alebo oblastiach, ktoré sú historicky zraniteľné voči suchám, požiarom alebo záplavám, najmä v juhoeurópskych a severských krajinách (graf B, panel a vľavo). Naopak obavy týkajúce sa degradácie životného prostredia sa sústreďujú prevažne v regiónoch poznačených cestovným ruchom alebo ťažkým priemyslom (graf B, panel a vpravo). Transformačné riziko je v porovnaní s fyzickým rizikom nielen zdrojom obáv pre viac podnikov, ako ukazuje graf A, ale je tiež

<sup>3</sup> Podobné výsledky sa zistili v prieskume ECB medzi významnými podnikmi zo začiatku roka 2022, ktorý bol zameraný na vplyv klimatických zmien na hospodársku aktivitu a ceny. V odpovedi na otázku o hlavnom vplyve klimatických zmien na podnikanie približne dve tretiny respondentov spomenuli riziká spojené s prechodom na klimaticky neutrálne hospodárstvo, pričom polovica z nich poukázala aj na fyzické riziká vyplývajúce z klimatických zmien. [Vplyv klimatických zmien na hospodársku aktivitu a ceny – zistenia z prieskumu medzi poprednými podnikmi](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2022.

rovnomernejšie rozložené vo všetkých regiónoch eurozóny (graf B, panel b). Keďže právne predpisy v oblasti klímy sa stanovujú najmä na vnútroštátnej alebo európskej úrovni, úroveň dôležitosti, ktorú podniky pripisujú transformačnému riziku, je v každej krajine homogénnejšia v porovnaní s obavami týkajúcimi sa fyzického rizika, ktoré sú viac regionálne zoskupené.



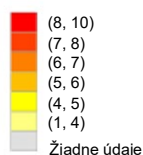
## Graf B

### Význam dôsledkov klimatických zmien počas nasledujúcich piatich rokov – geografické rozloženie

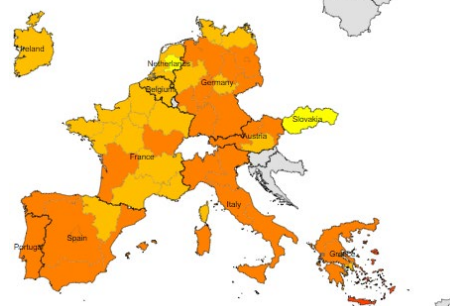
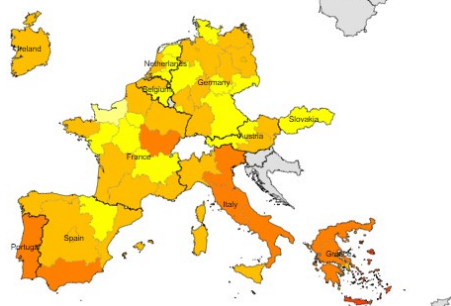
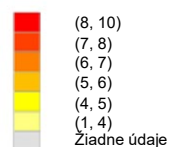
#### a) Fyzické riziko

(vážené priemerné skóre)

##### Riziko prírodnej katastrofy

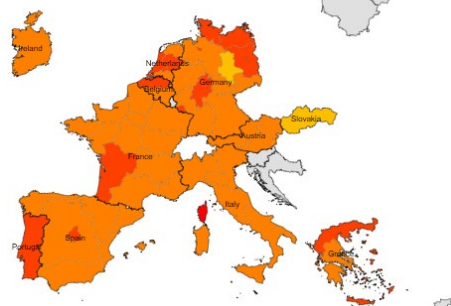
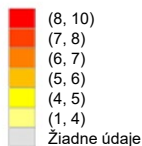


##### Riziko degradácie



#### b) Transformačné riziko

(vážené priemerné skóre)



Zdroj: SAFE ECB a Európskej komisie.

Poznámka: Mapy znázorňujú vážené priemerné skóre významu dôsledkov klimatických zmien pre podniky v nasledujúcich piatich rokoch v členení podľa hlavných socioekonomických regiónov v eurozóne na základe NUTS 1 (klasifikácia z roku 2016). Podniky mali uviesť, aké dôležité sú dôsledky klimatických zmien (prírodné katastrofy, degradácia životného prostredia a prísnejšie klimatické normy) pre ich súčasný obchodný model o päť rokov, na stupnici od 1 (úplne nedôležité) do 10 (mimoriadne dôležité). Vážené priemerné skóre na úrovni NUTS 1 sú priemery odpovedí v každej skupine vážené veľkosťou triedou, hospodárskou aktivitou a krajinou, aby sa zohľadnila ekonomická štruktúra základnej populácie podnikov.

### **Obavy podnikov týkajúce sa rizík prírodných katastrof na úrovni krajiny odrážajú minulé straty a korelujú s očakávanými budúcimi rizikami (graf C).**

Panel a v grafe C ukazuje jasný pozitívny vzťah medzi z prieskumu odvodeným váženým priemerným skóre významnosti rizík prírodných katastroch pre podnikateľskú činnosť podnikov a kumulatívnymi minulými stratami v dôsledku rôznych katastrof za posledných 40 rokov na úrovni krajiny.<sup>4</sup> Korelácia je však menej silná, ak sa porovná z prieskumu odvodené skóre krajín (zoskupené do kategórií s nízkym, stredným a vysokým rizikom) s výhľadovým ukazovateľom odvodeným z aproximácie bankami očakávaných ročných strát z podnikových úverov v dôsledku prírodných katastrof v základnom klimatickom scenári (graf C, panel b).<sup>5</sup> Hodnotenia vyššieho rizika vykonané podnikmi len slabo korelujú s významne vyššími očakávanými budúcimi stratami, ktoré vyplývajú z klimatických zmien. Okrem toho v kategóriách, v ktorých podniky pripisujú veľkú dôležitosť riziku prírodných katastrof, je rozloženie očakávaných strát širšie. To by mohlo naznačovať, že budúci vývoj v oblasti klimatických zmien ešte nie je plne zohľadnený v hodnoteniach rizík podnikmi vzhľadom na stupeň neistoty týkajúcej sa budúcich klimatických scenárov.

<sup>4</sup> Viac informácií k údajom o minulých stratách spôsobených klimatickými zmenami je v [databáze prírodných katastrof \(CATDAT\)](#).

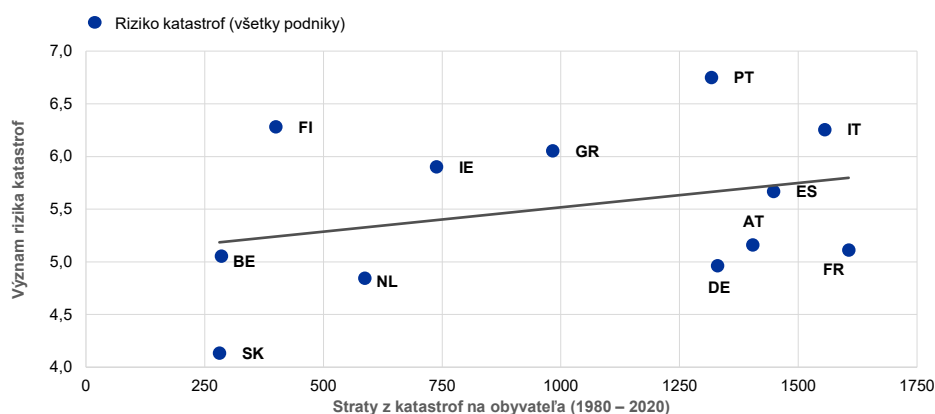
<sup>5</sup> Vychádzajúc zo základného scenára Spoločného výskumného centra Európskej komisie (JRC) (JRC 2017) sa očakávané ročné straty na úrovni krajiny v dôsledku prírodných katastrof (pobrežné a riečne záplavy a víchrice) aproximujú súčtom rizikových skóre na úrovni podnikov, ktoré sú vážené expozíciami podľa podielu podnikových úverov, dlhu a kapitálových expozícií voči finančným inštitúciám. Rizikové skóre na úrovni podnikov vyjadruje podiel portfólia, ktorý je každoročne vystavený riziku z hľadiska celkových aktív, odhadovaný pomocou funkcií JRC týkajúcich sa škôd (Huizinga, De Moel a Szewczyk 2017). Podrobnejšie informácie o analytických ukazovateľoch fyzických rizík a metodike sú v dokumente [ECB Climate-Related Indicators – Analytical indicators on physical risks](#).

### Graf C

Význam rizík prírodných katastrof o päť rokov vzhľadom na minulé a očakávané straty v dôsledku tohto rizika

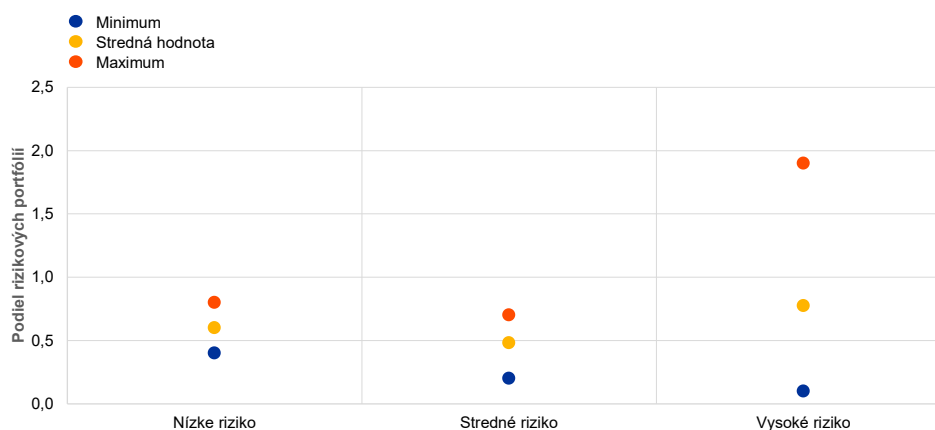
#### a) Historické straty v dôsledku rizika katastrof

(os y: vážené priemerné skóre odpovedí z prieskumov; os x: v mil. EUR)



#### b) Očakávané budúce riziká

(os y: v %; os x: rizikové skupiny odpovedí v prieskume)



Zdroj: SAFE ECB a Európskej komisie, integrovaná databáza prírodných katastrof (CATDAT), analytické ukazovatele ECB týkajúce sa fyzického rizika a výpočty ECB.

Poznámka: Podniky mali v prieskume SAFE uviesť, aké dôležité sú dôsledky rizík prírodných katastrof pre ich súčasný obchodný model o päť rokov, na stupnici od 1 (úplne nedôležité) do 10 (mimoriadne dôležité). Vážené priemerné skóre znázornené na osi y panelu a sú priemery odpovedí na úrovni krajín na základe váženého počtu respondentov. Os x panelu a vyjadruje hodnotu hospodárskych škôd spôsobených počasím a extrémnymi javmi súvisiacimi s klímou za obdobie 1980 – 2020. Os y panelu b ukazuje rozloženie normalizovanej rizikovej expozície, ktorá z pohľadu bánk kvantifikuje podiel rizikového portfólia prostredníctvom ich úverových, dlhových a kapitálových expozícií voči nefinančným spoločnostiam na úrovni krajiny. Na osi x panelu b sa krajiny s priemerným skóre rizika nebezpečenstva pod 5 klasifikujú ako nízko rizikové, v rozmedzí 5 – 6 ako stredne rizikové a nad 6 ako vysoko rizikové. V paneli b je vylúčené Holandsko, keďže ukazovateľ očakávanej ročnej straty nezohľadňuje súčasné a budúce zmiernujúce opatrenia, na základe čoho sa údaje za Holandsko považujú za odľahlú hodnotu.

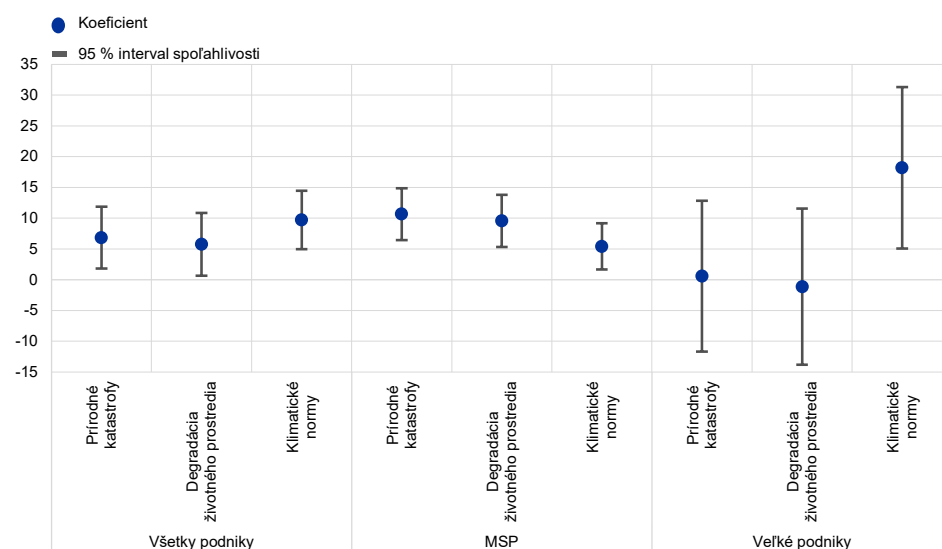
**Väčšina podnikov sa domnieva, že dostatočne investovali alebo plánujú investovať do riešenia klimatických zmien.** Polovica podnikov v eurozóne sa domnieva, že investovali dostatočne na to, aby zmiernili vlastný negatívny vplyv na životné prostredie, a 24 % podnikov plánuje investovať v priebehu nasledujúcich piatich rokov. Zároveň 32 % podnikov uviedlo, že už investovali, a 23 % podnikov tak plánuje urobiť v priebehu nasledujúcich piatich rokov, s cieľom zmierniť vplyv rizika prírodných katastrof. Z hľadiska veľkostných tried sa zdá, že veľké podniky sú aktívnejšie pri znižovaní negatívneho vplyvu svojej činnosti na životné prostredie.

**Prísnejšie klimatické normy sú silnejším stimulom pre podniky, aby investovali do zmiernenia klimatických zmien, ako prírodné katastrofy alebo degradácia životného prostredia (graf D).** Redukované regresie skúmajúce spoločný vplyv troch hlavných klimatických rizík na podnikové klimatické investície naznačujú, že prísnejšie klimatické normy by mohli podnietiť podniky k relatívne väčším investíciám (10 p. b.) v porovnaní s rizikami prírodných katastrof (7 p. b.) alebo degradáciou životného prostredia (6 p. b.).<sup>6</sup> Pri zameraní sa len na MSP však nie je pravdepodobnejšie, že by prísnejšie klimatické normy viac ovplyvnili investície v porovnaní s obavami súvisiacimi s prírodnými katastrofami alebo degradáciou životného prostredia. Naproti tomu pre veľké podniky sú prísnejšie klimatické normy dôležitejšie pre investičné plány. Celkovo by pre podniky mohlo byť jednoduchšie posúdiť náklady spojené s prísnejšími normami (napr. uhlíková daň) než pravdepodobnosť a dôsledky prírodnej katastrofy. Preto by prísnejšie normy mohli byť silnejším stimulom pre podniky, aby investovali do zmiernenia klimatických zmien. Vzhľadom na rastúci tlak na vykazovanie informácií o udržateľnosti by si veľké podniky mali byť viac vedomé svojho vplyvu na klímu.<sup>7</sup>

## Graf D

### Dôsledky klimatických zmien a investície na zmiernenie ich vplyvu

(v p. b.)



Zdroj: SAFE ECB a Európskej komisie a výpočty ECB.

Poznámka: Graf zobrazuje regresné koeficienty znázorňujúce vplyv dôsledkov klimatických zmien na realizované alebo plánované klimatické investície podnikov v eurozóne počas nasledujúcich piatich rokov. Fiktívne premenné týkajúce sa prírodných katastrof, degradácie životného prostredia a prísnejších klimatických noriem majú hodnotu 1, ak podnik uvádza, že tieto obavy sú veľmi dôležité, t. j. obavy majú hodnotu aspoň 7 na stupnici od 1 (úplne nedôležité) do 10 (mimoriadne dôležité). Výsledná premenná je 1, ak podniky investovali alebo v priebehu nasledujúcich piatich rokov plánujú investovať do zmiernenia rizika prírodných katastrof alebo vlastného negatívneho vplyvu na životné prostredie. Abstrahujeme od obratu firiem, nákladov práce, vstupných nákladov nesúvisiacich s prácou a úrokových nákladov, kým regresia zohľadňuje fixné účinky veľkosti podniku (počet zamestnancov), času, odvetvia a lokality na úrovni NUTS 1. Zvislé čiary predstavujú 95 % intervaly spoľahlivosti.

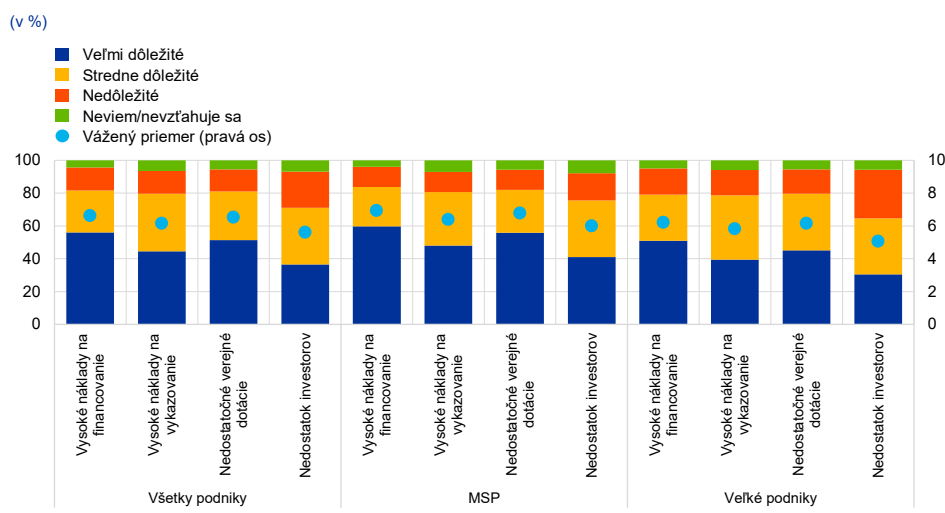
<sup>6</sup> Existujúca literatúra tiež zdôrazňuje úlohu uhlíkových daní pri podpore výroby a inovácií v oblasti zelených technológií. Acemoglu, D., Aghion, P., Bursztyn, L. a D. Hemous: [The Environment and Directed Technical Change](#), *American Economic Review*, Vol. 102, No. 1, February 2012 a Acemoglu, D., Akcigit, U., Hanley, D. a W. Kerr: [Transition to Clean Technology](#), *Journal of Political Economy*, Volume 124, No. 1, February 2016. Hoci je väčšina podnikov v EÚ znepokojená fyzickým rizikom, len málo z nich investuje do väčšej odolnosti. Viac v práci European Investment Bank: [What drives firms' investment in climate action? Evidence from the 2022-2023 EIB Investment Survey](#), 14 June 2023.

<sup>7</sup> Viac informácií je v právnych predpisoch Európskej únie v oblasti [vykazovania údajov o udržateľnosti podnikov](#) veľkými a kótovanými podnikmi (vrátane kótovaných MSP).

**Podniky spomenuli viaceré prekážky brániace prístupu k financovaniu potrebnému na investície do zmiernenia rizík prírodných katastrof alebo na plnenie prísnejších klimatických noriem (graf E).** Viac ako polovica podnikov uviedla, že príliš vysoké úrokové sadzby alebo náklady na financovanie a nedostatočné verejné dotácie predstavujú veľmi dôležité prekážky pri zabezpečovaní investícií súvisiacich s klímou.<sup>8</sup> Podniky môžu tieto náklady považovať za vysoké, pretože sa nemusia dostatočne stotožniť s prínosmi riešenia klimatických rizík. Ako veľmi dôležitú prekážku spomenulo 45 % firiem aj príliš vysoké náklady na podávanie environmentálnych správ, zatiaľ čo 37 % firiem malo veľkú obavu z nedostatočnej ochoty investorov financovať zelené investície. Pokiaľ ide o MSP, všetky prekážky pri zabezpečovaní financovania investícií vyvolávajú u nich väčšie obavy než u veľkých podnikov.

### Graf E

Prekážky financovania investícií na zmiernenie rizík prírodných katastrof alebo splnenie prísnejších klimatických noriem



Zdroj: SAFE ECB a Európskej komisii.

Poznámka: Podniky mali uviesť význam prekážok, ktoré bránia zabezpečeniu financovania investícií na zmiernenie rizík prírodných katastrof alebo na splnenie prísnejších klimatických noriem, na stupnici od 1 (úplne nedôležité) do 10 (mimoriadne dôležité). Graf bol rozdelený do troch kategórií: nízka dôležitosť (1 – 3), stredná dôležitosť (4 – 6) a vysoká dôležitosť (7 – 10). Vzorka zahŕňa podniky, ktoré už investovali alebo plánujú investovať do zelených politík.

**Výsledky prieskumu poukazujú na dôležitú úlohu verejných záruk za úvery a finančných prostriedkov súkromného sektora pri presmerovaní zdrojov na ekologizáciu ekonomiky (graf F).** Popri nedotovaných úveroch a nerozdelených ziskoch sú dôležitým zdrojom financovania podnikov dotované úvery, a to viac pre MSP ako pre veľké podniky. Prieskum SAFE zistil, že v prvom polroku 2023 na financovanie svojho podnikania využilo 19 % podnikov nedotované úvery a len 9 % dotované úvery. Na účely klimatických investícií zároveň 24 % podnikov plánuje využiť nedotované úvery, kým väčší podiel podnikov (34 %) plánuje využiť dotované úvery. Aktuálne výsledky prieskumu ECB o bankových úveroch (BLS) v eurozóne poukazujú na zvýšenú pozornosť bánk, pokiaľ ide o klimatické riziká, a že narastajúce požiadavky na vykazovanie spolu s fiškálnymi podpornými opatreniami

<sup>8</sup> De Haas, R., Martin, R., Muûls, M. a Schweiger, H.: [Managerial and financial barriers to the green transition](#), na základe údajov z prieskumov sa tu zistilo, že úverové obmedzenia aj nedostatočné postupy ekologického riadenia brzdia podnikové investície do zelených technológií.

majú priaznivý vplyv na úvery pre zelené podniky.<sup>9</sup> Banky napríklad vykázali uvoľnenie úverových štandardov a podmienok nových úverov pre zelené podniky, zatiaľ čo v prípade nezelených podnikov sa zaznamenalo celkové sprísnenie. V tejto súvislosti by banky mohli vnímať poskytovanie úverov nezeleným podnikom ako rizikovejšie v porovnaní so zelenými podnikmi.<sup>10</sup> Toto riziko by sa teda mohlo zmierniť využívaním verejných záruk, čím by sa uľahčil proces klimatickej transformácie aj v podnikoch, ktoré síce majú plány transformácie, ale banky ich nepovažujú za zelené.

Na strane podnikov redukované regresie, ktoré skúmajú spoločný vplyv zdrojov financovania na klimatické investície, potvrdzujú, že pravdepodobnosť investícií zvyšuje využitie dotovaných úverov (o 7 p. b.) a nerozdelených ziskov (8 p. b.) (graf F, panel b). Výsledky navyše poukazujú na dôležitosť akciového kapitálu pri podpore podnikových investícií do zmiernovania rizika prírodných katastrof a vlastného negatívneho vplyvu podniku na životné prostredie.<sup>11</sup>

---

<sup>9</sup> [The euro area bank lending survey – Second quarter of 2023](#), ECB, 25 July 2023. V závislosti od dostupnosti údajov banky v prieskume BLS použili na rozlíšenie zelených a nezelených podnikov viaceré zdroje, napríklad informácie špecifické pre jednotlivé podniky z finančných výkazov, správy o udržateľnosti emisií a, ak boli k dispozícii, plány transformácie, najmä v prípade väčších podnikov, aj informácie zozbierané na účely nových úverov na základe dotazníkov (zvyčajne súvisiace s environmentálnymi a sociálnymi kritériami a s kritériami správy a riadenia). Na hodnotenie klimatického rizika pri úveroch pre MSP sa podľa bánk často používali skôr informácie a odhady založené na priemeroch v jednotlivých sektoroch.

<sup>10</sup> Buchetti, B., Miquel-Flores, I., Perdichizzi, S. a Reghezza, A.: [Greening the Economy: How Public-Guaranteed Loans Influence Firm-Level Resource Allocation](#), June 2023; Lamperti, F., Bosetti V., Roventini A., Tavoni M. a Treibich T.: [Three green financial policies to address climate risks](#), *Journal of Financial Stability*, Volume 54, June 2021.

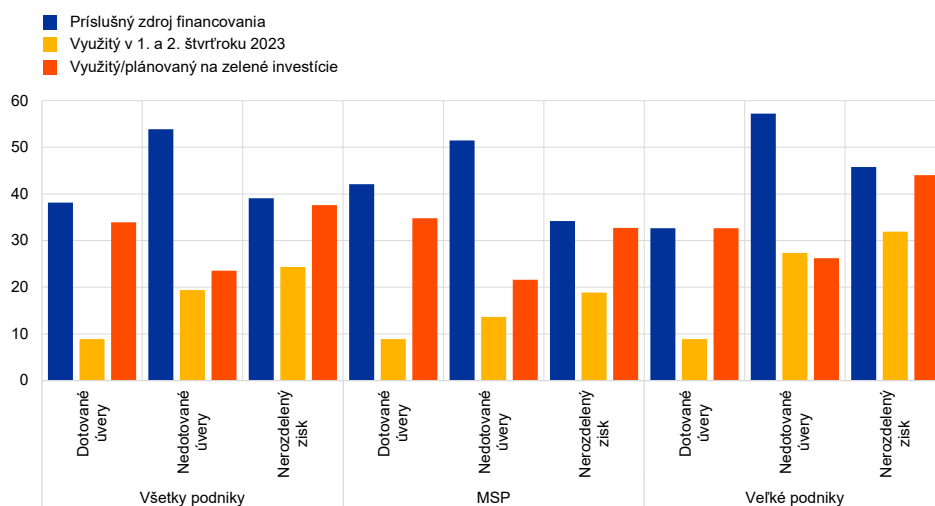
<sup>11</sup> De Haas, R. a Popov A.: [Finance and Green Growth](#), *The Economic Journal*, Vol. 133, Issue 650, February 2023, s. 637–668.

## Graf F

### Využívanie zdrojov financovania na investície do zmiernenia expozície voči nebezpečenstvám a rizik klimatickej politiky

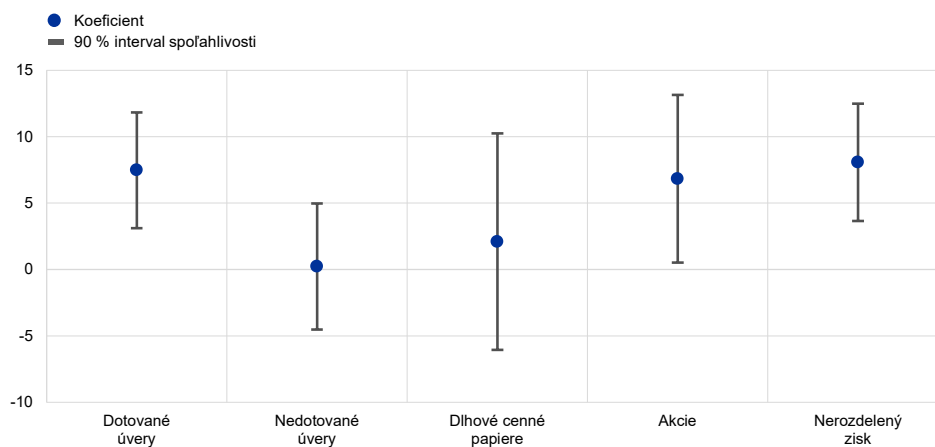
#### a) Využitie zdrojov financovania

(v %)



#### b) Vplyv zdrojov financovania na klimatické investície

(v p. b.)



Zdroj: SAFE ECB a Európskej komisie a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje sa týkajú podnikov, ktoré už investovali alebo plánujú investovať do zelených politík. V paneli a modré stĺpce ukazujú podiel firiem, ktoré považujú určité druhy financovania za relevantné pre svoje podnikanie (v minulosti ich použili alebo zvažujú ich použitie v budúcnosti), a žlté stĺpce ukazujú podiel firiem, ktoré použili určitý druh financovania v prvom štvrťroku alebo v prvých dvoch štvrťrokoch 2023. Červené stĺpce vyjadrujú podiel firiem, ktoré použili alebo plánujú použiť určité druhy financovania na investície do zmiernenia expozície voči katastrofám a rizik klimatických politík. Panel b zobrazuje regresné koeficienty pre zdroje financovania podnikov v eurozóne pri realizovaných alebo plánovaných investíciách na klimatické účely. Fiktívne premenné týkajúce sa dotovaných úverov, nedotovaných úverov, dlhových cenných papierov, akciového kapitálu a nerozdelených ziskov majú hodnotu 1, ak podnik uvádza, že využíva alebo plánuje využiť tieto zdroje financovania na zelené investície. Závislá premenná je fiktívna premenná, ktorá má hodnotu 1, ak podnik investoval alebo plánuje investovať do zmiernenia rizika prírodných katastrof alebo svojho vlastného negatívneho vplyvu na životné prostredie v priebehu nasledujúcich piatich rokov, a hodnotu 0, ak podnik neinvestoval. Regresia zahŕňa fixné účinky veľkosti, času, sektora a lokality na úrovni NUTS 1. Zvislé čiary predstavujú 90 % intervaly spoľahlivosti.

## 6 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 10. mája do 1. augusta 2023

Jens Budde a Petra Fricke

**V tomto boxe sa opisuje stav likvidity a menovopolitické operácie Eurosystemu počas tretieho a štvrtého obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2023.** Tieto dve udržiavacie obdobia trvali spoločne od 10. mája do 1. augusta 2023 (sledované obdobie).

**Rada guvernérov na zasadnutiach 4. mája a 15. júna 2023 zvýšila svoje tri menovopolitické sadzby vždy o 25 bázických bodov.** Tieto zvýšenia nadobudli účinnosť v treťom a štvrtom období udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2023.

**Nadbytočná likvidita v bankovom systéme eurozóny sa počas sledovaného obdobia výrazne znížila.** Dôvodom bola skutočnosť, že 28. júna 2023 bola splatná štvrtá operácia tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III) a banky tiež predčasne splatili prostriedky z iných TLTRO. Ďalším faktorom, aj keď v menšej miere, bolo postupné znižovanie objemu portfólia programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP) po tom, ako Eurosystem od 1. júla ukončil reinvestície v tomto programe. Pokračujúci pokles čistých autonómnych faktorov, ktoré dodávali likviditu do systému, čiastočne vyvážil zníženie nadbytočnej likvidity. Čisté autonómne faktory klesajú od skončenia uplatňovania záporných úrokových sadzieb v júli 2022, a to najmä v dôsledku poklesu vládnych vkladov.

### 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 189,8 mld. € na 1 836,9 mld. €.** V porovnaní s prvým a druhým udržiavacím obdobím v roku 2023 bol tento pokles takmer výlučne spôsobený znížením čistých autonómnych faktorov o 189,4 mld. € na 1 671,9 mld. € (časť tabuľky A s názvom Ostatné informácie o likvidite), pod ktorý sa podpísal pokles autonómnych faktorov absorbujúcich likviditu a nárast autonómnych faktorov poskytujúcich likviditu. Povinné minimálne rezervy klesli len mierne o 0,3 mld. € na 165 mld. €.

**Autonómne faktory absorbujúce likviditu sa v sledovanom období znížili o 127,6 mld. € na 2 804,4 mld. €, a to najmä v dôsledku poklesu vládnych vkladov a iných autonómnych faktorov.** Vládne vklady (časť tabuľky A s názvom Pasíva) sa počas sledovaného obdobia znížili v priemere o 113,9 mld. € na 255,8 mld. €, pričom najväčší pokles bol zaznamenaný v treťom udržiavacom období. Toto zníženie odráža pokračujúcu normalizáciu hotovostných rezerv v držbe štátnych pokladníc a úpravu ich stratégií riadenia hotovosti v dôsledku nižšej hornej sadzby úročenia vládnych vkladov v národných centrálnych bankách od 1. mája



2023. Priemerná hodnota bankoviek v obehu sa v sledovanom období zvýšila o 8,2 mld. € na 1 565,3 mld. €.

### Autonómne faktory poskytujúce likviditu stúpili o 62 mld. € na 1 133 mld. €.

Čisté aktíva v eurách sa v sledovanom období zvýšili o 55,7 mld. €. Tento nárast bol hlavne dôsledkom pokračujúceho poklesu záväzkov voči nerezidentom eurozóny v eurách v treťom udržiavacom období. Ten je zase odrazom úpravy stratégií riadenia hotovosti zákazníkov služieb Eurosystemu v oblasti správy rezerv (Eurosystem reserve management services – ERMS), keďže úročenie vkladov držaných v rámci ERMS sa tiež upravilo od 1. mája 2023. Čisté zahraničné aktíva sa zvýšili o 6,2 mld. €.

Prehľad vyššie spomínaných autonómnych faktorov a ich zmien je uvedený v tabuľke A.<sup>1</sup>

## Tabuľka A

### Stav likvidity v Eurosysteme

#### Pasíva

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 10. máj 2023 – 1. august 2023						Predchádzajúce sledované obdobie: 8. február 2023 – 9. máj 2023	
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie: 10. máj – 20. jún		Štvrté udržiavacie obdobie: 21. jún – 1. august		Prvé a druhé udržiavacie obdobie	
<b>Autonómne faktory absorbujúce likviditu</b>	2 804,4	(-127,6)	2 823,8	(-104,1)	2 784,5	(-39,3)	2 932,0	(-136,5)
Bankovky v obehu	1 565,3	(+8,2)	1 563,7	(+3,8)	1 567,0	(+3,3)	1 557,1	(-6,1)
Vládne vklady	255,8	(-113,9)	256,4	(-104,3)	255,2	(-1,2)	369,7	(-62,9)
Ostatné autonómne faktory (čisté) <sup>1</sup>	983,3	(-21,9)	1 003,7	(-3,7)	962,3	(-41,4)	1 005,2	(-67,5)
<b>Bežné účty presahujúce povinné minimálne rezervy</b>	14,4	(-6,9)	16,8	(-0,1)	11,8	(-5,0)	21,3	(-16,1)
<b>Povinné minimálne rezervy<sup>2</sup></b>	165,0	(-0,3)	164,8	(-1,0)	165,1	(+0,3)	165,3	(-2,0)
<b>Jednodňové sterilizačné operácie</b>	3 919,0	(-126,4)	4 126,4	(+130,3)	3 706,6	(-419,8)	4 045,4	(-241,1)
<b>Dolaďovacie operácie na sťahnutie likvidity</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 predchádzajúcej revízii alebo predchádzajúcemu udržiavaciemu obdobiu.

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

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

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

## Aktíva

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 10. máj 2023 – 1. august 2023						Predchádzajúce sledované obdobie: 8. február 2023 – 9. máj 2023	
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie: 10. máj – 20. jún		Štvrté udržiavacie obdobie: 21. jún – 1. august		Prvé a druhé udržiavacie obdobie	
<b>Autonómne faktory poskytujúce likviditu</b>	1 133,0	(+62,0)	1 145,8	(+63,4)	1 119,9	(-25,9)	1 071,0	(+81,8)
Čisté zahraničné aktíva	938,2	(+6,2)	948,2	(+3,3)	927,9	(-20,4)	932,0	(-18,5)
Čisté aktíva v eurách	194,8	(+55,7)	197,5	(+60,1)	192,0	(-5,5)	139,0	(+100,3)
<b>Nástroje menovej politiky</b>	5 766,7	(-326,6)	5 986,4	(-38,5)	5 546,8	(-439,6)	6 093,4	(-477,6)
Operácie na voľnom trhu	5 766,6	(-326,7)	5 986,3	(-38,5)	5 546,7	(-439,6)	6 093,3	(-477,6)
Úverové operácie	897,5	(-274,7)	1 102,2	(-17,0)	692,9	(-409,3)	1 172,3	(-454,5)
MRO	6,3	(+5,0)	1,6	(+0,2)	10,9	(+9,2)	1,2	(-0,4)
Trojmesačné LTRO	3,8	(+1,4)	2,1	(-0,0)	5,5	(+3,4)	2,5	(+0,1)
Operácie TLTRO III	887,5	(-281,1)	1 098,4	(-17,1)	676,5	(-421,9)	1 168,6	(-453,3)
Portfóliá priamych nákupov <sup>1</sup>	4 869,1	(-51,9)	4 884,1	(-21,5)	4 853,8	(-30,4)	4 921,0	(-23,1)
Jednodňové refinančné operácie	0,1	(+0,1)	0,1	(+0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(+0,0)

Zdroj: ECB.

Poznámka: Všetky hodnoty v tabuľke sú zaokrúhlené na najbližších 0,1 mld. €. Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu oproti predchádzajúcej revízii alebo predchádzajúcemu udržiavaciemu obdobiu. „MRO“ označuje hlavné refinančné operácie, „LTRO“ označuje dlhodobjšie refinančné operácie.

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: 10. máj 2023 – 1. august 2023						Predchádzajúce sledované obdobie: 8. február 2023 – 9. máj 2023	
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie: 10. máj – 20. jún		Štvrté udržiavacie obdobie: 21. jún – 1. august		Prvé a druhé udržiavacie obdobie	
Celková spotreba likvidity <sup>1</sup>	1 836,9	(-189,8)	1 843,2	(-168,6)	1 830,3	(-12,9)	2 026,6	(-220,4)
Čisté autonómne faktory <sup>2</sup>	1 671,9	(-189,4)	1 678,4	(-167,6)	1 665,2	(-13,2)	1 861,3	(-218,3)
Nadbytočná likvidita <sup>3</sup>	3 933,3	(-133,4)	4 143,1	(+130,2)	3 718,3	(-424,8)	4 066,7	(-257,2)

Zdroj: ECB.

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

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

2) Vypočítava sa ako rozdiel medzi 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 sadzieb

(priemerné hodnoty; v % a p. b.)

	Aktuálne sledované obdobie: 10. máj 2023 – 1. august 2023				Predchádzajúce sledované obdobie: 8. február 2023 – 9. máj 2023			
	Tretie udržiavacie obdobie: 10. máj – 20. jún		Štvrté udržiavacie obdobie: 21. jún – 1. august		Prvé udržiavacie obdobie		Druhé udržiavacie obdobie	
MRO	3,75	(+0,25)	4,00	(+0,25)	3,00	(+0,50)	3,50	(+0,50)
Jednodňové refinančné operácie	4,00	(+0,25)	4,25	(+0,25)	3,25	(+0,50)	3,75	(+0,50)
Jednodňové sterilizačné operácie	3,25	(+0,25)	3,50	(+0,25)	2,50	(+0,50)	3,00	(+0,50)
€STR	3,148	(+0,250)	3,401	(+0,253)	2,400	(+0,498)	2,898	(+0,498)
RepoFunds Rate Euro	3,134	(+0,253)	3,400	(+0,266)	2,402	(+0,774)	2,881	(+0,480)

Zdroj: ECB, CME Group a Bloomberg.

Poznámka: Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu v percentuálnych bodoch oproti predchádzajúcej revízii alebo predchádzajúcemu 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 326,6 mld. € na 5 766,7 mld. € (graf A).**

Zníženie likvidity bolo spôsobené predovšetkým poklesom úverových operácií.

**Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom úverových operácií sa v sledovanom období znížil o 274,7 mld. €.** Tento pokles odráža najmä zníženie nesplatených súm TLTRO III, a to v dôsledku splatnosti štvrtej operácie TLTRO III (476,8 mld. €) a predčasného splatenia iných TLTRO bankami (29,5 mld. €) 28. júna, v štvrtom udržiavacom období. V rovnakom udržiavacom období sa zároveň mierne zvýšili nesplatené sumy v rámci štandardných refinančných operácií Eurosystemu (MRO a trojmesačných LTRO).

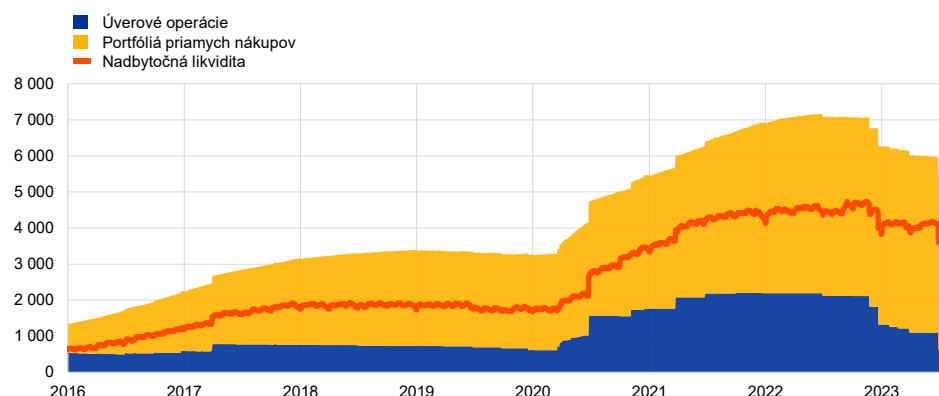
**Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom držby portfólií priamych nákupov sa v sledovanom období znížil o 51,9 mld. €.** Čistý nákup aktív v rámci núdzového pandemického programu nákupu bol ukončený ku koncu marca 2022 a odvtedy Eurosystem istinu zo splatných cenných papierov nakúpených v rámci tohto programu v plnej miere reinvestuje. Pokiaľ ide o program APP, v súlade s rozhodnutím Rady guvernérov sa reinvestície istiny zo splatných cenných papierov do konca júna znižovali v priemere o 15 mld. € mesačne a od 1. júla sa úplne zastavili.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Cenné papiere držané v portfóliu priamych nákupov sa vykazujú v amortizovanej hodnote a na konci každého štvrťroka sa preceňujú, čo má tiež vplyv na celkové priemery a zmeny týchto portfólií.

## Graf A

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

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 1. augusta 2023.

## Nadbytočná likvidita

**Nadbytočná likvidita sa znížila o 467,8 mld. € zo 4 114 mld. € k poslednému dňu predchádzajúceho sledovaného obdobia na 3 646,1 mld. € k 1. augustu, poslednému dňu tohto sledovaného obdobia.** Objem priemernej nadbytočnej likvidity sa v sledovanom období znížil o 133,4 mld. € a dosiahol úroveň 3 933,3 mld. €. Nadbytočná likvidita je súčet bankových rezerv presahujúcich požiadavky na povinné minimálne rezervy a rozdielu objemu použitých jednoduchových sterilizačných operácií a jednoduchových refinančných operácií. Odzrkadľuje rozdiel medzi celkovou likviditou poskytnutou bankovému systému a potrebami likvidity zo strany bánk. Nadbytočná likvidita po dosiahnutí maxima na úrovni 4,748 bil. € v novembri 2022 začala následne klesať, najmä v dôsledku splatnosti operácií TLTRO III a ich predčasného splácania, bez vplyvu autonómnych faktorov.

## Vývoj úrokových sadziieb

**Krátkodobá eurová sadzba (€STR) sa v dôsledku zvyšovania menovopolitických sadziieb ECB zvýšila o 51 bázických bodov, z 2,894 % k 9. máju, poslednému dňu predchádzajúceho sledovaného obdobia, na 3,404 % k 1. augustu<sup>3</sup>, poslednému dňu tohto sledovaného obdobia.** Prenos zvýšenia menovopolitických sadziieb v máji a júni 2023 do jednoduchových sadziieb na nezabezpečenom peňažnom trhu bol úplný a okamžitý. €STR sa počas aktuálneho sledovaného obdobia obchodovala v priemere o 10,1 bázického bodu pod úrokovou

<sup>3</sup> Sadzba k 1. augustu bola ovplyvnená aj júlovými efektmi konca mesiaca.

sadzbu jednodňových sterilizačných operácií, podobne ako v prvých dvoch udržiavacích obdobiach v roku 2023.

**Repo sadzba eurozóny meraná indexom RepoFunds Rate Euro sa zvýšila o 55,7 základného bodu, z 2,881 % k 9. máju na 3,438 % k 1. augustu (pozri poznámku pod čiarou č. 3).** Prenos zvýšenia menovopolitických sadzieb ECB do zabezpečeného peňažného trhu bol tiež okamžitý a úplný. Repo trh naďalej fungoval riadne vďaka viacerým faktorom, vrátane vyšších čistých emisií od začiatku roka a uvoľnenia mobilizovaného kolaterálu z dôvodu splatnosti operácií TLTRO, ako aj poklesu nesplatených aktív v rámci APP.

Cyril Couaillier, Maria Dimou a Conor Parle

**Banky rozdeľujú kapitál investorom na akciovom trhu buď vyplácaním dividend, alebo spätným odkupom akcií, čo má nejednoznačný vplyv na transmisiu menovej politiky prostredníctvom bánk.** Distribúcia kapitálu môže byť na jednej strane prospešná pre transmisiu menovej politiky v dlhodobom horizonte tým, že banky budú atraktívne pre investorov. Po prvé, distribúcia kapitálu signalizuje dôveru manažérov v očakávaný tok ziskov ich banky alebo hodnotenie, že súčasná cena akcií banky je podhodnotená. Po druhé, vyplatenie dividend umožňuje investorom zvýšiť kontrolu nad hotovosťou vytvorenou bankou a profitovať zo súvisiacich výplat, miesto toho, aby ju v plnej miere ponechali k dispozícii manažmentu. Prostredníctvom týchto dvoch kanálov môže distribúcia kapitálu signalizovať investorom na akciových trhoch životaschopnosť banky. To prispieva k nižším nákladom banky na akciový kapitál, keď môže jednoduchšie získať zdroje prostredníctvom emisií na finančných trhoch. Napokon, nižšie náklady na akciový kapitál môžu v konečnom dôsledku podporiť finančné zdravie bánk, vďaka čomu si zachovávajú schopnosť plynulej transmisie menovej politiky. Na druhej strane distribúcia kapitálu znižuje kapitálové ukazovatele bánk, pričom ostatné faktory zostávajú nezmenené. Táto distribúcia by mohla byť prejavom minulého alebo budúceho hospodárskeho zhoršenia, keďže banky môžu rozdeliť kapitál, ktorý nemali príležitosť rozdeliť (a neočakávajú takúto potrebu) na uspokojenie dopytu po úveroch na investičné účely. Distribúcia by potom zodpovedala transmisii sprísňovania menovej politiky. Okrem toho by znížená sprostredkovateľská kapacita prispela aj k bankami vyvolanej transmisii sprísňovania menovej politiky, keďže nižšie kapitálové vankúše by napomohli k sprísneniu úverových podmienok. Najmä v časoch neistoty však nadmerné alebo zle načasované výplaty môžu zvýšiť napätie a brániť hladkej transmisii menovej politiky v situácii, keď bol finančný systém zasiahnutý šokom.<sup>1</sup> Za určitých okolností to môže zvýšiť náchylnosť finančného systému na riziko finančnej nestability. Banky by preto mali dodržiavať obozretné politiky vyplácania.

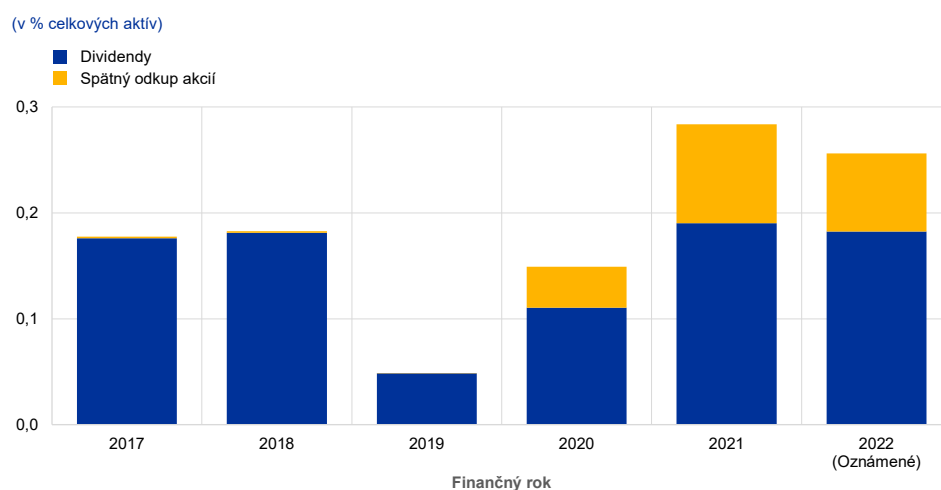
**Od konca najakútnejšej fázy pandémie a uplynutia platnosti odporúčania bankového dohľadu ECB, aby sa obmedzili výplaty dividend, banky v eurozóne rozdelili kapitál rýchlym tempom, najmä prostredníctvom programov značného spätného odkupu (graf A), čím sa dobiehalo ušlé rozdelenie v predchádzajúcich rokoch.** Nová databáza dividend a spätného odkupu akcií na úrovni bánk v eurozóne, ktorá vychádza z výročných správ, objasňuje dynamiku distribúcie akciového kapitálu. Tieto údaje umožňujú preskúmať očakávané výplaty za finančný rok 2022 (ktoré sa majú realizovať v roku 2023) a posúdiť dynamiku vyplácania na mikroúrovni aj makroúrovni. Odporúčanie bankového dohľadu ECB z marca 2020, aby sa počas pandémie zastavili výplaty dividend, viedlo k prudkému poklesu distribúcie kapitálu v danom roku, keďže mnohé

<sup>1</sup> Napríklad spätný odkup akcií by mohol byť výsledkom toho, že odmena generálnych riaditeľov je viazaná na cenu akcií. Distribúcia kapitálu, ktorá nie je založená na fundamentoch, by mohla zhoršiť sprostredkovateľskú schopnosť bánk.

banky zrušili plánované výplaty zo ziskov za rok 2019 (graf A). V decembri 2020 bolo toto odporúčanie zmenené a banky boli požiadané, aby sa zdržali výplat alebo ich obmedzili. Od uplynutia platnosti uvedeného odporúčania v septembri 2021 banky v eurozóne obnovili výplaty, pričom v porovnaní s rokmi pred pandémiou sa zvýšil ich objem, stále však nedosiahol úroveň distribúcie, ktorá bola naplánovaná na roky 2020 a 2021. Zatiaľ čo výplaty dividendy sú mierne nad predpandemickou úrovňou, zvýšenie distribúcie kapitálu vo veľkej miere vyplýva zo spätného odkupu akcií. Spätné odkupy akcií tvoria 33 % výplat zo ziskov za rok 2021 a 29 % plánovaných výplat zo ziskov za rok 2022 (graf A, žlté stĺpce), zatiaľ čo v rokoch 2017 až 2019 spätný odkup prakticky neexistoval.

### Graf A

Rozdelenie dividend a spätný odkup ako percentuálny podiel na celkových aktívach

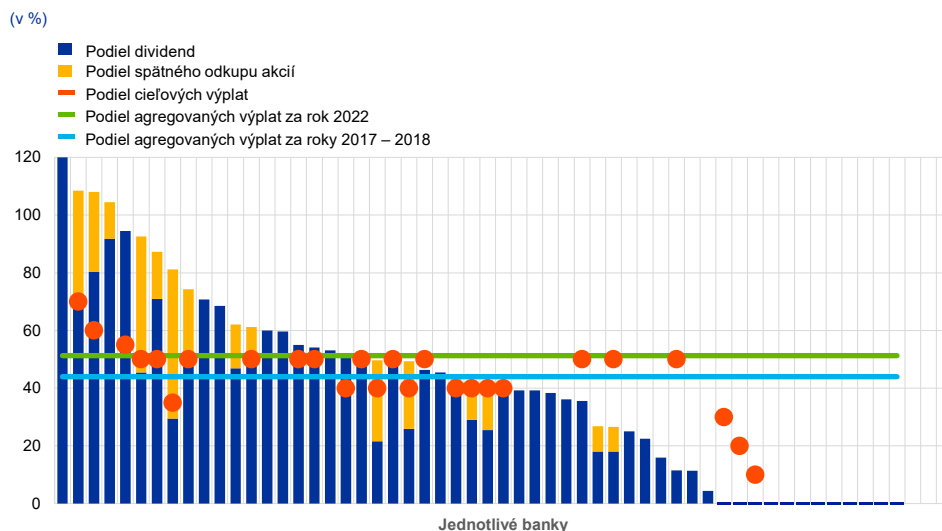


Zdroj: Finančné účty bánk a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje agregovanú ročnú hodnotu výplat dividend a spätného odkupu akcií na účely zrušenia na vzorke 57 bánk v eurozóne, tvorenú zo súčtu priemerov celkových aktív za každý rok za každú banku. Ak nie sú k dispozícii údaje za daný finančný rok, sú použité celkové aktíva za nasledujúci finančný rok. Hodnoty sú prevzaté z výročných správ každej banky a predstavujú súčet priebežných platieb uskutočnených pred koncom referenčného finančného roka a konečných platieb uskutočnených po konci daného roka, pričom oba druhy platieb súvisia so ziskmi dosiahnutými počas referenčného finančného roka. Posledné údaje sa týkajú distribúcie ziskov za rok 2022 (ktoré sa majú vyplatiť v roku 2023).

## Graf B

### Podiel realizovaných výplat zo ziskov bánk v roku 2022 a podiel cieľových minimálnych výplat



Zdroj: Finančné účty bánk, výkazy na účely dohľadu ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Graf zobrazuje celkový spätný odkup a výplatu dividend zo ziskov súvisiacich s finančným rokom 2022 ako podiel čistého zisku jednotlivých bánk v danom roku. Krajný ľavý stĺpec predstavuje celkový pomer 350 % za banku, ktorá v roku 2023 vykonala mimoriadnu výplatu súvisiacu s finančným rokom 2022. Body znázorňujú podiely cieľových minimálnych výplat za podzorku bánk, ktoré takéto ciele zverejňujú. Zelená a svetlomodrá plná čiara zobrazuje podiel agregovaných výplat (definovaný ako súčet celkových výplat vydelený súčtom čistých ziskov všetkých bánk vo vzorke) za rok 2022, resp. za obdobie 2017 – 2018. Obdobie 2019 – 2021 nie je zahrnuté, pretože bolo aspoň sčasti ovplyvnené pandemiou. Krátke čiarky na pravej strane rovnajúce sa nule zodpovedajú bankám, ktoré v čase analýzy neplánovali výplatu dividend ani spätný odkup za finančný rok 2022. Všetky podiely sa týkajú distribúcie ziskov za rok 2022 (ktoré sa majú vyplatiť v roku 2023).

### Objem výplat, z hľadiska celkovej výplaty aj významu mimoriadnych spätných odkupov, sa v jednotlivých bankách značne líši (graf B), pričom podľa plánov bánk je pravdepodobné ďalšie zvýšenie dividend.

Vzorka kótovaných bánk v eurozóne súhrnne vyplatila alebo má v úmysle vyplatiť približne 50 % svojich celkových ziskov za rok 2022 formou dividend a spätného odkupu (zelená čiara v grafe B), čo je výrazne nad agregovaným podielom výplat na úrovni 44 % za finančné roky 2017 a 2018 (posledné dva roky neovplyvnené pandemiou, svetlomodrá čiara v grafe B), ale vo všeobecnosti v súlade s dobiehaním ušlej distribúcie.<sup>2</sup> Agregované objemy však zakrývajú značné rozdiely medzi jednotlivými bankami, najmä pokiaľ ide o spätný odkup akcií (žlté stĺpce v grafe B). Uvedené dôvody spätného odkupu sa líšia, keď niektoré sú označené ako štrukturálne položky, ale väčšinou sú mimoriadne.<sup>3</sup> Naznačuje to napríklad skutočnosť, že väčšina rozdielov medzi skutočnými podielmi výplat a cieľovými podielmi výplat prevzatými z verejných správ bánk zodpovedá spätnému odkupu akcií. Cieľový podiel výplaty väčšiny bánk sa pohybuje medzi 40 % a 60 %; niektoré banky však majú oveľa nižšie podiely, ak obnovujú kapitál po obdobiach stresu, akými bola globálna finančná kríza a kríza štátneho dlhu (oranžové bodky v grafe B). Okrem

<sup>2</sup> Podiel výplat zo zisku za rok 2019 bol v nadväznosti na odporúčanie ECB nízky, pričom následný podiel zo ziskov za rok 2020 sa výrazne zvýšil, keďže výplaty sa do určitej miery obnovili. Kombinovaný podiel výplat za roky 2019 a 2020 bol vo všeobecnosti v súlade s predpandemickými hodnotami, čo naznačuje určitú mieru dobiehania.

<sup>3</sup> Výročné správy niektorých bánk spájajú mimoriadny spätný odkup akcií s predajom dcérskych spoločností. Iné banky uvádzajú, že priamym cieľom je zníženie prebytočného kapitálu, aby sa zachovala efektívna kapitálová štruktúra, alebo opisujú spätný odkup ako súčasť bežnej politiky vyplácania.



toho, napriek zvýšeniu vyplatených dividend v porovnaní s obdobím pred pandémiou, mnohé banky stále nedosahujú svoje ciele alebo dividendy vôbec nevyplácajú. Je možné, že banky s menším dostupným kapitálom alebo banky, ktoré čelia iným regulačným obmedzeniam, dividendy zvýšia, keď sa ich situácia vráti do normálu a narastie konkurenčný tlak, čo v budúcnosti povedie k ďalšiemu nárastu agregovaných dividend.

**Banky zvyknú rozdeľovať viac kapitálu, keď sú ziskovejšie, majú vyššiu kvalitu aktív (meranú ukazovateľmi nesplácaných úverov) a väčšiu likviditu, a tiež zvyknú distribúciu v priebehu času vyrovnať, o čom svedčí odložená distribúcia (graf C).** Tieto korelácie potvrdzuje viacročná ekonometrická analýza, ktorá naznačuje, že výnosy bánk z výplat (t. j. výplaty ako percentuálny podiel akciového kapitálu banky) sú stimulované ich odložením, ako aj rentabilitou vlastného kapitálu (ROE) a ukazovateľmi nesplácaných úverov (NPL) bánk (graf D), ako sa tiež uvádza v literatúre.<sup>4</sup> Podľa odhadov sa každý dodatočný percentuálny bod ROE za bankový sektor ako celok premieta do zvýšenia výplat o 2 mld. €. Zvýšenie čistých úrokových marží bánk v kontexte sprísňovania menovej politiky od polovice roka 2022 pravdepodobne pozitívne prispelo k doterajšej distribúcii kapitálu bánk. Zároveň je pravdepodobné, že vplyv sprísnenia v priebehu času spomalí ziskovosť, a to v dôsledku oslabenia rastu úverov, zväčšenia kreditného rizika a zvýšenia úrokových sadzieb z vkladov, čím sa obmedzí priestor pre ďalšie výplaty. Okrem toho z analýzy vyplýva, že banky s lepšou likviditnou pozíciou, vyjadrenou ukazovateľom krytia likvidity (LCR), realizujú tiež vyššie výplaty. Celkovo sa zdá, že najviac dividend za posledné roky vyplácali tie banky, ktoré boli najlepšej pozícii na takéto výplaty.<sup>5</sup>

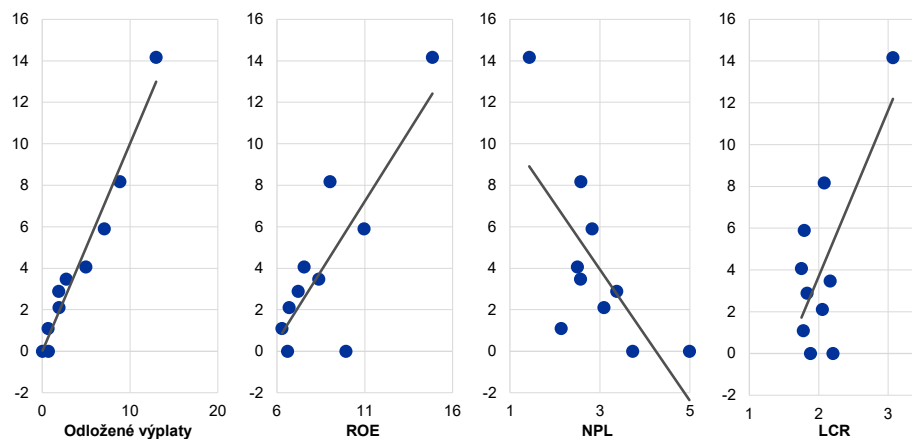
<sup>4</sup> Viac aj v Belloni, M., Grodzicki, M. a Jarmuzek, M.: Why European banks adjust their dividend payouts?, *Working Paper Series*, No 2765, ECB, January 2023; Theis, J. a Dutta, A. S.: Explanatory factors of bank dividend policy: revisited, *Managerial Finance*, Vol. 35, Issue 6, 2009 a Dickens, R. N., Casey, K. M. a Newman, J. A.: Bank Dividend Policy: Explanatory Factors, *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 41, No 1/2, 2002, s. 3-12.

<sup>5</sup> Ďalšie výpočty navyše ukazujú, že vzťah medzi výplatami a dostupným kapitálom vyplýva aj zo skutočnosti, že, v prípade vzorky bánk, ktoré investorom oznamujú svoj cieľový podiel kapitálu, väčšie výplaty realizujú banky s vyšším prebytočným kapitálom.

## Graf C

### Výplaty zo ziskov za rok 2022 a ich odloženie, ROE, NPL a LCR

(os x: v % akciového kapitálu (prvý a druhý panel), v % úverov (tretí panel) a ukazovateľ krytia likvidity (štvrtý panel); os y: v % akciového kapitálu)



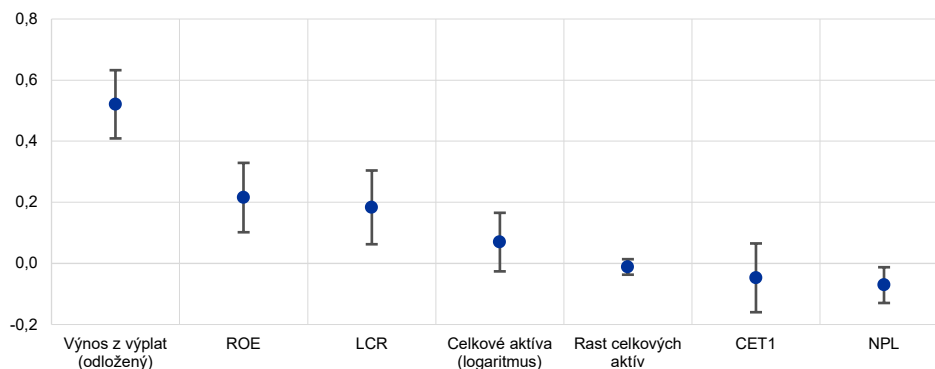
Zdroj: Finančné účty bánk, výkazy na účely dohľadu ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje decily distribúcie ročných výnosov bánk z výplat (dividendy a spätné odkupy akcií vydelené účtovnou hodnotou akciového kapitálu) k ich odloženiu a odloženým hodnotám ROE, LCR, veľkosti banky (logaritmus celkových aktív), ročnej miery rastu celkových aktív, podielu vlastného kapitálu Tier 1 (CET1) a ukazovateľa nesplácaných úverov (NPL). Regresie zahŕňajú aj ročné fixné účinky. Vysvetľujúce premenné sú odložené o jeden rok. Premenné sú odstupňované (stredná nulová hodnota a štandardná chyba 1). Chybové pruhy znázorňujú intervaly spoľahlivosti 90 %. Štandardné chyby sú zoskupené na úrovni bánk. Vzorové obdobie sa vzťahuje na finančné roky 2016 až 2022, okrem roku 2019 v dôsledku odporúčania bankového dohľadu ECB týkajúceho sa výplaty dividend a spätného odkupu akcií. Posledné údaje sa týkajú rozdelenia ziskov za rok 2022 (ktoré sa majú vyplatiť v roku 2023). Výsledky zahŕňajú vzorku 57 bánk v eurozóne.

## Graf D

### Regresné koeficienty vysvetľujúce výnosy z výplat zo ziskov z rokov 2016 až 2022

(regresné koeficienty zobrazujúce vplyv 1 p. b. odloženého výnosu z výplat, ROE, LCR, rastu celkových aktív, CET1 a NPL a 1 logaritmu celkových aktív na výnos z výplat v p. b.)



Zdroj: Finančné účty bánk, výkazy na účely dohľadu ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje regresné koeficienty ročných výnosov bánk z výplat (dividendy a spätné odkupy vydelené účtovnou hodnotou akciového kapitálu) k ich odloženiu a odloženým hodnotám ROE, LCR, veľkosti banky (logaritmus celkových aktív), ročnej miery rastu celkových aktív, podielu vlastného kapitálu Tier 1 (CET1) a ukazovateľa nesplácaných úverov (NPL). Regresie zahŕňajú aj ročné fixné účinky. Vysvetľujúce premenné sú odložené o jeden rok. Premenné sú odstupňované (stredná nulová hodnota a štandardná chyba 1). Chybové pruhy znázorňujú intervaly spoľahlivosti 90 %. Štandardné chyby sú zoskupené na úrovni bánk. Vzorové obdobie sa vzťahuje na finančné roky 2016 až 2022, okrem roku 2019 v dôsledku odporúčania bankového dohľadu ECB týkajúceho sa výplaty dividend a spätného odkupu akcií. Posledné údaje sa týkajú rozdelenia ziskov za rok 2022 (ktoré sa majú vyplatiť v roku 2023). Výsledky zahŕňajú vzorku 57 bánk v eurozóne.

**Zatiaľ čo aktuálne výplaty majú pozitívny signalizačný účinok na finančné trhy, vyššie výplatné záväzky sa spájajú s nižšou ponukou bankových úverov a vyššími úrokovými sadzbami z úverov, a teda pravdepodobne prispievajú k transmisii impulzu sprisňovania menovej politiky.** Banky, ktoré oznámili vyššie výnosy z výplat na základe ziskov za rok 2022, zaznamenali nižší rast nákladov na akciový kapitál počas otrasov na finančnom trhu v marci 2023 (graf E). Mohlo by to súvisieť s tým, že väčšie výplaty realizovali banky s lepšími finančnými výsledkami, ale do určitej miery aj so signalizačným účinkom. Tento účinok by bol v súlade so

zisteniami iných aktuálnych prác a naznačuje, že väčšie výplaty oznámené v posledných rokoch by mohli podporiť sprostredkovateľskú kapacitu bánk v časoch napätia.<sup>6</sup> Zároveň existujú určité predbežné dôkazy o negatívnom vzťahu medzi vopred oznámenými výplatami a ponukou úverov od začiatku normalizácie menovej politiky. Na základe podrobných údajov z registra podnikových úverov v eurozóne (AnaCredit), abstrahujúc od dopytu po úveroch a iných mätúcich faktorov, sa zdá, že dividendy zo ziskov za rok 2021 (vyplatené v roku 2022) sú negatívne spojené s rastom úverov a pozitívne spojené s úrokovými sadzbami z bankových úverov v roku 2022, čo naznačuje nižšiu ponuku úverov v roku 2022 v prípade bánk s vyššími podielmi dividend (graf F). Oznámené výplaty za finančný rok 2022 takisto vykazujú negatívne prepojenie s ponukou bankových úverov v roku 2022, čo naznačuje, že banky plánovali rozdelenie kapitálu na základe predbežných výnosov za príslušný rok k danému dátumu a prognózu ziskov ku koncu roka a nastavili poskytovanie úverov a všeobecnejšie svoje rozhodnutia v oblasti riadenia aktív a pasív v priebehu roka 2022 tak, aby zohľadňovali ich plány vyplácať dividendy v nasledujúcom roku na základe výnosov za rok 2022.<sup>7</sup> Podľa odhadov by sa skutočnosť, že výplaty zo ziskov za rok 2022 boli vyššie približne o 1 percentuálny bod výnosov z výplat ako pred pandémiou, mohla spájať so znížením objemu úverov približne o 1 %, hoci táto korelácia by mohla zachytávať aj faktory súvisiace s celkovým spomalením rastu úverov v kontexte sprísňovania menovej politiky. Finančný rok 2022 sa zhodoval s prvou fázou sprísňovania cyklu, čo mohlo podnietiť banky k tomu, aby obmedzili ponuku úverov s cieľom distribuovať kapitál, ak to bolo možné z hľadiska ziskovosti. Preto je dôležité monitorovať výplaty v kontexte vzájomného pôsobenia medzi distribúciou kapitálu a mechanizmom transmisie menovej politiky v nadchádzajúcich rokoch.

---

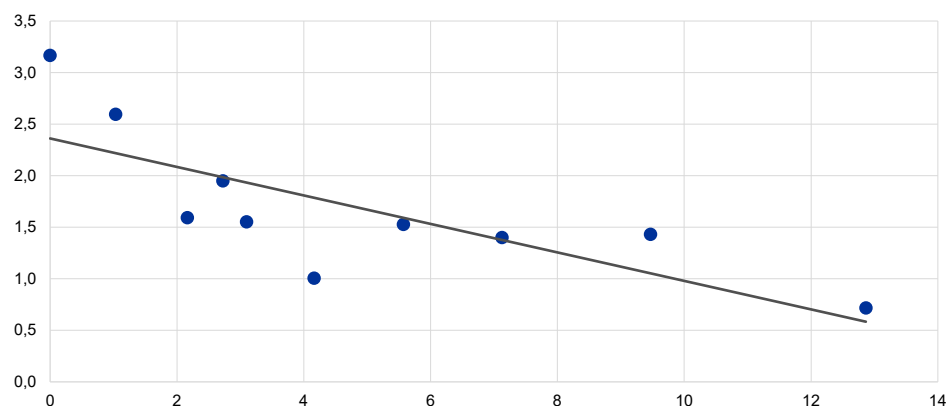
<sup>6</sup> Viac v boxe s názvom [Dividend payouts and share buybacks of global banks](#), *Financial Stability Review*, ECB, May 2020.

<sup>7</sup> Ako už bolo uvedené, je to v súlade s tendenciou bánk vyrovnávať svoje výplaty dividend v priebehu času. Niektoré banky oznamujú viacročné cieľové výplaty, čo znamená, že na začiatku roka určia cieľovú dividendu za daný rok, pričom zohľadňujú aj neistotu spojenú s výsledkami na konci roka. Zníženie ponuky úverov za rok 2022 v súvislosti s dividendami a výplatami zo ziskov za rok 2022 môže viesť k obrátenej príčinnej súvislosti. Skreslenie by však bolo konzervatívne, pretože vyššie zisky v dôsledku vyšších úverov by mali viesť k vyšším dividendám. Takto odhadnuté koeficienty sú preto pravdepodobne dolnou hranicou. Toto konzervatívne skreslenie by sa zvýraznilo, keďže zisky v roku 2021 boli pravdepodobnejšie ovplyvnené obnovou výplat po pandémii, čo by malo v uvedenej špecifikácii ešte viac skresľovať koeficient smerom k nule.

## Graf E

### Zmena nákladov bánk na akciový kapitál od februára do marca 2023 a výnosy z výplat zo ziskov za rok 2022

(os x: výnos z výplat, v p. b.; os y: zmena nákladov na akciový kapitál, v %)



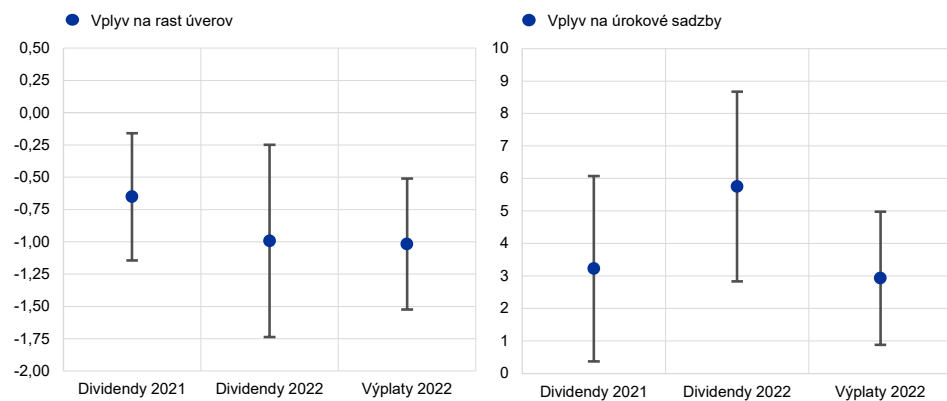
Zdroj: Finančné účty bánk, Bloomberg, Refinitiv a výpočty ECB

Poznámka: Graf zobrazuje decily rozdelenia ročných výnosov bánk z výplat (dividendy a spätné odkupy akcií vydelené účtovnou hodnotou akciového kapitálu) zo ziskov za rok 2022 na osi x k zmene nákladov bánk na akciový kapitál od februára do marca 2023 na osi y. Náklady na akciový kapitál predstavujú priemer desiatich modelových odhadov (dostupné na úrovni bánk) podľa Altavilla, C. et al.: Measuring the cost of equity of euro area banks, *Occasional Paper Series*, No 254, ECB, January 2021. Plná čiara znázorňuje lineárnu regresnú priamku pre rozptyľový vzťah.

## Graf F

### Vplyv výplat zo ziskov za roky 2021 a 2022 na rast úverov a úrokové sadzby v roku 2022

(regresné koeficienty znázorňujúce vplyv 1 p. b. dividendového výnosu alebo výnosu z výplat na rast úverov v p. b. a úrokové sadzby v b. b.)



Zdroj: Finančné účty bánk, výkazy na účely dohľadu ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje regresné koeficienty rastu úverov a zmenu úrokových sadzieb na úrovni bánk v roku 2022 k ročným dividendovým výnosom bánk (dividendy vydelené účtovnou hodnotou akciového kapitálu) zo ziskov za roky 2021 a 2022, ako aj výnos z výplat (dividendy a spätné odkupy akcií vydelené účtovnou hodnotou akciového kapitálu) zo ziskov za rok 2022. Kontrolné premenné sú ROE, LCR, rezervný CET1 nad úrovňou kapitálových požiadaviek, ročná miera rastu celkových aktív, veľkosť banky (logaritmus celkových aktív), LCR a fixné účinky na podnikovej úrovni. Vysvetľujúce premenné sú odložené o jeden rok. Chybové pruhy znázorňujú intervaly spoľahlivosti 90 %. Posledné údaje sa týkajú rozdelenia ziskov za rok 2022 (ktoré sa majú vyplatiť v roku 2023).

## Fiškálny vplyv opatrení na podporu finančného sektora pätnásť rokov po veľkej finančnej kríze

Marien Ferdinandusse a Benoit Lichtenauer

**Počas globálnej finančnej krízy, ako aj po nej väčšina vlád eurozóny poskytla jednotlivým finančným inštitúciám podporu na zabezpečenie finančnej stability.**<sup>1</sup> Medzi intervencie patrili opatrenia, ako napríklad kapitálové injekcie,

zoštatnenie bánk, prevzatie znehodnotených aktív prostredníctvom verejných finančných konsolidačných spoločností (tzv. zlých bánk) či poskytovanie úverov. V tomto boxe sa skúma priamy vplyv tejto pomoci na verejné financie eurozóny, ktorý je aj po pätnástich rokoch stále viditeľný. Vplyv na verejné financie možno zhrnúť takto:

- Ak pri týchto operáciách došlo k čistej strate pre vládu, klasifikujú sa ako kapitálové transfery, ktoré zvyšujú rozpočtový deficit.
- Ak vláda získala podiely v banke alebo dlhové cenné papiere, ktorých hodnota sa považuje za rovnakú ako hodnota poskytnutej kapitálovej injekcie, takéto podporné opatrenie sa považuje za finančnú transakciu s vplyvom na hrubý dlh verejnej správy, ale bez vplyvu na deficit.
- Ak vláda vydala aj záruky na podporu finančného sektora, tieto záruky predstavujú podmienené záväzky, ktoré majú vplyv na verejné financie len vtedy, ak sa realizujú.

**Vplyv opatrení finančnej podpory prijatých počas veľkej finančnej krízy sa výrazne znížil, ale tieto opatrenia zanechávajú stopy na verejných financiách ešte aj dnes.** Opatrenia finančnej podpory prijaté v eurozóne ako celku od roku

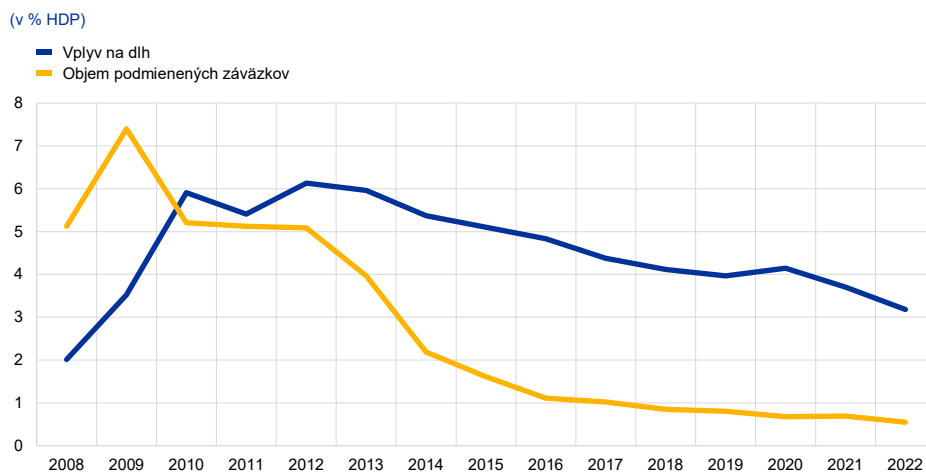
2007 zvyšovali verejný dlh až do roku 2012, keď ich vplyv dosiahol vrchol na úrovni viac ako 6 percentuálnych bodov HDP (graf A). Odvtedy sa vplyv na dlh znížil, keďže vlády boli schopné odpredať majetkové podiely bánk, ktoré prevzali počas krízy, a zbaviť sa aktív (najmä nesplácaných úverov) v držbe zlých bánk. V dôsledku podpory finančného sektora bol však dlh verejnej správy eurozóny v roku 2022 stále vyšší o viac ako 3 % HDP, pričom nesplatené záruky dosiahli približne 0,5 % HDP

<sup>1</sup> Opis finančnej krízy a prijatých fiškálnych a finančných opatrení je uvedený v [Euro area fiscal policies and the crisis](#), *Occasional Paper Series*, No 109, ECB, Frankfurt am Main, April 2010 a v [Extraordinary measures in extraordinary times – public measures in support of the financial sector in the EU and the United States](#), *Occasional Paper Series*, No 117, ECB, Frankfurt am Main, July 2010. Ďalšie informácie o štatistickej klasifikácii opatrení na podporu a ich vplyve na verejné financie sa nachádzajú v článku [The fiscal impact of financial sector support during the crisis](#), *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2015; v článku [Financial assistance measures in the euro area from 2008 to 2013: statistical framework and fiscal impact](#), *Statistics Paper Series*, No 7, ECB, Frankfurt am Main, April 2015; a v boxe [Fiškálny vplyv opatrení na podporu finančného sektora: kde sa nachádzame desať rokov od finančnej krízy?](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2018. Pravidlá vedenia národných účtov, ktoré sa týkajú štatistického vykazovania podpory finančným inštitúciám, boli v priebehu času revidované. V dôsledku toho sa historický vplyv verejných intervencií v porovnaní s uvedenými predchádzajúcimi publikáciami v niektorých prípadoch výrazne zmenil. Odkedy Eurostat v roku 2009 prvýkrát rozhodol o štatistickom vykazovaní verejných intervencií na podporu finančných inštitúcií sa pravidlá ešte aj nedávno naďalej revidovali (pozri aktualizovanú kapitolu 4.5 s názvom *Government intervention to support financial institutions: financial bailouts and defeasance structures* (Vládne intervencie na podporu finančných inštitúcií: finančná pomoc a konsolidačné spoločnosti) v nedávno aktualizovanej príručke o štátnom dlhu a deficite z roku 2022 [Manual on Government Deficit and Debt](#)).

(graf A). Na financovanie podpory finančného sektora boli použité dlhové cenné papiere (o niečo viac ako polovičný podiel), úvery (17,7 %) a iné záväzky subjektov verejnej správy (28,8 %).<sup>2</sup> Poslednú kategóriu tvorí najmä dlh i) bánk, ktoré boli zoštatnené a preklasifikované pod sektor verejnej správy, a ii) zlých bánk.

### Graf A

Vplyv opatrení na podporu finančného sektora na dlh eurozóny a potenciálny vplyv na dlh z nesplatených podmienených záväzkov, 2008 – 2022



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Záväzky verejnej správy vyplývajúce z opatrení na podporu finančného sektora majú vplyv na pozorovateľný dlh. Podmienené záväzky sú záväzky vo forme výslovných záruk, ktoré nemajú žiadny vplyv na účty verejnej správy (okrem príjmov z poplatkov za záruky), pokiaľ v budúcnosti nenastane konkrétna udalosť.

**Od začiatku finančnej krízy podporné opatrenia každoročne zvyšujú deficit verejnej správy eurozóny, hoci v posledných rokoch došlo k výraznému zníženiu tohto vplyvu** (graf B). V skorších rokoch bol vplyv na deficit tvorený predovšetkým kapitálovými prevodmi. V neskorších rokoch boli výdavky spojené s podporou (najmä splatné úroky a v menšej miere aj kapitálové transfery) vyššie ako súvisiace príjmy (ide najmä o prijaté úroky a dividendy).<sup>3</sup>

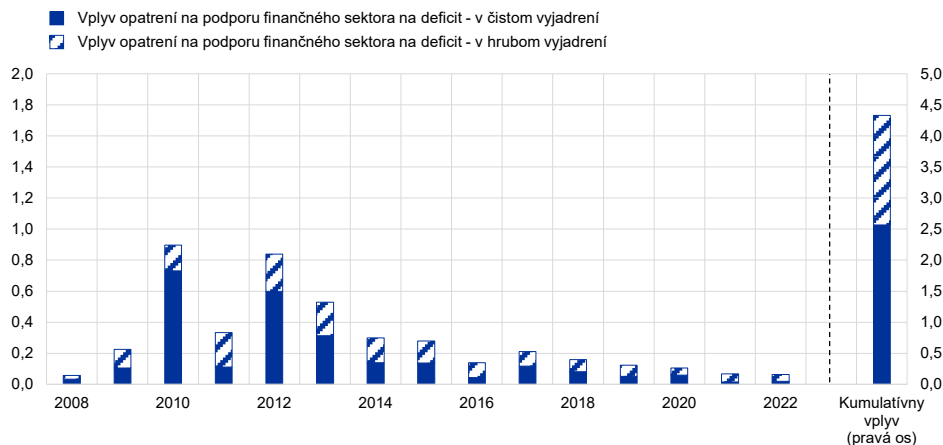
<sup>2</sup> Viac informácií sa nachádza v [podkladovom dokumente](#) Eurostatu z apríla 2023 o vládnych intervenciách na podporu finančných inštitúcií.

<sup>3</sup> V tejto súvislosti možno uviesť ako výstižné porovnanie fiškálny vplyv podporných opatrení v oblasti energetiky v eurozóne počas prvých dvoch rokov energetickej krízy. Kumulatívny čistý vplyv podpory finančného sektora v rokoch 2008 až 2022 na deficit eurozóny predstavoval približne 2,6 % HDP za rok 2022, zatiaľ čo čistý vplyv podporných opatrení v oblasti energetiky v prvých dvoch rokoch energetickej krízy (2021 a 2022) predstavoval približne 1,9 % HDP. Viac v boxe s názvom [Aktuálna informácia o reakcii fiškálnej politiky eurozóny na energeticke krízu a vysokú infláciu](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB, 2023.

## Graf B

### Vplyv opatrení na podporu finančného sektora na deficit eurozóny

(v % HDP)



Zdroj: Eurostat.

### Fiškálny vplyv opatrení na podporu finančného sektora sa v jednotlivých krajinách eurozóny výrazne líši.

Niekoľko krajín nepodniklo žiadne alebo takmer žiadne kroky, kým maximálny vplyv na pomer dlhu k HDP bol na úrovni takmer 10 % alebo viac v desiatich krajinách eurozóny: v Nemecku, Holandsku, Lotyšsku, Rakúsku, Slovinsku, štyroch krajinách eurozóny, ktoré potrebovali ozdravný program EÚ/Medzinárodného menového fondu (MMF) (Írsko, Grécko, Cyprus a Portugalsko), a v Španielsku<sup>4</sup>, ktoré v roku 2012 požiadalo o finančnú pomoc z Európskeho nástroja finančnej stability/Európskeho mechanizmu pre stabilitu. Vplyv na dlh v krajinách, ktoré sú príjemcami ozdravných programov EÚ/MMF, bol v roku 2022 stále vyšší ako 10 percentuálnych bodov a v niektorých prípadoch ešte výrazne vyšší (graf C).<sup>5</sup>

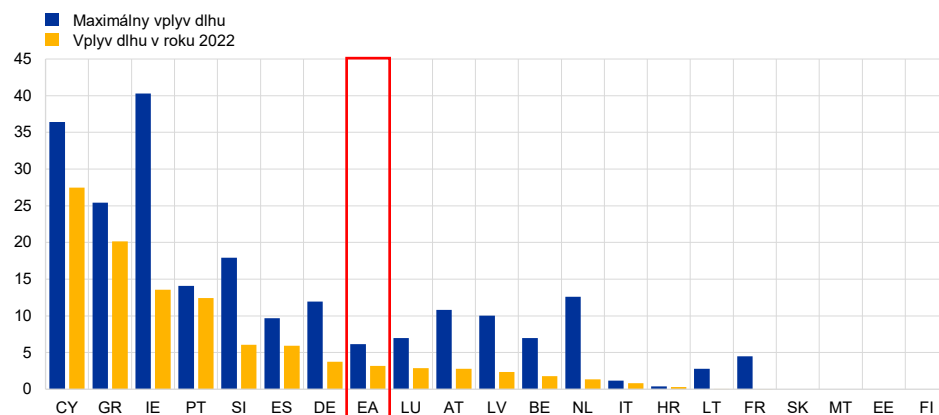
<sup>4</sup> V Španielsku bol vplyv štátnej podpory finančného sektora na dlh verejnej správy v roku 2021 výrazne zrevidovaný (vrátane údajov z predchádzajúcich období), keď so spätnou platnosťou preklasifikovali správcovskú spoločnosť Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) do sektora verejnej správy, a to od jej vzniku v roku 2012. Ďalšie informácie sú v [liste](#) zo 16. februára 2021 vo veci sektorovej klasifikácie spoločnosti SAREB, ktorý Eurostat adresoval španielskemu štatistickému úradu Instituto Nacional de Estadística.

<sup>5</sup> V prípade Írska je vhodnejšie vplyv na dlh merať ako percentuálny podiel upraveného hrubého národného dôchodku (HND\*) než ako HDP, a to z dôvodu vplyvu daňových operácií nadnárodných spoločností na HDP. Vplyv podpory finančného sektora na dlh dosiahol vrchol na úrovni 53 % HND\* v roku 2013 a v roku 2022 bol na úrovni 25 %.

### Graf C

#### Vplyv opatrení na podporu finančného sektora na hrubý dlh verejnej správy

(v % HDP)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Graf znázorňuje maximálne záväzky verejnej správy vyjadrené ako percentuálny podiel HDP v rokoch 2007 až 2022 a v roku 2022. Krajiny sú zoradené podľa hodnoty v roku 2022.

#### Dlhodobý priamy vplyv opatrení na podporu finančného sektora na verejné financie, ktorý je uvedený v tomto boxe, predstavuje len časť celkových ekonomických nákladov vyplývajúcich z finančnej krízy.

Prejavujú sa aj vo forme poklesu produkcie a vyššej nezamestnanosti. Okrem toho sa v niektorých krajinách nepriaznivý vývoj vo finančnom sektore a v oblasti verejných financií vzájomne negatívne ovplyvňujú, čo zvyšuje náklady na štátne financovanie a prehĺbuje finančnú a hospodársku krízu. To spôsobilo zvýšenie pomeru dlhu k HDP, ktorý nie je zahrnutý v odhadoch v tomto boxe. Všetky tieto faktory podčiarkujú dôležitosť zavedenia nevyhnutného inštitucionálneho rámca, ktorý by zabránil vzniku makroekonomickej a finančnej nestability, respektíve by zmiernil súvisiace náklady, ak by sa materializovala. Od veľkej finančnej krízy sa v EÚ uskutočnili reformy zamerané na zlepšenie dohľadu nad finančným sektorom, riadené riešenie krízových situácií zlyhávajúcich finančných inštitúcií, udržateľnosť verejných financií a zvýšenie odolnosti štátnych dlžníkov, a to napríklad zriadením jednotného mechanizmu dohľadu, jednotného mechanizmu riešenia krízových situácií a Európskej fiškálnej rady.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Ďalšie informácie o [jednotnom mechanizme dohľadu](#), [jednotnom mechanizme riešenia krízových situácií](#) a [Európskej fiškálnej rade](#) sú dostupné na týchto odkazoch.



© Európska centrálna banka 2023

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

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

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

Uzavierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 13. septembra 2023.

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

PDF

ISSN 2363-3549, QB-BP-23-011-SK-N